

## Tydzień krajowych danych

### W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Wiara w szybkie obniżki stóp Fed lekko osłabła po tym, jak J. Williams (NY Fed, stały członek FOMC) powiedział, że myślenie o obniżkach stóp w marcu jest przedwczesne.** W rezultacie w piątek wzrosty na amerykańskiej giełdzie wytraciły impet, a rentowności obligacji lekko wzrosły. Dolar umacniał się, a kurs EURUSD spadł w okolice 1,09. Zmienność notowań złotego była niewielka. EURPLN zakończył tydzień na poziomie 4,32, USDPLN przy 3,96, nieco powyżej zamknięcia w czwartek. Rentowności krajowych obligacji oraz stawki rynku pieniężnego wyraźnie spadły.
- W przedświątecznym tygodniu, w środę i czwartek, będziemy mieć okazję przetestować tezę o solidnym ożywieniu w polskiej gospodarce w 4q23. Poznamy bowiem większość miesięcznych danych za listopad.** Według naszych prognoz już drugi miesiąc z rzędu, aktywność rosta we wszystkich analizowanych z częstotliwością miesięczną obszarach. Wspierana przez efekt kalendarzowy produkcja przemysłowa wzrosła wg naszego szacunku o 0,9% r/r vs 1,6% r/r w październiku, a produkcja budowlana o 6,6% r/r po wzroście o 9,8% r/r miesiąc wcześniej. Szacujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej spowolniła w listopadzie do 2,0% r/r z 2,8% r/r w październiku, do czego przyczyniły się efekty statystyczne. Drugi z kolei wzrost sprzedaży w ujęciu r/r będzie konsekwencją wyraźnej poprawy w zakresie realnych dochodów, która jest podstawą rozkręcającego się boomu konsumenckiego. **Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło wg naszego szacunku w listopadzie o 11,8% r/r wobec 12,8% r/r miesiąc wcześniej, co przy stabilnej inflacji daje nieco niższy niż w październiku, jednak nadal bardzo solidny wzrost realnego wynagrodzenia. Schłodzenie popytu na pracę znajduje swoje odzwierciedlenie w dalszym spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (-0,1% r/r), jednak nie przekłada się na wzrost bezrobocia, które utrzymało się najpewniej na poziomie 5,0%.**
- W USA na kluczową publikację makro musimy czekać do piątku, kiedy poznamy deflator PCE za listopad.** Konsensus zakłada spadki zarówno miary ogółem (do 2,8% r/r), jak i jej wersji bazowej (do 3,3% r/r), która tradycyjnie jest preferowanym przez Fed wskaźnikiem inflacji. Zgodny z oczekiwaniami wynik byłby najpewniej odebrany jako kolejne potwierdzenie normalizacji

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

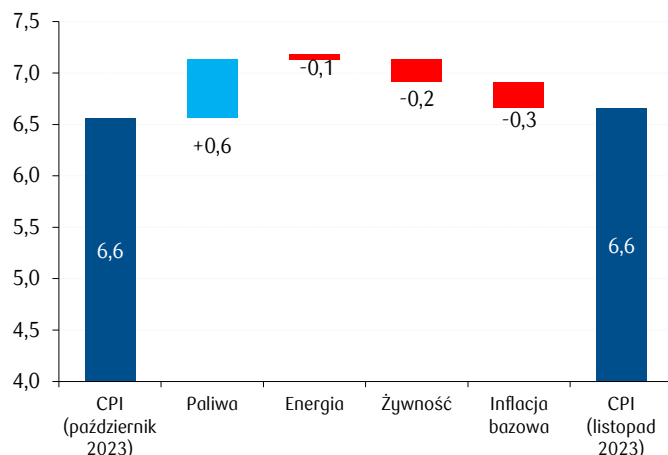
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

