

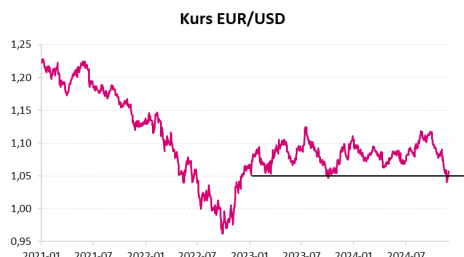
**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**  
Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

## Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond,

Od października dolar wyraźnie zyskuje na wartości a kurs EUR/USD obniżył się do 2-letniego minimum. W naszej ocenie trend umocnienia amerykańskiej waluty pozostaje aktualny a w tym tygodniu zdecydować o nim mogą solidne dane z rynku pracy USA. Ograniczą one m.in. ze względu na podtrzymanie upórcożywości inflacji głębokość cięć stóp procentowych Fed w 2025 roku.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Grudniowe posiedzenie RPP bez niespodzianek

Na krajowym rynku finansowym wydarzeniem tygodnia będzie ostatnie w tym roku posiedzenie RPP oraz towarzyszące mu wystąpienie prezesa NBP. Decyzja RPP nie będzie stanowiła zaskoczenia. W naszej ocenie, także zgodnie z konsensem rynkowym, stopy procentowe utrzymane zostaną na niezmiennym poziomie. RPP wyraźnie komunikuje chęć stabilizacji stóp i zestaw danych, który napłynął od ostatniego posiedzenia RPP nie daje podstaw do nagłego zwrotu w polityce pieniężnej. Uwaga inwestorów skupiona będzie na komunikacie po posiedzeniu, a przede wszystkim na konferencji prezesa Głapińskiego (czwartek godz. 15:00). Szczególnie interesujące będą oceny bankierów centralnych w zakresie słabszych od oczekiwań danych o dynamice PKB w 3Q br., wyraźnie słabszej konsumpcji w tym okresie, czy też nieznacznym wyhamowaniem inflacji cen usług. Dodatkowo rząd zamroził ceny energii elektrycznej do września 2025 r., eliminując część czynników niepewności związanych z kształtowaniem się cen regulowanych na początku przyszłego roku. Oznacza to, że wersja listopadowej projekcji makroekonomicznej NBP, zakładająca uwolnienie cen energii, nie zmaterializuje się. Do tej pory prezes NBP sygnalizował gotowość rozpoczęcia dyskusji o obniżkach stóp proc. w marcu br., kiedy inflacja CPI przestanie rosnać, a RPP będzie dysponowała nową projekcją makroekonomiczną. Napływające w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne wskazują na nieco mniej proinflacyjne otoczenie makroekonomiczne, choć dynamika wynagrodzeń utrzymuje się na podwyższonym poziomie. W naszej ocenie narracja komunikatu RPP i konferencji prezesa NBP nie powinny ulec istotnej zmianie względem poprzedniego miesiąca. Bardziej łagodna retoryka prezesa Głapińskiego, zwiększająca szanse na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp już w marcu przyszłego roku, może umocnić krajowy rynek długu.

