

Coraz więcej optymizmu

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Apetyt na ryzyko wczoraj przygasł. Na początku dnia indeksy giełdowe radziły sobie nieźle, ale w trakcie amerykańskiej sesji zaczęły wyraźnie spadać. Rentowności obligacji na rynkach bazowych spadały. EURUSD wahał się w wąskim przedziale. Ceny ropy kontynuowały wzrosty w reakcji na doniesienia o dalszych zaburzeniach tranzytu przez Morze Czerwone. Pozytywna niespodzianka w danych nt. nastrojów amerykańskich konsumentów nie miała istotnego wpływu na rynki. W Polsce nieco gorsze od oczekiwań dane o produkcji i pogłębienie deflacji po stronie producentów wzmocniło oczekiwania na obniżki stóp procentowych NBP. W rezultacie, stawki FRA i IRS oraz rentowności obligacji spadały. Złoty nieznacznie się osłabiał – kurs EURPLN wzrósł do 4,34, a USDPLN do 3,96.
- Kolejna porcja krajowych danych makro przetestuje dziś tezę o **solidnym ożywieniu gospodarczym w 4q23**. Wczoraj listopadowa produkcja przemysłowa zaskoczyła negatywnie, ale zakładamy, że zarówno sprzedaż detaliczna, jak i produkcja budowlana kontynuowała wzrosty. Naszym zdaniem realna sprzedaż detaliczna była w listopadzie o 2,0% wyższa niż przed rokiem, a produkcja budowlana wzrosła o 6,6% r/r.
- **Dziś do grona banków centralnych obniżających stopy procentowe najpewniej dołączy CNB**. Zakładamy, podobnie jak większość ekonomistów, że czeski bank centralny obniży stopy procentowe 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.
- **Dzisiejsze dane z USA nie należą do najbardziej istotnych** – poznamy jedynie kolejny szacunek PKB za 3q23 oraz tygodniowe dane z rynku pracy. W przypadku tych ostatnich oczekiwany jest lekki wzrost liczby wniosków o zasiłek.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Budżet państwa miał po listopadzie 42,6 mld PLN deficytu wobec 36,4 mld PLN po październiku**. W samym listopadzie wydatki budżetu były o 6,2 mld PLN wyższe niż dochody. W ostatnich miesiącach ścieżka deficytu

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

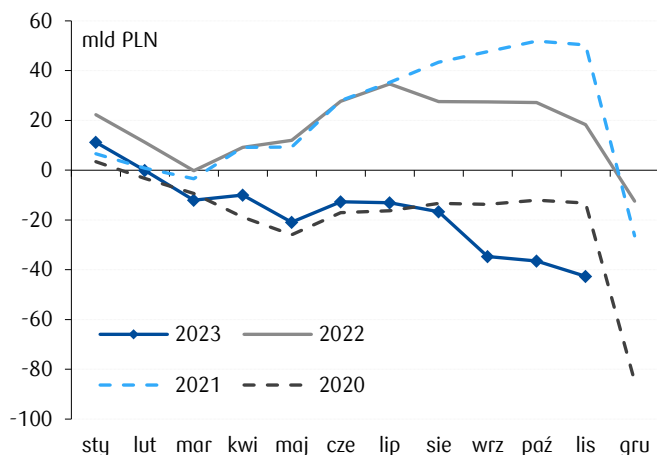
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2023-12-20	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3465	0,3
USDPLN	3,9610	0,4
CHFPLN	4,5996	0,2
GBPPLN	5,0191	0,1
EURUSD	1,0974	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,97	-1
PL5Y	4,83	1
PL10Y	5,05	3
DE10Y	1,98	-4
US10Y	3,86	-6
Indeksy akcyjne:		
WIG	78 555,5	-0,2
DAX	16 733,1	-0,1
S&P500	4 698,4	-1,5
Nikkei**	33 162,1	-1,5
Shanghai Comp.**	2 919,8	0,6
Surowce:		
Złoto	2034,65	-0,4
Ropa Brent	79,70	0,6