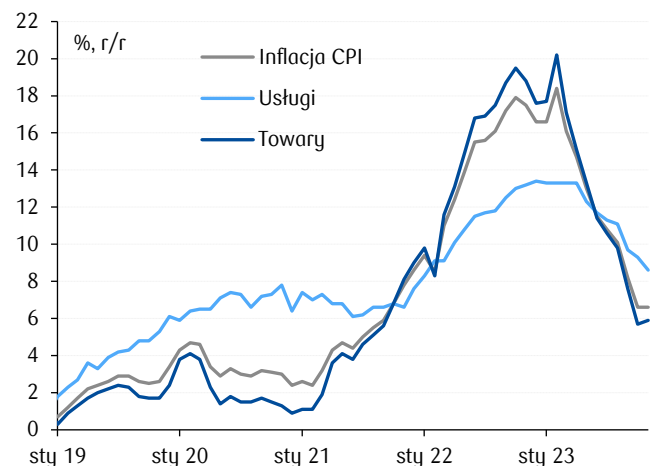
	Wartość 2023-12-15	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,3220	0,1
USDPLN	3,9595	0,8
CHFPLN	4,5677	0,7
GBPLN	5,0416	0,8
EURUSD	1,0916	-0,7
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,96	-4
PL5Y	4,79	-8
PL10Y	5,03	-14
DE10Y	2,01	-11
US10Y	3,92	1
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	77 647,1	0,3
DAX	16 751,4	0,0
S&P500	4 719,2	0,0
Nikkei**	32 759,0	-0,6
Shanghai Comp.**	2 928,6	-0,5
<b>Surowce:</b>		
Złoto	2035,25	-0,2
Ropa Brent	76,55	-0,1

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Struktura zmian inflacji między listopadem i październikiem



### Inflacja w podziale na towary i usługi



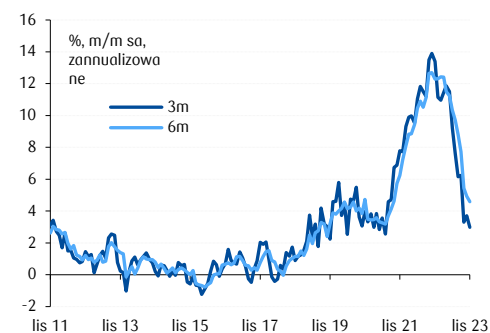
procesów inflacyjnych w USA, które otwiera drogę do obniżek stóp procentowych w 2024. Wśród innych danych z USA warto w tym tygodniu śledzić wskaźniki aktywności na rynku nieruchomości oraz indeksy nastrojów konsumenckich.

- **W strefie euro na uwagę zasługuje dzisiejsza publikacja grudniowego indeksu Ifo z Niemiec**, w przypadku którego oczekiwany jest dalszy, niewielki wzrost. Reakcji rynkowej nie powinien wywołać jutrzejszy, drugi szacunek inflacji HICP dla strefy euro. Pełne dane Eurostatu pozwolą jednak w sposób porównywalny przyjrzeć się spadającej presji inflacyjnej w regionie ESIW.
- **W regionie emocji dostarczą posiedzenia banków centralnych.** Na Węgrzech spodziewamy się kontynuacji zapowiedzianego cyklu obniżek stóp w ruchach po 75pb. Do grona banków centralnych obniżających stopy procentowe w czwartek może dołączyć CNB. Oczekujemy, podobnie jak konsensus, że stopy procentowe w Czechach zostaną wówczas obniżone o 25pb do 6,75%. Za takim ruchem przemawiają korzystne perspektywy inflacyjne (cel może zostać osiągnięty już w 1q24) i nawet sprzeciw prezesa A.Michla wobec takiego ruchu wydaje się słabnąć.

