

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

8 grudnia 2025

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

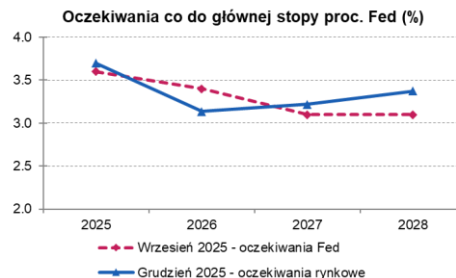
Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

Wykres tygodnia



Źródło: Fed, LSEG Workspace, Bank Millennium

W tym tygodniu w centrum uwagi rynków znajdzie się Fed. Oczekiwania inwestorów wskazują na obniżkę głównej stopy procentowej o 25 pb, do przedziału 3,50-3,75%. Taki ruch wydaje się przesądzony, a szczególną uwagę rynku przyciągną konferencja przewodniczącego Fed oraz nowe prognozy makroekonomiczne. Spodziewamy się raczej jastrzębiego tonu J. Powella oraz zróżnicowanych oczekiwań bankierów centralnych co do kolejnych decyzji. W efekcie perspektywy działań Fed w przyszłym roku będą obciążone podwyższoną niepewnością.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Fed obniży w tym tygodniu stopy procentowe, ale dalsze decyzje wysoce niepewne

Główne wydarzenie tego tygodnia dla rynków finansowych to ostatnie w tym roku posiedzenie Fed, który najprawdopodobniej obniży stopę funduszy federalnych o 25 pb, do przedziału 3,50-3,75%. Rynek wycenia taki ruch na ok. 85%. Byłaby to trzecia obniżka w 2025 r., po decyzjach z września i października. Obniżka oznaczałaby ponadto zrealizowanie się mediana wrześnieowych oczekiwań członków Fed dotyczących poziomu stóp procentowych na koniec bieżącego roku. Ponieważ decyzja wydaje się przesądzona, w centrum uwagi znajdzie się konferencja J. Powella oraz uaktualnione prognozy makroekonomiczne. Będą one obejmować również oczekiwania (wykres dot-plot) dotyczące przedziału dla głównej stopy procentowej Fed na lata 2026-2028. Zapewne grudniowe oczekiwania bankierów centralnych będą bardzo rozbieżne. Przypomnijmy, że jeszcze protokół z października ujawnił wyraźny podział co do grudniowej decyzji. Dodatkowym wyzwaniem dla Fed pozostaje luka w oficjalnych danych po jesiennym shutdownzie, ograniczająca pełny obraz gospodarki. Niemniej, część danych już poznaliśmy i pokazały one, w naszej ocenie, stabilizowanie się rynku pracy ze słabymi przyrostami zatrudnienia oraz presję inflacyjną nie nasilającą się. Niemniej inflacja znacząco przewyższa cel Fed (2,0% r/r). Na podstawie tych danych sądzimy, że wymowa komunikatu oraz retoryka J. Powella nie będą łagodne i nie sprecyzują kolejnych decyzji, które będą zależne od napływających danych i informacji. Tym bardziej, że niepewny jest wpływ na gospodarkę zmian w polityce fiskalnej - ograniczono m.in. wydatki na programy zdrowotne, a dodatkowo wszedł w życie One Big Beautiful Bill Act, który wprowadził cięcia podatkowe. Na dziś rynki finansowe wyceniają grudniowe cięcie o 25 pb i stabilizację do połowy 2026 r. Potem, według rynków, ma dojść do dwóch obniżek, sprowadzających przedział dla głównej stopy procentowej do docelowego w tym cyklu poziomu 3,00-3,25%.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2310	-0.1%
USD/PLN	3.6292	-0.5%
CHF/PLN	4.5116	-0.6%
EUR/USD	1.1665	0.5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	4.14	-16
WIBOR 3M	4.07	-15

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	3.97	3
5Y	4.55	4
10Y	5.18	3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	3.73	5
5Y	3.89	7
10Y	4.28	7

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.82	11
US 10Y	4.14	10




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	110096.3	-1.6
DAX	24059.1	2.0
S&P 500	6870.4	0.3

