



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

16 grudnia 2025

Informacje na dziś

- **EZ:** Dziś o godz. 10:00 poznamy dane PMI dla strefy euro w grudniu. Według konsensusu indeks dla przemysłu wzrośnie do 49,9 pkt (z 49,6 pkt w listopadzie), a dla usług do 53,9 pkt (z 53,6 pkt). Zrealizowanie się tych oczekiwań oznaczałoby stopniową poprawę koniunktury, napędzaną głównie przez sektor usług. Na gospodarkę strefy euro negatywnie wpływa sytuacja w przemyśle Niemiec, a dane instytutu ZEW, które poznamy o godz. 11:00, pokażą, czy prognozy co do wzrostu za Odrą się poprawiają.
- **PL:** O godz. 14:00 NBP opublikuje wyliczenia miar inflacji bazowej w listopadzie. Według naszych szacunków najpilniej śledzony indeks inflacji bazowej, tj. CPI po wyłączeniu cen żywności, nośników energii i paliw, wyniesie 2,8% r/r wobec 3,0% r/r w październiku. Inflacja w ostatnich miesiącach obniżała się szybciej od oczekiwań, jednak w najbliższych miesiącach powinna się stabilizować, wspierając pauzę w cięciach stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej na początku roku.
- **US:** Godz. 14:30 to publikacja długo wyczekiwanego raportu z rynku pracy USA. Jednocześnie przedstawione zostaną dane dla października i listopada. Według konsensusu prognoz w listopadzie zatrudnienie poza rolnictwem (non-farm payrolls) przyrosto o 35 tys. m/m. Zaznaczamy, że dane za październik mogą być zaburzone przez wcześniejszy shutdown administracji USA, a dodatkowo nie poznamy stopy bezrobocia za ten miesiąc - będzie tylko odczyt za listopad. Oczekuje się, że stopa bezrobocia pozostanie w listopadzie na poziomie 4,4%. Choć publikacje te raczej nie przesądzą o ścieżce stóp Fed w przyszłym roku, istotne negatywne niespodzianki mogłyby zwiększyć oczekiwania na kontynuację obniżek już w styczniu.
- **US:** Również o godz. 14:30 opublikowane zostaną opóźnione o miesiąc dane o sprzedaży detalicznej w USA w październiku. Oczekuje się wzrostu o 0,2% m/m, po wzroście w tej samej skali we wrześniu. Gdyby prognoza się potwierdziła, oznaczałoby to umiarkowany wzrost konsumpcji, co nie wymuszałoby szybkiej obniżki stóp procentowych przez Fed.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Według finalnego odczytu GUS inflacja CPI wyniosła w listopadzie 2,5% r/r wobec 2,8% r/r w listopadzie, czyli nieco mniej niż szybki szacunek sprzed dwóch tygodni (2,4% r/r). To w głównej mierze efekt nieco wyższej niż pierwotnie szacowano inflacji bazowej (2,8% r/r w listopadzie według naszych szacunków). Warto odnotować, że kolejny miesiąc obniżyła się inflacja cen usług i w listopadzie wyniosła 5,3% r/r, najniższej od 6 lat. Dane nie zmieniają oceny perspektyw inflacji, która w najbliższych kwartałach pozostawać będzie w okolicach celu NBP.
- **PL:** Saldo rachunku bieżącego w październiku okazało się dużą pozytywną niespodzianką. Wyniosło ono +1924 mln EUR wobec -725 mln EUR we wrześniu, przy konsensusie prognoz +163 mln EUR. Źródłem niespodzianki był przede wszystkim napływ środków z UE, który w rachunku bieżącym wyniósł ponad 1,9 mld EUR. Tak wysoka kwota zaskakuje w świetle danych MinFin o transferach funduszy unijnych. Pozytywnie zaskoczyło też lepsze od oczekiwań saldo obrotów towarowych (przyspieszenie wzrostu eksportu do 5,4% r/r z 5,8% r/r miesiąc wcześniej i spowolnienie importu do 2,4% r/r z 7,3% r/r). Dane te potwierdzają, że popyt zagraniczny powoli się poprawia, a słabszy wzrost importu uznajemy raczej za przejściowy.