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

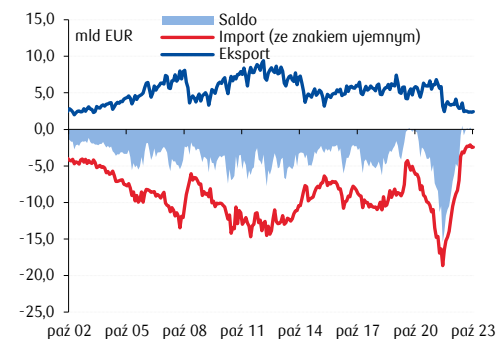
- **POL:** Inflacja CPI w listopadzie wyniosła 6,6% r/r i pozostała na poziomie z października. GUS zrewidował w górę wstępny szacunek, wskazujący na spadek CPI do 6,5% r/r. Źródłem rewizji były ceny żywności i napojów bezalkoholowych, które ostatecznie wzrosły w listopadzie o 7,3% r/r (vs 7,2% wg wstępnych danych). **Szacujemy, że inflacja bazowa wyhamowała do 7,3% r/r z 8,0% r/r w październiku.** Więcej w Makro Flashu: „[Stabilna inflacja z dezinflacją w tle](#)”.
- **GER:** PMI w sektorze przemysłowym w grudniu (wg wstępnego szacunku) **wzrósł niemal zgodnie z oczekiwaniami, do 43,1 pkt. z 42,6 pkt. w listopadzie.** Choć jest to wciąż poziom świadczący o pogarszaniu się koniunktury, to uwagę zwraca już trzecia z rzędu poprawa oczekiwań przedsiębiorstw co do produkcji w nadchodzącym roku. **Rozczarował natomiast PMI w usługach, który obniżył się w grudniu do 48,4 pkt. (z 49,6 pkt.),** wbrew oczekiwaniom na jego powrót do poziomu neutralnego lub nawet na przebicie 50 pkt.
- **EUR:** Indeks PMI w przemyśle strefy euro, wg wstępnych wyliczeń, **utrzymał się w grudniu na poziomie 44,2 pkt.** – minimalnie słabiej od oczekiwań. Cały czas sygnalizuje on pogorszenie koniunktury, ale problemy przetwórców są obecnie mniej dotkliwe niż kilka miesięcy temu. Indeks PMI w sektorze usług strefy euro **wyniósł w grudniu 48,1 pkt., poniżej odczytu 48,7 pkt. w poprzednim miesiącu i poniżej oczekiwań,** odnotowując trzeci najbardziej gwałtowny spadek od czasu lockdownów na początku 2021. Inflacja kosztów wciąż spowalniała, ale wzrost cen sprzedaży (szczególnie usług) przyspieszał, sygnalizując, że ograniczenia popytowe nie są na tyle duże, aby hamować wzrost marż.
- **EUR/EU:** Nadwyżka handlowa strefy euro **zwiększyła się w październiku do 10,9 mld euro (sa) wobec 8,7 mld euro miesiąc wcześniej.** To efekt dużego spadku importu przy ograniczeniu eksportu. W 2023 cała UE mocno zmniejszyła import z Chin, Wielkiej Brytanii i Norwegii (skumulowane spadki od stycznia do października w przedziale 16-26% r/r), dalej kurczył się też import z Rosji (-76% r/r). W tym samym czasie rósł eksport do Turcji (14,5% r/r), Indii (5% r/r), Wielkiej Brytanii i Szwajcarii (po ponad 2% r/r). Zmniejszyła się natomiast wymiana handlowa z USA (import spadł o 3,8% r/r, a eksport o 1% r/r). Spadł też eksport do Chin (o 2% r/r). Skumulowany od początku roku (od stycznia do października) eksport UE był o 0,5% wyższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, a import niższy o 15,7%.
- **USA:** Produkcja przemysłowa w listopadzie **wzrosła o 0,2% m/m, mniej niż wskazywał konsensus (0,3% m/m).** W dół skorygowano też dane za