Źródło: LSEG Data & Analytics




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

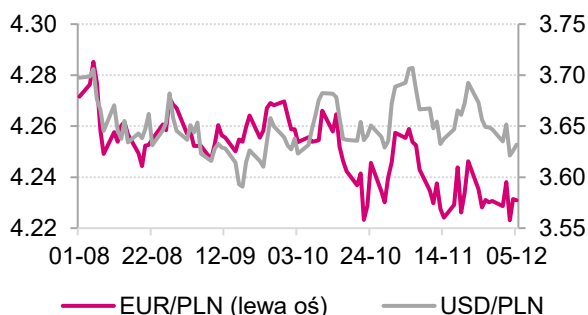
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	W minionym tygodniu kurs EURPLN pozostawał stabilny w wąskim przedziale wahań 4,225-4,245, zgodnie z oczekiwaniami. Początek tygodnia przyniósł lekkie umocnienie złotego, wspierane przez publikację danych PMI oraz informację o wypłacie środków na Fundusz Odbudowy przez Komisję Europejską. W kolejnych dniach złoty poruszał się bez wyraźnego trendu, reagując marginalnie na decyzję RPP o obniżce stóp o 25 pb, która była w dużej mierze zdyskontowana przez rynek. W piątek kurs utrzymywał się w pobliżu 4,23, co potwierdza dominację lokalnych czynników stabilizujących i brak silnych impulsów zewnętrznych. W tym tygodniu kluczowym dla zachowania walut gospodarek wschodzących czynnikiem może być decyzja Fed i obniżka stóp może wpłynąć negatywnie na dolara i pozytywnie na waluty gospodarek wschodzących. Zakładamy, że kurs EURPLN pozostanie w wąskim przedziale wahań 4,22-4,25 z lekką tendencją do umocnienia.
USD/PLN 	Przy spodziewanym lekkim umocnieniu złotego do euro i osłabieniu dolara do euro jest szansa na kontynuację ruchu spadkowego kursu USDPLN w kierunku 3,615 i możliwe jest pokonanie tego poziomu.
EUR/USD 	Na rynku EURUSD obserwowano umiarkowaną zmienność, przy utrzymaniu kursu w przedziale 1,159-1,168. Początek tygodnia przyniósł lekkie umocnienie euro wobec dolara w reakcji na dane PMI ze strefy euro oraz słabszy odczyt ISM dla przemysłu w USA. Euro zyskiwało po publikacji danych z rynku pracy w USA, jednak lepsze od oczekiwań dane o nowych bezrobotnych oraz indeks nastrojów konsumentów Michigan w piątek wsparły dolara, sprowadzając kurs w okolice 1,163. Rynek pozostaje pod wpływem oczekiwań na grudniowe posiedzenie Fed, gdzie prawdopodobieństwo obniżki stóp oceniane jest bardzo wysoko. Obniżka stóp procentowych może negatywnie wpłynąć na dolara, a przynajmniej do czasu decyzji Fed dolar powinien być presją. Kolejny poziom oporu dla kursu EURUSD jest w pobliżu 1,175. Przed decyzją Fed napłyną dane o liczbie wakatów JOLTs, ale kluczowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem poznamy dopiero 16 grudnia. Utrzymanie stóp na zerowym poziomie przez Bank Szwajcarii powinno mieć ograniczony wpływ na rynek.