Rynki na dziś

Poniedziałkowa sesja za oceanem zakończyła się spadkami głównych indeksów. Nieco słabsze nastroje panowały też w Azji. Dziś w kierunku wyższych poziomów kursu EURUSD będzie oddziaływać oczekiwana poprawa w europejskich danych PMI i niemieckim indeksie ZEW oraz słabe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem za listopad. Kurs EURUSD może rosnąć w najbliższych dniach w kierunku 1,18/1,185. To może z kolei pozytywnie wpływać na złotego i działać w kierunku lekkiego umocnienia do 4,20 za EUR. Na rynku stopy procentowej zakładamy niewielkie zmiany w związku tym, że rynek mniej więcej wycenił nasz scenariusz na stopy NBP. W kierunku nieco niższych stawek rynkowych mogłyby działać dalsze spadki cen ropy po informacji OPEC o cofnięciu cięć produkcji i obaw o nadpodaż, gotębie wypowiedzi członków RPP przy szybszym wyhamowaniu dynamiki płac.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2200	-0.1%
USD/PLN	3.5891	-0.3%
CHF/PLN	4.5152	-0.4%
EUR/USD	1.1759	0.2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.13	3
WIBOR 3M	4.04	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.00	0
5Y	4.63	-3
10Y	5.24	-5

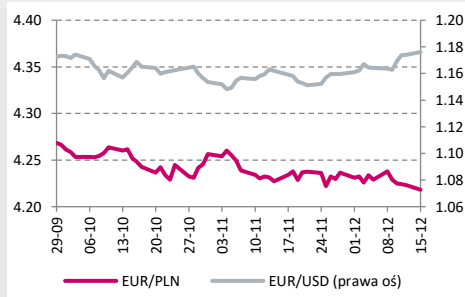
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3.74	0
5Y	3.93	0
10Y	4.33	-1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.84	-3
US 10Y	4.16	-3

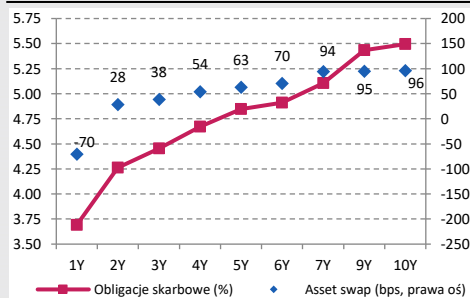
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	115368.7	1.4
DAX	24229.9	0.2
S&P 500	6816.5	-0.2

Źródło: LSEG Datastream
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

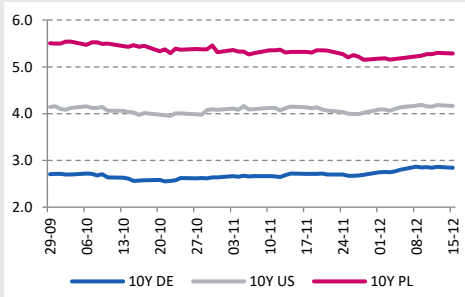
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



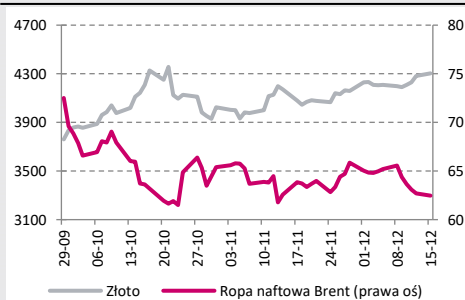
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Krajowe indeksy akcyjne notowały wzrosty. Kolejna sesja z rzędu dla kursu złotego przebiegała przy marginalnej zmienności. Kurs EURPLN obniżył się przejściowo z okolic 4,22 w kierunku 4,215. Umocnieniu złotego sprzyjały niewielkie zyski euro do dolara oraz dane o bilansie obrotów bieżących. Na krajowym rynku stopy procentowej zmiany stawek były ograniczone z przewagą niewielkich wzrostów dla FRA i IRS o 1-3 pb. W podobnej skali rosły rentowności obligacji. Niewielkie zmiany nastąpiły przy niewielkim umocnieniu niemieckiego rynku długu i mimo mało jastrzębich komentarzy H. Wnorowskiego. Członek Rady sugerował, że kolejna obniżka mogłaby nastąpić w okolicach marca, a potem nie wykluczył kilku kolejnych w późniejszym okresie, choć zastrzegł, że nie powinny spaść poniżej 3%. Na rynek nie wpłynęły też istotnie dane o wykonaniu budżetu centralnego za listopad, które pokazały wzrost deficytu budżetowego do 244,9 mld zł z 227 mld z do 84,8% rocznego planu z solidnym wykonaniem w podatkach pośrednich przy stałszych dochodach PIT wynikających z reformy i transferu części przychodów do samorządów zrównoważonej częściowo przez mniejsze wykonanie dotacji dla FUS. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji znalazła się na poziomie ok. 5,30%. Ministerstwo Finansów na przetargu zamiany 17 grudnia sprzeda papiery serii OK0128, NZ0928, WZ0930, PS0131, IZ0831 i DS1035, odkupi: WZ0126, OK0426, DS0726, PS1026 i WZ1126. Wobec euro traciła czeska korona. Prezydent Czech P. Pavel powołał w poniedziałek koalicyjny rząd premiera A. Babisza złożony z przedstawicieli ugrupowań o profilu nacjonalistycznym, eurosceptycznym i populistycznym.