### Tydzień z danymi z amerykańskiego rynku pracy

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane o inflacji PCE w USA, preferowanej przez Fed miary zmian cen konsumpcyjnych. Wzrosła ona w październiku do 2,3% r/r z 2,1% r/r, a wskaźnik bazowy odbił do 2,8% r/r z 2,7% r/r. Dane te były zgodne z oczekiwaniami, pozytywną niespodzianką okazały się natomiast dane o dochodach i wydatkach Amerykanów. Pomimo mniej łagodnej wymowy rynki finansowe nadal przypisują największe prawdopodobieństwo scenariuszowi, że na posiedzeniu w grudniu Fed obniży stopy proc. o 25 pkt baz. Wycena instrumentów finansowych wskazuje jednak, że rynki uważają, że brak obniżki też jest realny. W tym tygodniu uwaga przesuwana się z jednego mandatu Fed (inflacja) na drugi (rynek pracy). Poznamy dane o liczbie wolnych miejsc pracy, komponenty zatrudnienia indeksów ISM oraz, co najważniejsze raport amerykańskiego Biura Statystyk Pracy (piątek). Według mediany oczekiwań ekonomistów liczba etatów poza rolnictwem wzrosła o 200 tys. m/m po słabym październiku (12 tys m/m), zaburzonym huraganami. W przypadku stopy bezrobocia oczekuje się wzrostu do 4,3% z 4,2% w październiku, konsensus dla dynamiki płac wynosi 0,3% m/m. Realizacja tych oczekiwań, naszym zdaniem, wpisywałaby się w scenariusz obniżki stóp procentowych. Wydaje nam się, że należy tego też oczekiwać w przypadku ewentualnej pozytywnej niespodzianki. Sądzymy, że jeśli Fed będzie chciał spowolnić tempo obniżek to poczeka już na 2025 r., gdy będą materializować się zapowiedzi prezydenta-elekta - D.Trumpa.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2986	-0,8%
USD/PLN	4,0930	-1,3%
CHF/PLN	4,6129	-0,9%
EUR/USD	1,0503	0,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,78	-1
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,83	-7
5Y	5,15	-4
10Y	5,48	-8

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,82	-4
5Y	4,50	-2
10Y	4,66	-4




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,04	-19
US 10Y	4,21	-13

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	81158,7	1,9
S&P 500	6032,4	1,4
Nikkei 225	38513,0	-0,7




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

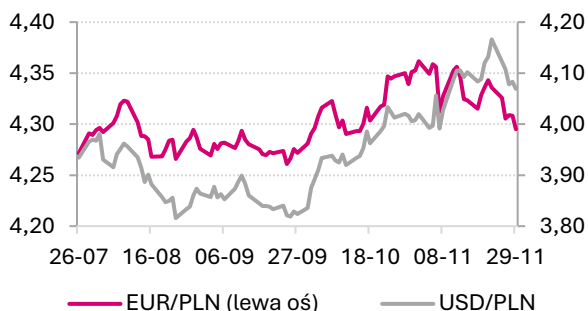
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Dla polskiej waluty będzie to dość intensywny tydzień, z którego jednak w naszej ocenie może wynikać niewiele ruchów rynkowych. Wydarzenia krajowe jak dzisiejsze opublikowane już dane PMI z polskiego przemysłu pokazały, iż trudno będzie „rozruszać” wycenę złotego. Nie spodziewamy się tego także po konferencji Rady Polityki Pieniężnej, która zapewne utrzyma stopy procentowe, ani po konferencji prezesa Narodowego Banku Polskiego. Ta może być interesujące przede wszystkim dla rynku obligacji. Podobnie jak zapowiedziane na ten tydzień procedowanie ustawy budżetowej w Sejmie. Złoty - w naszej ocenie - pozostanie pod dominującym wpływem otoczenia zewnętrznego. Mimo, iż zakładamy umocnienie dolara na arenie międzynarodowej - co historycznie nie sprzyjało umocnieniu walut tej części Europy - to fakt iż zniżka EUR/USD napędzana będzie słabością euro sprawi, że złoty może nieco zyskać na wartości. W efekcie liczymy, iż kurs EUR/PLN obniży się poniżej poziomu 4,30 lecz o trwałości tegoż ruchu zadecydują piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy. „Mocny” odczyt non-farm payrolls może odwrócić losy tego tygodnia na rynku złotego. Podsumowując przed nami interesujący tydzień w wykonaniu złotego. O ile początkowo polska waluta powinna zyskiwać wykorzystując słabość euro do większości walut, o tyle koniec tygodnia przynieść powinien wykasowanie tego ruchu w reakcji na solidne dane z USA.
USD/PLN 	Presja na mocniejszego dolara utrzymuje się a naszym zdaniem w tym tygodniu wręcz pogłębi się. Amerykańska waluta zyskuje na wartości w konsekwencji wyniku wyborów w Stanach Zjednoczonych. Aprecjacje dolara uzupełnia analiza techniczna, a dokładnie kolejne poziomy techniczne, które są łamane, co dodatkowo potęguje nastrój umocnienia amerykańskiej waluty. Nie bez znaczenia - z punktu widzenia EUR/USD a więc komponentu „budującego” kurs USD/PLN - jest także słabość euro. W efekcie ten tydzień na parze USD/PLN ponownie zapowiada się emocjonująco, gdyż kurs USD/PLN atakować będzie w naszej ocenie poziom 4,1250.
EUR/USD 	Mimo solidnego umocnienia dolara (licząc od początku października) amerykańska waluta utrzymuje trend aprecjacji do euro. W ostatnich dniach jednak to nie moc dolara a naszym zdaniem słabość europejskiej waluty odpowiada za spadek kursu EUR/USD. Wciąż utrzymują się między innymi obawy towarzyszące przyszłości francuskiego rządu w obliczu tarć związanych z przyszłorocznym budżetem. W śród głos prawdopodobnie w kwestii perspektyw polityki pieniężnej zabiorą szefowie Europejskiego Banku Centralnego i amerykańskiej Rezerwy Federalnej. W naszej ocenie wydzwięk wystąpień będzie kolejnym argumentem za trwającym spadkiem eurodolara ze względu na różnice w kondycji gospodarki USA i strefy euro. Nie będą to jednak informacje na tyle przetomowe, by mogły zmienić optykę przed posiedzeniami w grudniu. W obu przypadkach oczekujemy ostatniego w tym roku cięcia stóp procentowych o 25 pkt. baz. W efekcie za wydarzenie tygodnia na rynku eurodolara uznajemy piątkowe dane payrolls. Odczyt raportu z rynku pracy USA w okolicach konsensusu potwierdziłby solidność koniunktury i ryzyko upórcożywości inflacji, co w zestawieniu z impulsem fiskalnym nowej republikańskiej władzy może hamować zapędy Fed do cięć stóp procentowych w 2025 roku. To najlepiej tłumaczy bieżącą siłę amerykańskiej waluty zarówno do euro, jak i pozostałych walut.