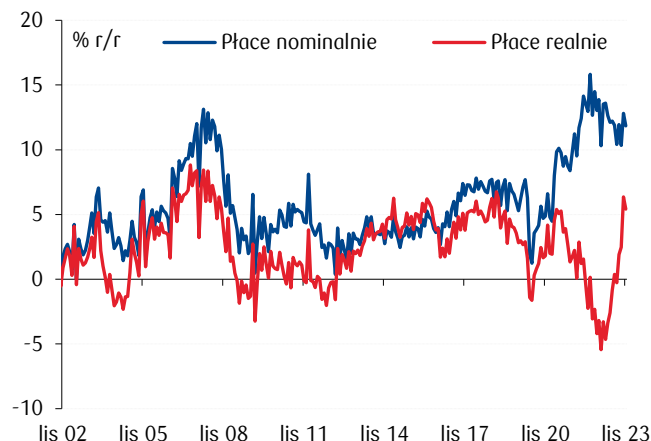
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Wynik budżetu państwa w poszczególnych latach



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

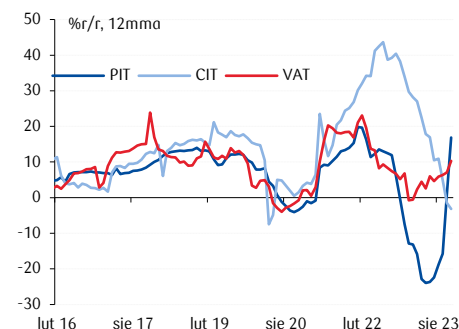
Płace w ujęciu realnym i nominalnym



odchyliła się od tego co widzieliśmy w zeszłym roku, jednak Ministerstwo Finansów podkreśla, że deficyt jest ciągle o ponad połowę mniejszy niż całoroczny plan (92 mld PLN). Finanse publiczne mogą liczyć na pokaźne naturalne oszczędności w dotacji do FUS (konsekwencje silnego rynku pracy) oraz składce do UE. Deficyt najpewniej ponownie wzrośnie w grudniu. W ostatnim miesiącu roku dochodzi zwykle do realizacji dużej części wydatków, zwłaszcza inwestycyjnych oraz ostatecznych rozliczeń zadań. W ujęciu narastającym dochody budżetu rosły o 14,2% r/r, a wydatki o 28,4% r/r. Po stronie dochodowej widzimy jednak sukcesywną poprawę – po listopadzie dochody podatkowe rosły o 9,3% r/r. Wpływy z tytułu VAT rosły już w tempie 10% r/r, z PIT o 24,6% r/r, a ujemną dynamikę notują tylko wpływy z CIT. Postępujące ożywienie gospodarcze, w tym w szczególności oczekiwany przez nas boom konsumpcyjny, będzie miało pozytywny wpływ na stronę dochodową budżetu. Wydatki będą nadal silnie rosły, m.in. w związku z realizacją programu nowego rządu. **Obecnie szacujemy, że deficyt SFP w 2023 wzrośnie do 5,9% PKB, a w 2024 obniży się tylko nieznacznie, do 5,6% PKB.**

