

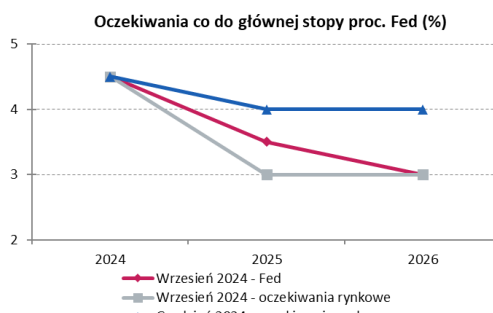
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

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: Fed, LSEG Workspace, Macrobond

W ub. tygodniu Europejski Bank Centralny obniżył stopy procentowe o 25 pkt baz. Takiego samego ruchu oczekuje się w tym tygodniu w przypadku Fed. Decyzja wydaje się przesądzona, a w centrum uwagi będą uaktualnione oczekiwania członków Fed co do ścieżki stóp procentowych w przyszłości oraz konferencja J.Powella. Pomimo obniżki retoryka szefa Fed zapewne nie ulegnie złagodzeniu.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### Fed obniży w grudniu stopy procentowe o 25 pkt baz. O ile w całym 2025 r.?

Banki centralne przed końcem roku intensyfikują prace. W ub. tygodniu Europejski Bank Centralny ściął stopy procentowe o 25 pkt baz. Na mocniejsze cięcie, bo o 50 pkt baz., zdecydował się Bank Kanady i (zaskakująco) Narodowy Bank Szwajcarii. W tym tygodniu rynki będą żyły posiedzeniem amerykańskiej Rezerwy Federalnej, która najpewniej obniży przedział dla głównej stopy procentowej o 25 pkt baz. do 4,25-4,50%. Natomiast w przypadku posiedzeń Banku Anglii, a także banków centralnych Czech, Węgier i Japonii oczekiwana jest w tym tygodniu stabilizacja kosztu pieniądza. Obniżka stóp w USA wydaje się przesądzona, a najważniejszymi informacjami z tego tygodnia dla rynków będzie zestaw nowych prognoz, w tym oczekiwania członków Fed co do stóp procentowych, tj. tzw. wykres dot-plot. Warto zauważyć, że obniżką o 25 pkt baz. Fed zrealizuje przedstawione we wrześniu oczekiwania dla 2024 r. Dla 2025 r. amerykańscy bankierzy centralni spodziewali się natomiast łącznie niższych stóp jeszcze o 100 pkt baz. oraz o kolejne 50 pkt baz. w 2026 r. Sądźmy, że prognozy te zostaną zrewidowane w górę, w kierunku bieżącej rynkowej wyceny ścieżki stóp procentowych. Według niej, w 2025 r. stopy spadną tylko o 50 pkt baz., po czym mają się ustabilizować. W centrum uwagi będzie także konferencja prezesa Fed J.Powella, który będzie miał skomplikowane zadanie pogodzenia słabnącego rynku pracy z uporczywą inflacją bazową oraz potencjalnie proinflacyjnymi planami prezydenta-elekta D.Trumpa. Sądźmy, że konferencja nie dostarczy informacji mogących zmieniać wymowę prognoz stóp procentowych, a J.Powell nadal będzie podkreślał zależność tempa dalszych obniżek od postępów w dezinflacji i sytuacji na rynku pracy, a także potrzebę ostrożności w warunkach wzrostu niepewności. Nie spodziewamy się, aby J.Powell jasno oceniał rysujące się założenia polityk handlowej i fiskalnej nowej amerykańskiej administracji. Niemniej rok 2025 to będzie zapewne czas pogłębienia różnicy w tempie obniżek stóp procentowych pomiędzy USA i Europą, która nadal będzie borykać się z relatywnie wolnym wzrostem gospodarczym. Dane, które napłyną w tym tygodniu z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, inflacja PCE) nie powinny wpływać na oczekiwania co do ruchów Fed.