Rynek obligacji

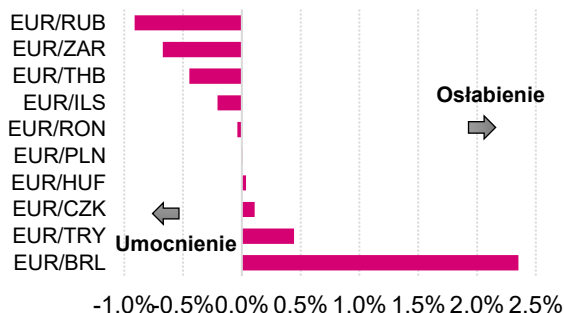
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Po obniżce stóp przez RPP w ostatnim tygodniu i niewielkich zmianach stóp rynkowych miniony tydzień przyniósł lekki wzrost stawek FRA o 2-11 pb, stawek IRS o 6-12 pb przy niewielkiej zmianie rentowności obligacji. Stawki FRA i IRS zareagowały niewielkim spadkiem na decyzję Rady, ale dosyć jastrzębie konferencja NBP przyniosła odreagowanie w górę. Rentowności obligacji były stabilne przez większą część tygodnia przy braku aukcji w pierwszym tygodniu grudnia. Rentowności 10-letnich obligacji wahały się w przedziale 5,16-5,21%, kończąc tydzień na poziomie ok. 5,19%. Aukcja została zaplanowana na ten tydzień co może podtrzymywać spready kredytowe na podwyższonych poziomach. Sądzymy, że krótkoterminowe rentowności mogą kontynuować ruch wzrostowy w przypadku stawek IRS i FRA, z kolejnym poziomem oporu dla swapa 2-letniego w pobliżu 3,75% i 3,85% a dla 10-letniego swapa ok. 4,35%.
10Y DE (%) 	Stawki FRA dla euro wzrosły w ciągu tygodnia o ok. 1-9 pb, a rentowności niemieckich obligacji o ok. 7-13 pb. Rentowności niemieckich 10-letnich Bundów w wzrosły ciągu tygodnia z ok. 2,72% do ok. 2,82%, z przyspieszeniem wzrostów w końcówce tygodnia, szczególnie przy wzroście cen ropy lepszy od oczekiwań indeks Michigan. Ceny ropy rosy do ok. 66\$, czemu sprzyjają napięcia na linii USA-Wenezuela i niepewna sytuacja w sprawie rozejmu na Ukrainie. Wzrosty rentowności obligacji niemieckich mogą po części wynikać z przyjęcia przez niemiecki parlament budżetu na 2026 r. w poprzedzającym tygodniu, który zakłada spore emisji długu. Bieżący tydzień również rozpoczął się od wzrostu rentowności po lepszy od prognoz odczycie niemieckiej produkcji, co potwierdza sygnały z mocniejszego PMI sygnalizując potwierdzenie oczekiwanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Z. kolei I. Schnabel z EBC wspominała, że kolejnym ruchem EBC może być podwyżka. Kolejny istotny poziom oporu dla 10-letnich rentowności znajduje się w pobliżu 3,92%, a wyhamowaniu tendencji wzrostowej może sprzyjać odczyt niemieckiej inflacji wskazujący na stabilizację na poziomie 2,3%.
10Y US (%) 	Na rynku dolarowym krzywa FRA lekko się stromiła z niewielkim spadkiem krótkoterminowych FRA w oczekiwaniu na obniżkę stóp Fed i z wzrostem na dłuższych tenorach. Rentowności amerykańskich obligacji wzrosły o ok. 7-12 pb. Słabsze dane ADP i ISM sprzyjały stabilizacji rentowności, jednak publikacja indeksu nastrojów konsumentów Michigan oraz wzrost cen ropy w piątek wywołały presję na wzrost rentowności do ok. 4,14%. Oczekiwania na obniżkę stóp przez Fed w grudniu pozostają kluczowym czynnikiem dla rynku w tym tygodniu i choć rynek wycenia obniżkę w ok. 85-90%, to widzimy szanse na dalszy lekki spadek stóp rynkowych na krótkim końcu krzywej. Druga część tygodnia może być zdominowana przez wydzwięk stów prezesa J. Powella. Ewentualny mało gołębi ton mógłby być zniwelowany przez kolejne komentarze ze strony administracji amerykańskiej na temat potencjalnego następcy obecnego szefa Fed osobą o bardziej gołębiych poglądach. Ograniczająco na spadek rentowności może działać wzrost inflacji w Chinach po lepszych danych o eksporcie i aktywności, choć na trwałe wzrost inflacji w Chinach prawdopodobnie trzeba będzie poczekać kilka kwartałów.

Wykresy rynkowe

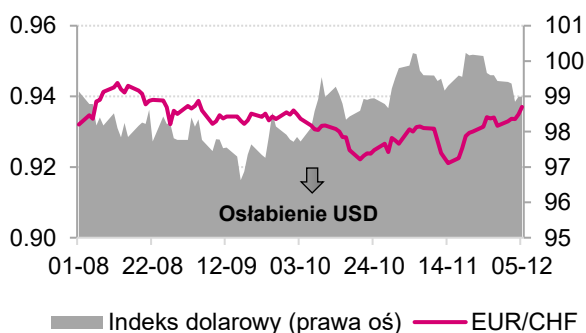
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



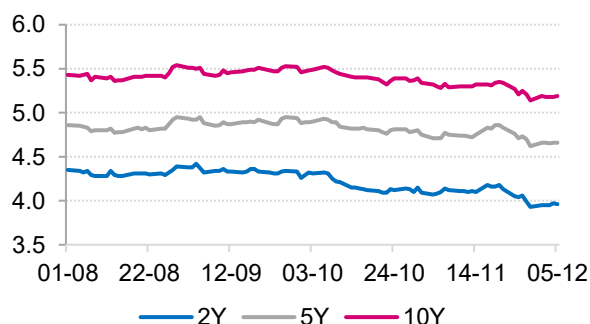
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



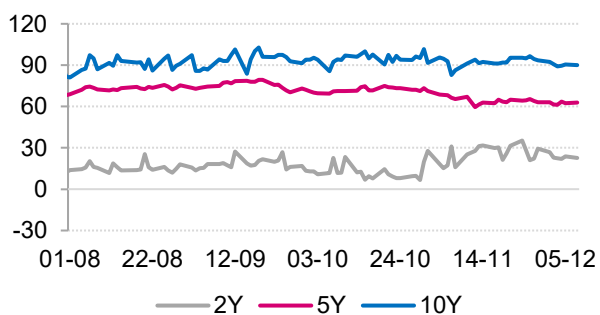
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