#### Zannualizowane miary impetu krajowej inflacji bazowej



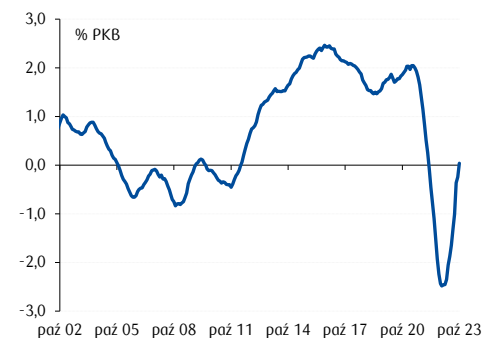
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Handel zagraniczny strefy euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Saldo handlowe strefy euro (suma 12M)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

październik. Wzrost napędzany był oczekiwanym odbiciem w motoryzacji (+7,1% m/m) po zakończeniu strajku, a w pozostałych branżach przetwórstwa produkcja skurczyła się o 0,2% m/m i był to drugi z kolei spadek. Mniejsze od oczekiwań było też wykorzystanie mocy produkcyjnych w amerykańskich fabrykach (wyniosło 78,8% wobec konsensusu 79,1%). Rozczarowały także grudniowe nastroje w przemyśle. Indeks PMI obniżył się do najniższego od 4 miesięcy poziomu (48,2 pkt.) odzwierciedlając spadki zamówień, zakupów i zatrudnienia.

- **POL: MFiPR poinformowało, że złożyło pierwszy wniosek o płatność z KPO na kwotę 6,9 mld EUR** (ponad 31 mld PLN), w tym prawie o 2,8 mld EUR z części dotacyjnej. Wypłata pierwszej transzy (6,3 mld EUR po odliczeniu płatności zaliczkowych), zgodnie z komunikatem KE, nastąpi dopiero po zadowalającym osiągnięciu "super kamieni milowych". Komisja może oceniać wniosek przez ok. 2,5 miesiąca, a płatność powinna nastąpić w kwietniu 2024. Środki zostaną przeznaczone m.in. na ułatwienia prawne dla firm, zwiększenie innowacyjności i cyfryzację przedsiębiorstw, ułatwienia dla studentów kierunków medycznych, efektywniejsze zarządzanie finansowaniem programu Maluch Plus, zwiększenie bezpieczeństwa w ruchu drogowym czy też na wejście w życie ustawy o ekonomii społecznej. Ponadto, jeszcze w grudniu, do Polski wpłynie zaliczka z rewizji KPO o wartości ponad 5 mld EUR.
- **POL: Szef KPRM, M.Grabiec, powiedział, że na wtorek planowane jest przyjęcie nowego projektu budżetu na 2024 przez rząd.**
- **EUR: F.Villeroy de Galhau (EBC, Bank Francji) powiedział, że cykl podwyżek stóp w strefie euro się zakończył, o ile nie pojawią się nowe przesłanki.** Kolejnym posunięciem EBC będzie obniżka stóp procentowych, ale prawdopodobnie nie nastąpi ona szybko.
- **USA: J.Williams (Fed, Nowy Jork) stwierdził, że dyskusja w Fed nie dotyczy teraz obniżek stóp a tego, czy doprowadziliśmy politykę pieniężną do wystarczająco restrykcyjnego poziomu, aby zapewnić powrót inflacji do 2% celu.** Powiedział również, że Fed pozostanie zależny od danych i jeśli trend spadkowy inflacji miałby się odwrócić, jest gotowy ponownie zaostrzyć politykę.
- **POL: URE zatwierdził przyszłoroczne taryfy na sprzedaż i dystrybucję energii elektrycznej oraz gazu.** W przypadku energii taryfa sprzedażowa jest o 31,3% niższa w stosunku do taryfy na 2023, a stawki w taryfie dystrybucyjnej są o 2,9% wyższe. W przypadku gazu taryfy dystrybucyjne rosną średnio o ok. 5% w stosunku do taryf na 2023, a stawki za sprzedaż gazu spadają o ok. 34%. **Pomimo wyraźnego obniżenia taryfowych cen energii i gazu w porównaniu do taryf na 2023, będą one wyższe niż efektywne ceny opłacane przez gospodarstwa domowe, które zostały utrzymane na poziomie z 2022 dzięki zamrożeniu cen nośników energii.** Szacujemy, że w porównaniu do cen opłacanych obecnie przez gospodarstwa domowe (mieszczące się w limitach zużycia) po zastosowaniu nowych taryf łączna opłata za prąd w 2024 wzrosłaby o 41%, a za gaz o 39%. **W piątek wieczorem Prezydent podpisał nowelizację ustawy o wsparciu odbiorców energii, która przedłuża zamrożenie cen energii elektrycznej, gazu i ciepła na pierwszą połowę przyszłego roku.** Wskazany przez nas wzrost cen według obecnie obowiązujących przepisów nastąpiłby więc od lipca. W bazowym scenariuszu inflacyjnym zakładamy, że mrożenie cen zostanie także przedłużone na 2h24. Gdyby tak się nie stało inflacja w 2h24 byłaby o 3,1pp wyższa niż obecnie zakładamy (wyniosłaby średnio 8,2% r/r zamiast 5,1% r/r).