## Rynek obligacji

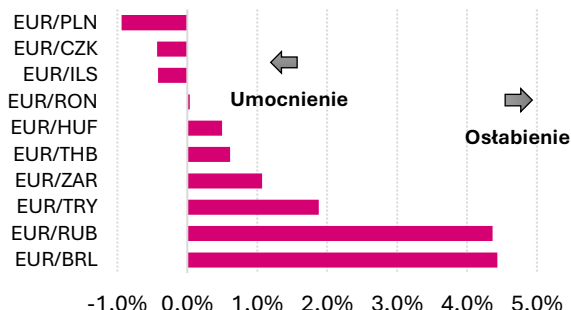
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W naszej ocenie trwający od kilku tygodni trend zniżkowy w wykonaniu polskiej 10-latki wkrótce może ulec zakończeniu. Motywowany jest on przede wszystkim chęcią utrzymania spreadu do niemieckiego długu, który obecnie zniżkuje w związku z oczekiwaniami co do przyszłych ruchów Europejskiego Banku Centralnego. W tym tygodniu (środa) usłyszymy prawdopodobnie nie tak agresywne jak rynkowe niektóre przypuszczenia tezy o konieczności szybkiego i mocnego cięcia stóp procentowych w strefie euro, co powinno nieco studzić presję na spadek Bundu a przez to i polską 10-latkę. Tym bardziej, iż na polskim długu „wisi” wciąż element fiskalny a więc wysokie potrzeby pożyczkowe, które „przypomniane” zostaną inwestorom w tym tygodniu w związku z pracami Sejmu nad przyszłorocznym budżetem. Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej będzie w naszej ocenie neutralne dla zachowania 10-latki. Z kolei konferencja prasowa prezesa Narodowego Banku Polskiego może wzmocnić rynkowe przypuszczenia o marcu 2025 jako momencie restartu cyklu cięć stóp procentowych (choć naszym zdaniem nie jest to przesądzone). W efekcie zniżkę kontynuować mogą rentowności, ale krótkiego końca tj. polskiej 2-latki.
10Y DE (%) 	W naszej ocenie mimo mnogości impulsów wycena niemieckiego długu ustabilizuje się w tym tygodniu o ile na rynek nie napłyną żadne nowe destabilizujące obecną sytuację informacje, w tym natury politycznej (tarcia budżetowe we Francji mogące zwiększać awersję do ryzyka w Europie).
10Y US (%) 	Dochodowość amerykańskiej 10-latki na poziomie 4,22% istotnie oddaliła się od niedawnych półrocznych maksimów mimo wciąż utrzymujących się argumentów za wyższą rentowności. Mamy tu na myśli powściągliwość Fed co do kwestii cięć stóp procentowych w 2025 roku, jak i impulsu fiskalnego przygotowywanego przez Republikanów.