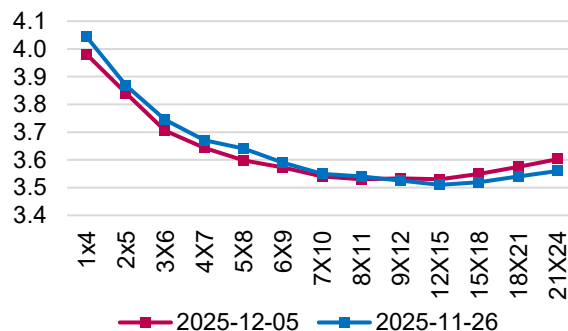
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



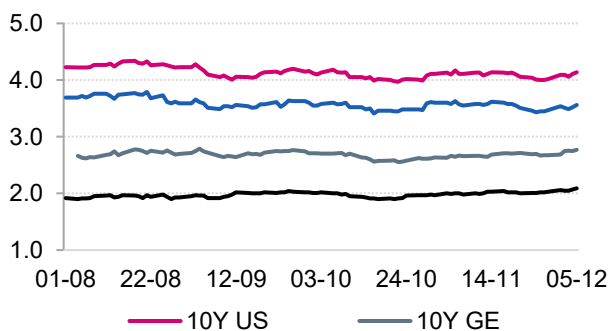
Krajowe stawki asset swap [%]



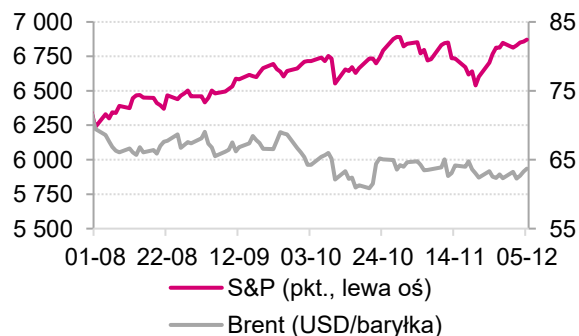
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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
Poniedziałek 8 grudnia					
00:00 Eksport r/r	Chiny	Listopad	-1.1%	3.8%	
00:00 Import r/r	Chiny	Listopad	1.0%	3.0%	
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Październik	1.3%	-0.4%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Grudzień	-7.4	-6.8	
Wtorek 9 grudnia					
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Listopad	4.3%	4.0%	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Wrzesień	7.227 mln	7.199 mln	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Październik			
Środa 10 grudnia					
02:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Listopad	0.2%	0.9%	
02:30 Inflacja PPI r/r	Chiny	Listopad	-2.1%	-2.1%	
20:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Grudzień	3.75-4.00%	3.50-3.75%	3.50-3.75%
20:30 Konferencja prasowa prezesa Fed J.Powella	USA	Grudzień			
Czwartek 11 grudnia					
09:30 Decyzja SNB ws. stóp procentowych	Szwajcaria	Q4	0.00%	0.00%	
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	13 grudnia	191 tys.	224 tys.	
Piątek 12 grudnia					
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Listopad	2.3%	2.3%	
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Listopad	9.8%	9.7%	
08:45 Inflacja CPI r/r fin.	Francja	Listopad	0.9%	0.9%	
Poniedziałek 8 grudnia					
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Grudzień	2.8%	2.4%	2.4%

Dane i prognozy

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	% r/r	0.2	2.9	3.5	3.6	3.2	3.4	3.8	3.8	3.9	3.8	3.6	3.7
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.1	5.1	5.8	5.7	5.3	5.2	5.6	5.8	5.9	5.6	5.5	5.7
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	11.4	3.6	3.7	2.6	4.9	4.1	3.0	2.6	2.6	2.7	2.4	2.5
Stopa referencyjna	%, k.o.	5.75	5.75	4.00	3.50	5.75	5.25	4.75	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
WIBOR 1M	%, k.o.	5.80	5.82	4.06	3.60	5.85	5.35	4.81	4.06	3.81	3.60	3.60	3.60
WIBOR 3M	%, k.o.	5.88	5.84	4.05	3.64	5.84	5.23	4.72	4.05	3.68	3.64	3.64	3.64
WIBOR 6M	%, k.o.	5.82	5.80	3.96	3.70	5.76	5.04	4.58	3.96	3.85	3.70	3.70	3.70
EUR/PLN	k.o.	4.35	4.27	4.25	4.30	4.18	4.24	4.27	4.25	4.30	4.30	4.30	4.30
USD/PLN	k.o.	3.94	4.10	3.63	3.64	3.86	3.62	3.63	3.63	3.64	3.61	3.64	3.68
EUR/USD	k.o.	1.10	1.04	1.17	1.17	1.08	1.17	1.17	1.17	1.18	1.19	1.18	1.17
EURIBOR 3M	%, k.o.	3.91	2.71	2.03	2.03	2.34	1.94	2.03	2.03	2.03	2.03	2.03	2.03
SOFR 3M	%, k.o.	5.36	4.69	3.89	2.80	4.35	4.34	4.35	3.82	3.51	3.30	3.12	3.05

* 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.