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 15 grudnia</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (gru, wst.)	9:30	pkt.	42,6	43	--	43,1
GER: PMI w usługach (gru, wst.)	9:30	pkt.	49,6	49,9	--	48,4
<b>POL: Inflacja CPI (lis, rew.)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,6</b>
EUR: PMI w przetwórstwie (gru, wst.)	10:00	pkt.	44,2	44,5	--	44,2
EUR: PMI w usługach (gru, wst.)	10:00	pkt.	48,7	49,1	--	48,1
USA: Produkcja przemysłowa (lis)	15:15	% m/m	-0,9	0,3	--	0,2
USA: PMI w przetwórstwie (gru, wst.)	15:45	pkt.	49,4	49,3	--	48,2
<b>Poniedziałek, 18 grudnia</b>						
GER: Indeks Ifo (gru)	10:00	pkt.	87,3	87,7	--	--
<b>POL: Inflacja bazowa (lis)</b>	<b>14:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>	<b>7,3</b>	--
<b>Wtorek, 19 grudnia</b>						
EUR: Inflacja HICP (lis, rew.)	11:00	% r/r	2,9	2,4	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lis, rew.)	11:00	% r/r	4,2	3,6	--	--
HUN: Posiedzenie MNB (gru)	14:00	%	11,50	10,75	10,75	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (lis)	14:30	mln	1,37	1,36	--	--
JP: Posiedzenie BoJ (gru)	--	%	-0,1	-0,1	--	--
<b>Środa, 20 grudnia</b>						
GER: Inflacja PPI (lis)	8:00	% r/r	-11,0	-7,5	--	--
<b>POL: Inflacja PPI (lis)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,0</b>	--
<b>POL: Produkcja przemysłowa (lis)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	--
<b>POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lis)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>12,8</b>	<b>11,2</b>	<b>11,8</b>	--
<b>POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lis)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	--
<b>POL: Koniunktura konsumencka (gru)</b>	<b>10:00</b>	<b>pkt.</b>	<b>-15,1</b>	<b>-14,0</b>	<b>-13,0</b>	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lis)	16:00	mln	3,79	3,77	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (gru)	16:00	pkt.	102,0	103,4	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (gru, wst.)	16:00	pkt.	-16,9	-16,3	--	--
<b>Czwartek, 21 grudnia</b>						
<b>POL: Produkcja budowlano-montażowa (lis)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>9,8</b>	<b>7,3</b>	<b>6,6</b>	--
<b>POL: Sprzedaż detaliczna (lis)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	--
CZ: Posiedzenie banku centralnego (gru)	14:30	%	7,00	6,75	6,75	--
USA: Wzrost PKB (3q)	14:30	%k/k saar	2,1	5,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (gru)	14:30	tys.	202	215	--	--
<b>Piątek, 22 grudnia</b>						
<b>POL: Stopa bezrobocia (lis)</b>	<b>10:00</b>	<b>%</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	--
<b>POL: Podaż pieniądza M3 (lis)</b>	<b>14:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	--
USA: Dochody Amerykanów (lis)	14:30	% m/m	0,2	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (lis)	14:30	% m/m	0,2	0,2	--	--
USA: Deflator PCE (lis)	14:30	% r/r	3,0	2,8	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (lis)	14:30	% r/r	3,5	3,3	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lis, wst.)	14:30	% m/m	-5,4	2,6	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (lis)	16:00	tys.	679	688	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (gru, rew.)	16:00	pkt.	61,3	69,4	--	--