Rynki zagraniczne

Na poniedziałkowej sesji przeważały wzrosty indeksów w Europie i rosły także kontrakty na amerykańskie indeksy. Uczestnicy rynku wyczekują wyników posiedzeń głównych banków centralnych EBC i Banku Anglii oraz zaległych danych z USA. Kurs euro zyskiwał w stosunku do dolara nieznacznie z okolic 1,173 do ok. 1,176. Bez dużego wpływu na kurs EURUSD pozostały dane ze strefy euro. Zgodnie z oczekiwaniami produkcja przemysłowa w strefie euro w październiku wzrosła o 0,8% m/m po wzroście o 0,2% m/m. W kierunku słabszego dolara działały słabszy od prognoz indeks wyprzedzający aktywności NY Empire State. Niemiecki rynek długu lekko się umocnił na otwarciu, a później w trakcie dnia rentowności pozostały stabilne do końca sesji. Na koniec dnia rentowności 10-letnich obligacji wyniosła 2,84%. Rentowności amerykańskich Treasuries początkowo spadały o 2-3 pb, ale później wzrosły nawet przejściowo lekko przekraczając poziomy z otwarcia. Na koniec dnia rentowności 10-letnich obligacji wyniosła 4,17%. W tle przebiegają rozmowy w sprawie pokoju na Ukrainie, ale póki co bez dużego wpływu na rynek. Rzecznik Kremla Pieskow powiedział w poniedziałek, że nieprzystępowanie Ukrainy do NATO jest kluczową kwestią w rozmowach dotyczących porozumienia. Prezydent USA D. Trump powiedział, że miał dobre rozmowy z przywódcami Ukrainy, krajów europejskich i NATO oraz że rozwiązanie pokojowe jest coraz bliżej, choć może wymagać oddania przez Ukrainę Donbasu.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 12 grudnia						
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Listopad	2.3%	2.3%	2.3%	
Poniedziałek 15 grudnia						
03:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Listopad	4.9%	4.8%	5.0%	
03:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Listopad	2.9%	1.3%	2.8%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Listopad	2.8%	2.5%	2.4%	
11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	EZ	Październik	0.2%	0.8%	0.8%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Październik	-725 mln	1924 mln	163 mln	-210 mln
Wtorek 16 grudnia						
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Grudzień	49.6		49.9	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Grudzień	53.6		53.9	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Grudzień	38.5		40.0	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Listopad	3.0%		2.7%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Grudzień	6.50%		6.50%	
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Październik	119 tys.			
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Listopad			35 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Listopad	4.4%		4.4%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Listopad	0.2%			
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Październik	0.2%		0.2%	
14:30 Sprzedaż detaliczna bez środków trans. m/m	USA	Październik	0.3%		0.3%	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Grudzień	52.2		52.2	
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Grudzień	54.1		54.1	
Środa 17 grudnia						
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Grudzień	88.1		88.5	
10:00 Koniunktura konsumencka	Polska	Grudzień				
11:00 Przetarg zamiany obligacji	Polska	Grudzień				
11:00 Wynagrodzenia r/r	EZ	Q3	3.7%			
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Listopad	2.1%		2.2%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r fin.	EZ	Listopad	2.4%		2.4%	

Kalendarium kolejnych dni na następnej stronie

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Czwartek 18 grudnia						
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Listopad	6.6%		6.3%	6.3%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Listopad	-0.8%		-0.9%	-0.8%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Listopad	3.2%		2.9%	3.7%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Listopad	-2.2%		-2.5%	-2.6%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Listopad	4.1%		2.5%	1.4%
13:00 Decyzja BoE ws. stóp procentowych	UK	Grudzień	4.00%		3.75%	
14:15 Decyzja EBC ws. stóp procentowych (stopa depo)	EZ	Grudzień	2.00%		2.00%	2.00%
14:45 Konferencja prezesa EBC Ch. Lagarde	EZ	Grudzień				
14:30 Inflacja CPI r/r	USA	Listopad	3.0%		3.0%	
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r	USA	Listopad	3.0%		3.0%	
14:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Czechy	Grudzień	3.50%		3.50%	
Piątek 19 grudnia						
Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Grudzień	0.50%		0.75%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan fin.	USA	Grudzień	53.3			
16:00 Indeks zaufania konsumentów wst.	EZ	Grudzień	-14.2		-14.0	
Poniedziałek 22 grudnia						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Listopad	5.4%		3.9%	3.9%

Źródło: LSEG Workspace, Millennium Bank S.A., Parkiet.