## Wykresy rynkowe

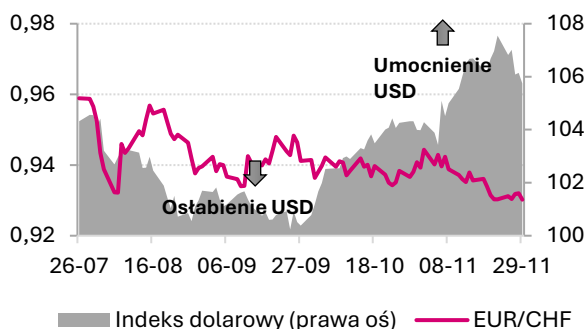
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



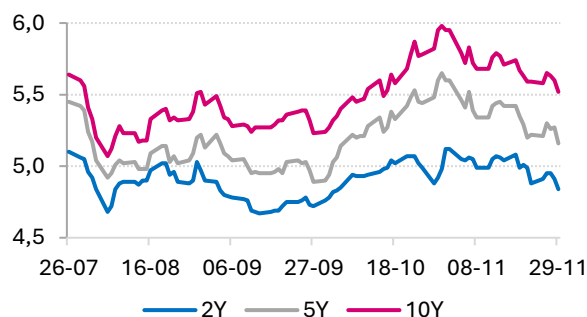
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



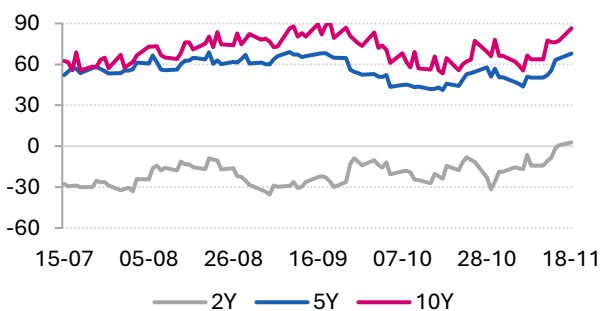
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



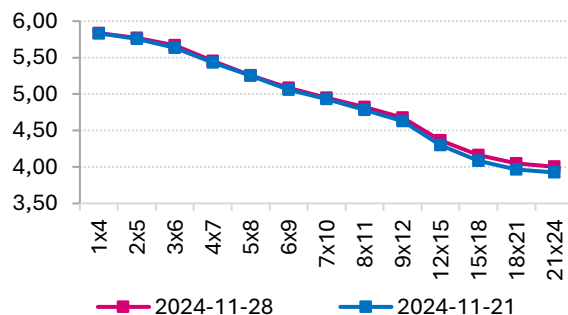
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



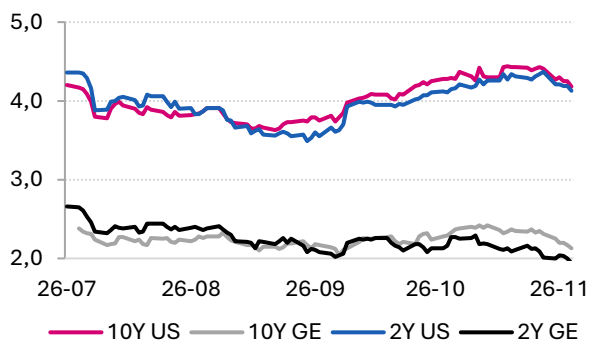
Krajowe stawki asset swap [%]