### Dane z polskiej gospodarki za listopad pod wpływem czynników kalendarzowych

W tym tygodniu opublikowana zostanie seria danych z krajowej gospodarki za listopad. W środę poznamy dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw, gdzie oczekujemy obniżenia się dynamiki zatrudnienia do -0,6% r/r i nieznacznego wzrostu dynamiki płac do 10,2% r/r. Dane te powinny wpisywać się zatem w obraz stabilizacji na rynku pracy. Ze względu na niekorzystny efekt kalendarzowy i mniejszą niż w roku ubiegłym liczbę dni roboczych, w listopadzie wyraźnie pogorszy się wynik produkcji przemysłowej (publikacja w czwartek), która w naszej ocenie nie zmieniła się r/r (0,0% r/r) wobec wzrostu o 4,7% r/r w październiku. Z tego samego powodu oczekujemy pogłębienia spadku produkcji budowlano-montażowej do -12,1% r/r w listopadzie wobec spadku o 9,6% r/r w październiku. W piątek natomiast podane będą dane o sprzedaży detalicznej, w przypadku której oczekujemy wyhamowania dynamiki do 0,8% r/r z 2,3% r/r miesiąc wcześniej. Listopad był zatem okresem obniżonej aktywności ekonomicznej, głównie ze względu na czynnik kalendarzowy. W całym 4Q br. oczekujemy nieznacznego przyspieszenia dynamiki PKB, choć wyraźnie słabsze od prognoz odczyty mogłyby zweryfikować te oczekiwania. Dane te nie powinny istotnie wpłynąć na ocenę perspektyw polskiej gospodarki oraz oczekiwania co do ścieżki stóp procentowych w Polsce.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2596	-0,1%
USD/PLN	4,0548	0,5%
CHF/PLN	4,5474	-1,2%
EUR/USD	1,0505	-0,6%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,82	-1
WIBOR 3M	5,86	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,13	9
5Y	5,43	13
10Y	5,79	22

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,15	10
5Y	4,87	20
10Y	5,04	27




Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,24	14
US 10Y	4,37	23

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	81691,6	-1,5
S&P 500	6051,1	-0,6
Nikkei 225	39457,5	0,8




Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

## Rynek walutowy

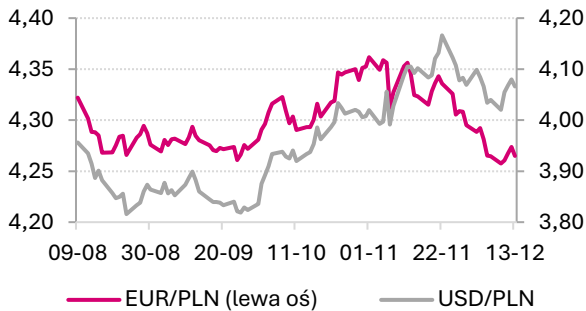
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Mimo rozbudowanego kalendarza danych makroekonomicznych w przedświątecznym tygodniu nie spodziewamy się, by zaplanowane wydarzenia miały przełożyć się na istotne ruchy złotego do euro. W naszej ocenie kurs EUR/PLN pozostanie wierny okolicom 4,26. Ryzykiem pozostaje oczywiście możliwość wystąpienia zagrożeń natury geopolitycznej, w szczególności, gdyby natrafiały one na mniej płynny z powodu zbliżających się Świąt rynek. Posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, które uznajemy za najważniejszy moment tego tygodnia nie powinno jednak przynosić rynkowej zmienności, gdyż nie uważamy, by jego wyniki miał być zaskoczeniem dla inwestorów. Stawiamy na cięcie stóp procentowych o 25 pkt. baz. z jednoczesną ostrożną narracją co do kolejnych ruchów. Liczne dane krajowe tego tygodnia (produkcja przemysłowa, wynagrodzenia, sprzedaż detaliczna) nie będą w stanie odmienić losów złotego. Przede wszystkim w kontekście niedawnego zwrotu części członków Rady Polityki Pieniężnej, w tym prezesa Narodowego Banku Polskiego, dotyczącego terminu możliwej obniżki stóp procentowych (opóźnienie w czasie). Podsumowując mimo mnogości potencjalnych impulsów uważamy, iż kurs EUR/PLN zakończy tydzień w okolicy jego rozpoczęcia tj. poziomu 4,26 ryzykiem pozostają niezmiennie kwestie geopolityczne, jak również nieoczekiwane zmiany m.in. w narracji Fed.
USD/PLN 	W naszej ocenie kurs USD/PLN pozostanie względnie stabilny w tym tygodniu. Nie oczekujemy zarówno większych zmian wyceny złotego, jak również eurodolara. W licznych impulsach tego tygodnia (od strony kalendarza danych makroekonomicznych) nie spodziewamy się bowiem wystąpienia niespodzianek mogących mieć rynkowe przełożenie. Dobrym przykładem już na starcie tego tygodnia były publikacje indeksów PMI w sektorze usług państw strefy euro. Mimo lepszej od oczekiwań wymowy nie nabrały one znaczenia np. dla wyceny euro.
EUR/USD 	Przedświąteczny tydzień przynosi kiepskie nastroje i przypomnienie o bólach, które utrzymywać się będą także w 2025 roku. Mimo, iż rynek ze względny spokojem odebrał dane z Chin, to w przypadku sprzedaży detalicznej okazały się być one rozczarowaniem. Wciąż żywe pozostają ponadto problemy polityczne w „starej” Europie. Dziś odbędzie się głosowanie nad votum zaufania dla niemieckiego rządu, którego efektem będą przedterminowe wybory parlamentarne. O tym czym grozi niestabilność polityczna przekonana się w weekend Francja, gdzie agencja Moody’s obniżyła ocenę ratingową dla tego kraju. Jak wspomnieliśmy jednak poniedziałek rozpoczyna się dość ospale kurs EUR/USD koncentruje się wokół poziomu 1,05. Naszym zdaniem - jeżeli posiedzenie Fed (środa) nie przyniesie zaskoczeń - eurodolar zakończy tydzień (a być może i grudzień) w tych okolicach. Przed nami także odczyty inflacji PCE (piątek), czy PKB (czwartek) w Stanach Zjednoczonych. Trudno jednak oczekiwać, by wspomniane dane miały istotnie zmieniać rynkowe perspektywy stóp procentowych w sytuacji, gdy publikowane będzie tuż po posiedzeniu Rezerwy Federalnej USA, na której poznamy najnowszy zestaw prognoz makroekonomicznych, w tym wykres dot-plot punktowo wskazujący docelowy poziom stóp procentowych w ocenie członków Fed.