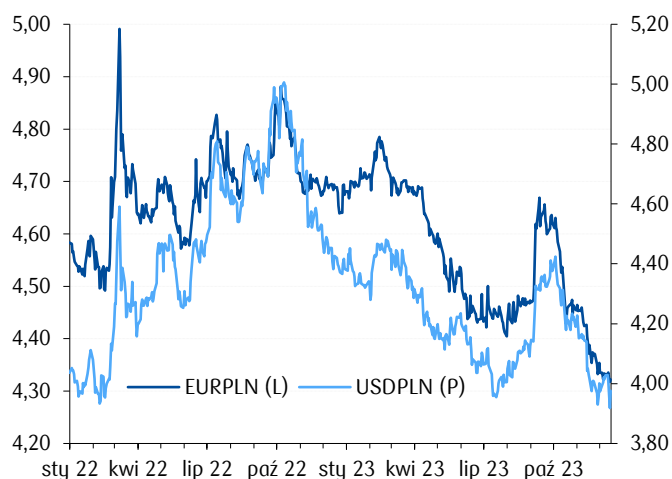
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

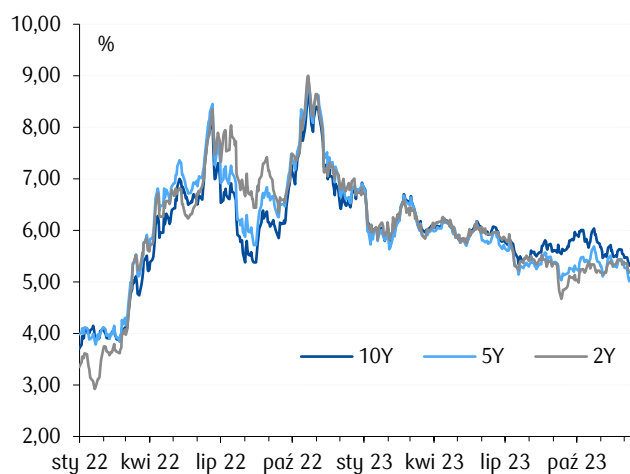
		Wartość 2023-12-15	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,3220	0,1	-0,2	-1,5	-7,8	-2,7
	USDPLN	3,9595	0,8	-1,5	-1,8	-10,3	8,0
	CHFPLN	4,5677	0,7	-0,1	0,5	-3,6	11,0
	GBPPLN	5,0416	0,8	-0,2	0,7	-6,2	3,8
	EURUSD	1,0916	-0,7	1,4	0,3	2,8	-9,8
	EURCHF	0,9462	-0,6	-0,1	-2,0	-4,4	-12,3
	GBPUSD	1,2700	-0,5	1,2	2,1	4,5	-3,9
	USDJPY	141,76	0,0	-1,9	-5,2	3,7	36,4
	EURCZK	24,52	0,5	0,5	0,0	1,1	-7,0
	EURHUF	383,73	1,1	0,8	1,3	-5,5	8,3
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,96	-4	-22	-36	-199	490
	PL5Y	4,79	-8	-24	-51	-198	426
	PL10Y	5,03	-14	-33	-46	-167	369
	DE2Y	2,50	-6	-19	-47	5	327
	DE5Y	2,00	-9	-23	-54	-23	280
	DE10Y	2,01	-11	-26	-58	-15	265
	US2Y	4,45	7	-27	-45	27	433
	US5Y	3,92	2	-33	-54	30	356
	US10Y	3,92	1	-32	-53	43	302
<b>Akcje</b>	WIG	77 647,1	0,3	0,7	4,8	38,6	39,9
	WIG20	2 320,5	0,3	0,6	4,1	33,3	18,9
	S&P500	4 719,2	0,0	2,5	4,5	22,5	28,8
	NASDAQ100	16 623,5	0,5	3,3	5,0	47,8	34,3
	Shanghai Composite**	2 928,6	-0,5	-1,4	-4,1	-7,6	-12,5
	Nikkei**	32 759,0	-0,6	1,4	-2,5	19,0	22,9
	DAX	16 751,4	0,0	0,0	5,2	20,6	27,7
	VIX	14,63	3,3	-2,9	-1,9	-40,7	-42,8
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	76,6	-0,1	0,9	-5,0	-3,2	53,2
	Ropa WTI	71,1	-0,2	0,3	-7,1	-4,2	52,6
	Złoto	2035,3	-0,2	1,5	2,7	13,7	10,3