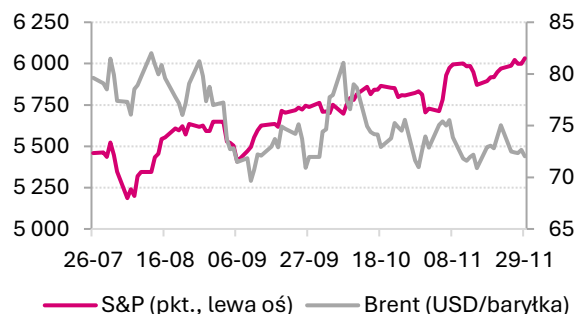
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, LSEG Data & Analytics

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 29 listopada</b>					
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Listopad	5.0%	4.7%	4.6%
<b>Wtorek 26 listopada</b>					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Listopad	49.2	49.0	49.5
09:55 Indeks PMI dla przemysłu fin.	Niemcy	Listopad	43.0	43.2	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Listopad	46.0	45.2	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu fin.	USA	Listopad	48.5	48.8	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Listopad	46.5	47.5	
<b>Środa 27 listopada</b>					
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Październik	7.44m	7.49m	
<b>Czwartek 28 listopada</b>					
<b>Decyzja ws. stóp procentowych</b>	<b>Polska</b>	<b>Grudzień</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>	<b>5.75%</b>
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Listopad	51.6	49.4	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Listopad	51.6	49.2	
14:00 Wystąpienie prezeski ECB	EZ	Grudzień			
14:15 Raport ADP	USA	Listopad	233k	165k	
15:45 Indeks PMI dla usług fin.	USA	Listopad	55.0	57.0	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Listopad	56.0	55.5	
16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m fin.	USA	Październik	-0.4%	0.2%	
19:45 Wystąpienie prezesa Fed	USA	Grudzień			
20:00 Beżowa księga	USA	Grudzień			
<b>Piątek 29 listopada</b>					
11:00 PKB s.a. r/r fin.	EZ	3Q	0.6%	0.9%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Grudzień			
<b>14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym</b>	<b>USA</b>	<b>Listopad</b>	<b>12k</b>	<b>200k</b>	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Listopad	4.1%	4.2%	
16:00 Indeks Uniwersytet Michigan wst.	USA	Grudzień	71.8	72.9	
<b>Poniedziałek 02 grudnia</b>					
02:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Listopad	0.3%		

## Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>PKB</b>	% r/r	5.3	0.1	3.0	3.9	2.0	3.0	2.7	3.2	4.0	3.6	3.8	3.9
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.1	5.3	4.9	5.0	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.7	4.6	2.8	2.5	4.3	5.0	5.7	5.4	3.8	3.6
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	98.7	82.0	81.0	76.8	81.5	84.8	78.7	79.6	78.2	77.2	76.3	75.4
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	4.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.50	5.25	4.75
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	6.93	5.80	5.85	4.81	5.83	5.84	5.82	5.85	5.85	5.55	5.31	4.81
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	7.02	5.88	5.83	4.83	5.88	5.85	5.85	5.83	5.82	5.61	5.31	4.83
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	7.14	5.82	5.79	4.67	5.86	5.86	5.85	5.79	5.77	5.42	5.22	4.67
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.69	4.35	4.26	4.29	4.30	4.31	4.28	4.33	4.32	4.30	4.29	4.31
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4.40	3.94	3.86	3.80	3.99	4.03	3.82	4.06	4.09	4.02	4.00	4.00
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.07	1.10	1.10	1.13	1.08	1.07	1.12	1.07	1.06	1.07	1.07	1.08
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	2.13	3.91	2.77	1.83	3.89	3.71	3.28	2.77	2.22	1.94	1.88	1.83
<b>SOFR 3M**</b> (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	4.62	3.10	5.56	5.59	4.85	4.62	4.27	3.84	3.55	3.55

\* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu  
Źródło: GUS, NBP, LSEG Datastream, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.