## Rynek obligacji

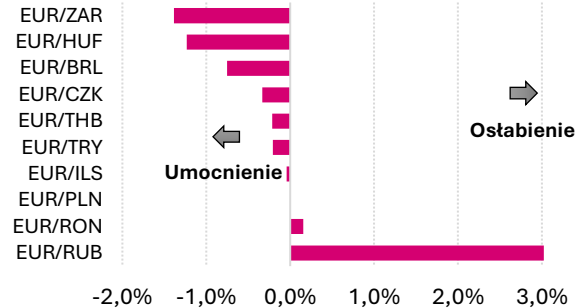
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	W naszej ocenie najbliższe dni mają szansę przynieść zmianę kierunku notowań polskiego długu o 10-letnim terminie zapadalności. Przypomnijmy, iż ostatni tydzień przyniósł znaczące wzrosty dochodowości w tym segmencie krzywej. O ile rozumiemy, iż zmiana narracji prezesa Narodowego Banku Polskiego odnośnie do terminu pierwszego cięcia stóp procentowych w Polsce sprzyja - kanałem stawek IRS - wyższe dochodowości, o tyle nie spodziewamy się utrzymania tych tendencji w najbliższych dniach. Podobnie nie zakładamy, iż stawki asset swap (proxy ryzyka fiskalnego) miały rosnąć w sytuacji, gdy ostatnie przetargi spotkały się ze sporym zainteresowaniem a resort finansów wciąż nie podjął decyzji (choć zrobi to dziś), czy śródowny przetarg będzie przetargiem sprzedaży, czy zamiany. Jako trzeci argument, który przemawia w naszej ocenie za niewielkim spadkiem dochodowości 10-latki w tym tygodniu przyjmujemy zachowanie rynków bazowych. Posiedzenie Rezerwy Federalnej nie zaskoczy naszym zdaniem w jastrzębią stronę. Inwestorzy mają bowiem świadomość ostrożności Fed w dozowaniu kolejnych cięć co dobrze zobrazuje najnowszy wykres dot-plot Fed.
10Y DE (%) 	W naszej ocenie mimo mnogości impulsów wycena niemieckiego długu ustabilizuje się w tym tygodniu kończąc krótki okres solidnych wzrostów dochodowości. Kwestie polityki pieniężnej w strefie euro pozostaną kotwicą dla prób wzrostu rentowności. Ponadto ten tydzień zdominowany będzie przez wydarzenia w USA a mniej te z unii monetarnej.
10Y US (%) 	Bez wątplenia posiedzenie Fed a konkretniej narracja i prognozy dot-plot będą najciekawszym momentem tego tygodnia z punktu widzenia wyceny Treasuries. Zakładamy, iż ostrożność Fed w dozowaniu kolejnych cięć kosztu pieniądza zostanie podtrzymana, co jednak rynkowo jest już uwzględnione. W naszej ocenie brak przestrzeni do jastrzębii niespodzianki sprawia, że wycena 10-latki amerykańskiej wejdzie w fazę konsolidacji. Publikacje inflacji PCE, czy danych o PKB z amerykańskiej gospodarki pozostaną drugoplanowe w świetle wspomnianego posiedzenia FOMC.

## Wykresy rynkowe

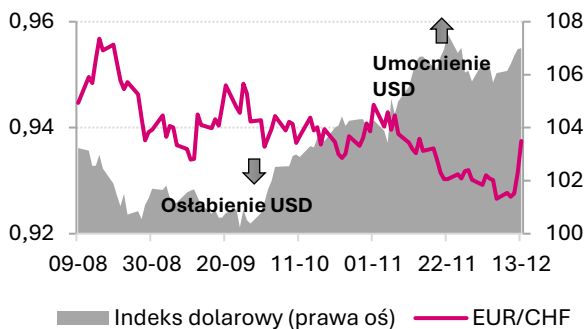
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



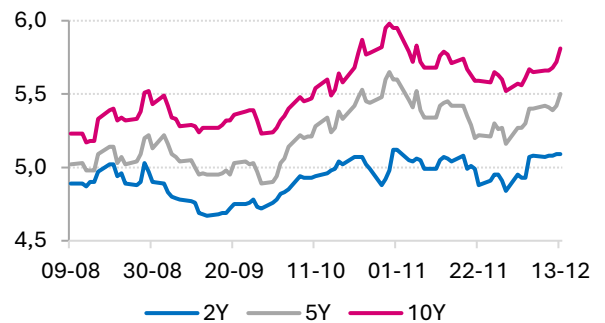
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



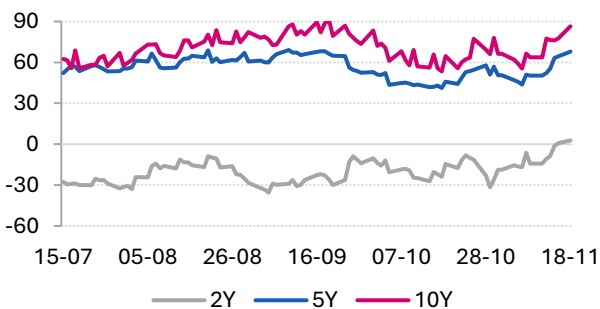
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