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

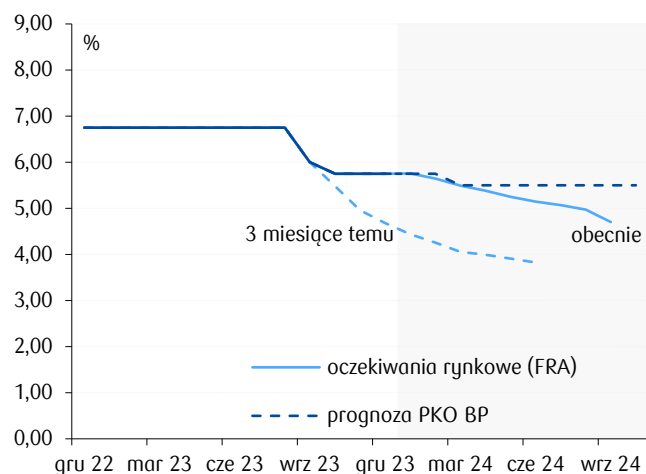
## Notowania złotego wobec głównych walut



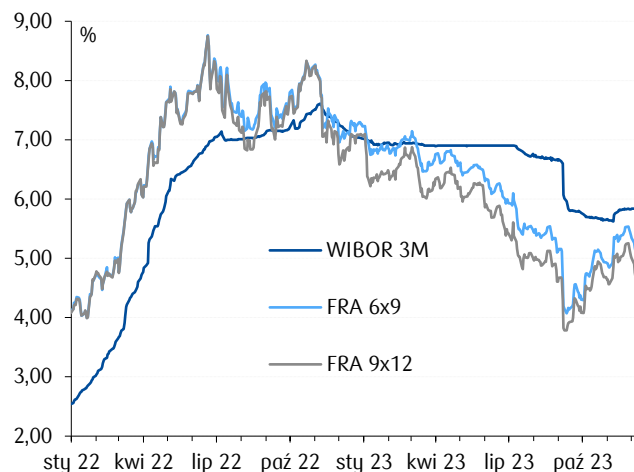
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



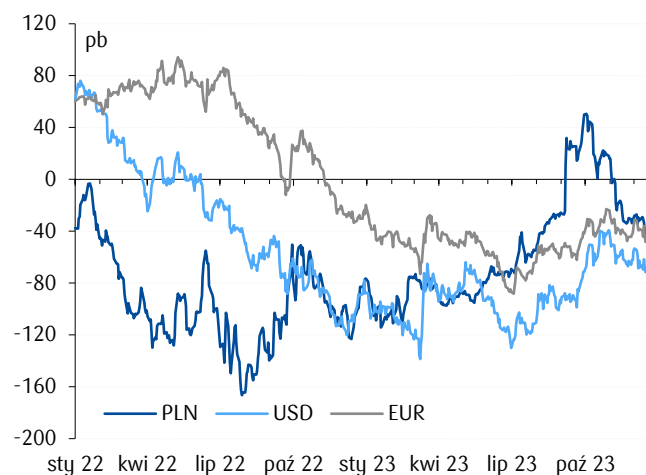
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



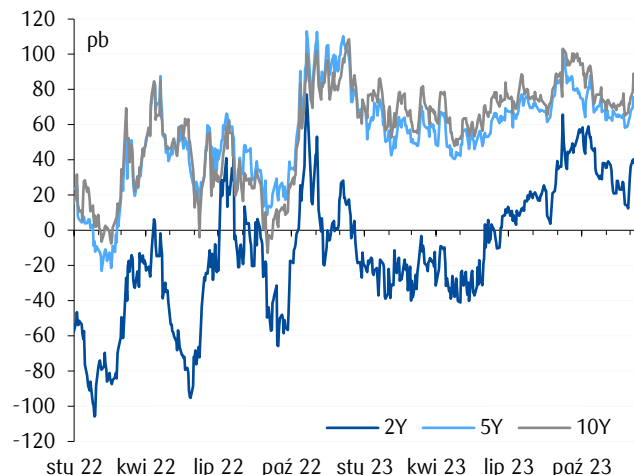
### Krótkoterminowe stopy procentowe



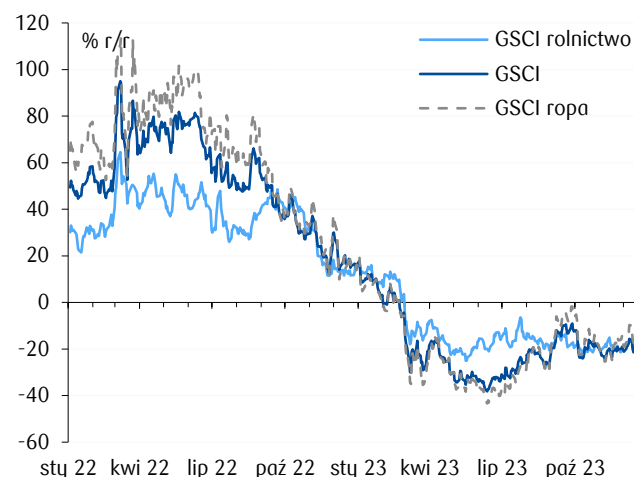
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



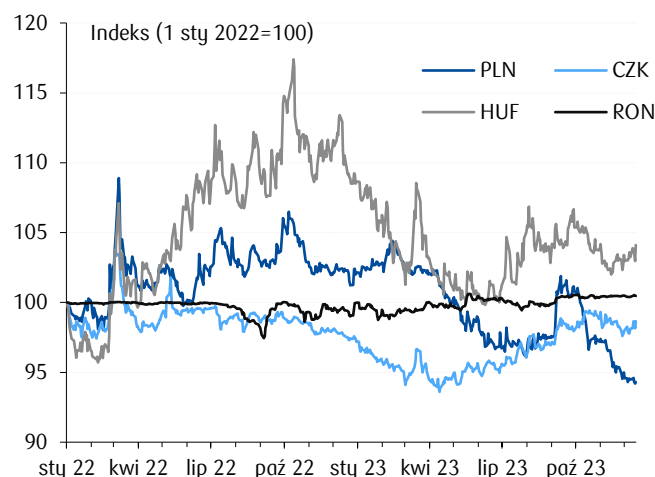
### Spread asset swap dla PLN



### Dynamika globalnych cen surowców w PLN



### Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, \*dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