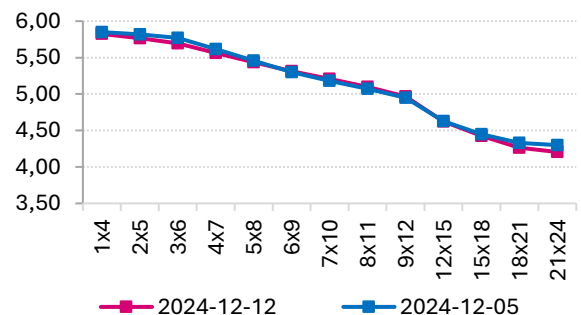
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



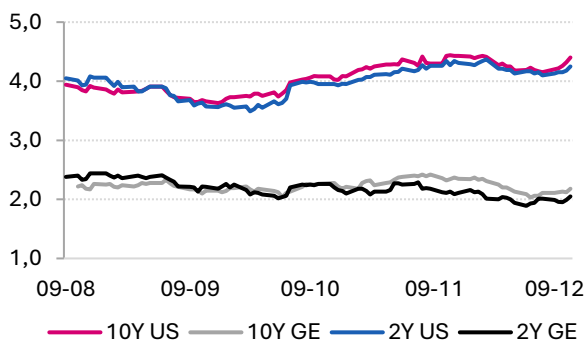
Krajowe stawki asset swap [%]



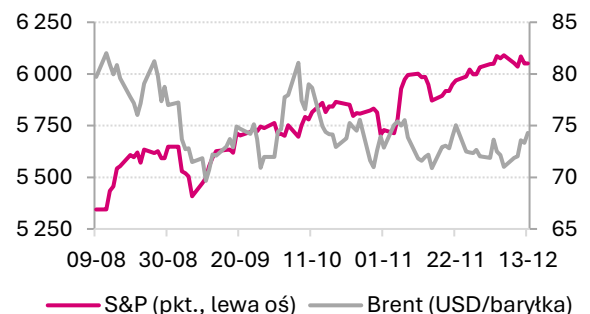
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 16 grudnia</b>					
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Listopad	5.3%	5.3%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Listopad	4.8%	4.6%	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Grudzień	45.2	45.0	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Grudzień	49.5	49.4	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Listopad	4.1%	4.3%	4.3%
<b>Wtorek 17 grudnia</b>					
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Grudzień	85.7	85.6	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Grudzień	7.4	6.0	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Grudzień	6.50%	6.50%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Listopad	0.4%	0.5%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Listopad	-0.3%	0.1%	
<b>Środa 18 grudnia</b>					
11:00 Inflacja HICP r/r fin	EZ	Listopad	2.0%	2.3%	
20:00 Decyzja ws. stóp proc.	USA	Grudzień	4.50-4.75%	4.25-4.50%	4.25-4.50%
<b>Czwartek 19 grudnia</b>					
Decyzja ws. stóp procentowych	Japonia	Grudzień	0.25%	0.50%	
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Listopad	4.7%	0.0%	0.0%
10:00 Produkcja bud-mont. r/r	Polska	Listopad	-9.6%	-10.5%	-12.1%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Listopad	10.2%	10.0%	10.2%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Listopad	-0.5%	-0.6%	-0.6%
13:00 Decyzja ws. stóp procentowych	UK	Grudzień	4.75%	4.75%	
14:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Grudzień	4.00%	4.00%	
14:30 PKB annualizowany fin.	USA	3Q	3.0%	2.8%	
<b>Piątek 20 grudnia</b>					
10:00 Sprzedaż detaliczna w cenach stałych r/r	Polska	Listopad	1.3%	1.2%	0.8%
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Listopad	0.4%	0.4%	
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Listopad	2.3%	2.5%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Listopad	0.6%	0.3%	
<b>Poniedziałek 23 grudnia</b>					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Listopad	4.9%	5.0%	4.9%

## Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>PKB</b>	% r/r	5.3	0.1	2.8	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.