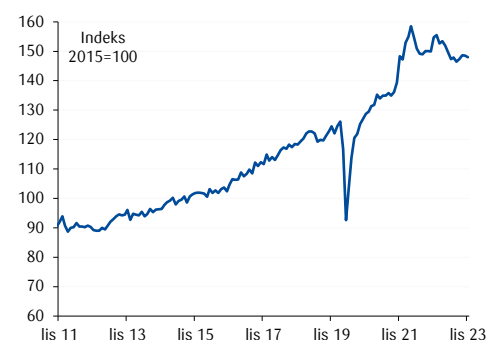
- **POL:** Produkcja przemysłowa w listopadzie spadła o 0,7% r/r wobec wzrostu o 1,9% r/r w październiku, mimo jednego dnia roboczego więcej niż przed rokiem. Słabszy od oczekiwań wynik to efekt 2-procentowego spadku produkcji w przetwórstwie, w tym głównie odzwierciedlenie spadku produkcji w rafinacji ropy naftowej, oraz niższego popytu zagranicznego. Deflacja PPI pogłębiła się do 4,7% r/r, mimo wzrostu cen w branży naftowej o 3,9% m/m (przy spadku w ujęciu rocznym o 23,1% r/r). Więcej na temat listopadowych danych z przemysłu w Makro Flash: [Listopadowa \(chwilowa\) zadyszka](#).
- **POL:** Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie wyniosło 7495,36 PLN i było o 11,8% wyższe niż przed rokiem. Lepszym od oczekiwań danym o płacach towarzyszyły słabsze od naszych i rynkowych założenia wyniki zatrudnienia, które pokazały spadek o 0,2% r/r. Oczekiwane przez nas ożywienie gospodarcze zapowiada, że już wkrótce popyt na pracowników powinien się odbudowywać, a ograniczeniem dla wzrostu zatrudnienia ponownie będą głównie czynniki podażowe. Więcej na ten temat w Makro Flash: [W płacach lato, w zatrudnieniu zima](#).
- **POL:** Wbrew oczekiwaniom w grudniu poprawa nastrojów konsumentów zatrzymała się. Oceny bieżącej sytuacji minimalnie się pogorszyły (-15,2 pkt. wobec -15,1 pkt. w listopadzie), poprawiły się natomiast oczekiwania (-6,4 pkt. wobec -7,4 pkt. miesiąc wcześniej). Chociaż konsumenci z coraz mniejszym pesymizmem patrzą w przyszłość, to do optymizmu sprzed wybuchu pandemii wciąż nieco brakuje. Po stronie oczekiwań najbardziej poprawiły się przewidywania co do ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju. Na przestrzeni ostatnich miesięcy istotnie poprawiły się oczekiwania konsumentów co do ich sytuacji finansowej. Przy poprawie perspektyw rynku pracy sugeruje to solidne odbicie konsumpcji w 2024, chociaż warto zauważyć, że w planach gospodarstw domowych silniej niż „apetyty” zakupowe rosły plany dotyczące oszczędzania, co może wskazywać na potencjał do odbudowy oszczędności.
- **POL:** Ceny skupu podstawowych produktów rolnych w listopadzie 2023 wzrosły o 0,4% m/m, ale ich roczna dynamika obniżyła się do -18,6% wobec -17,7% r/r w październiku. Wskazuje to na utrzymywanie się potencjału do spadku dynamiki cen żywności w ramach CPI i wskaźnika inflacji CPI ogółem.
- **USA:** Optymizm amerykańskich konsumentów wystrzelił w grudniu w górę, a mierzący go indeks Conference Board wzrósł do 110,7 pkt. ze 101 pkt. miesiąc wcześniej i był znacznie wyższy od oczekiwań. Grudniowy raport pokazał szeroko zakrojony wzrost optymizmu, który obejmuje perspektywy znalezienia pracy, inflację oraz przyszłe dochody i sytuację w gospodarce. W rezultacie, wzrasta skłonność do większych wydatków, takich jak wyjazd

Dynamika wpływów podatkowych



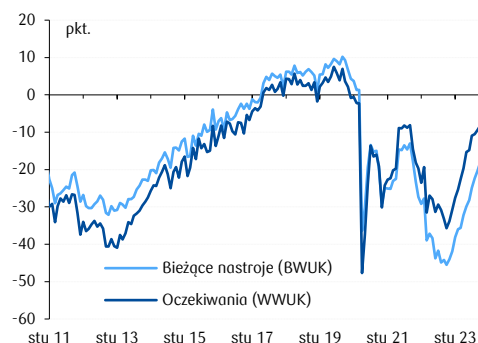
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Poziom produkcji przemysłowej (odsez.)



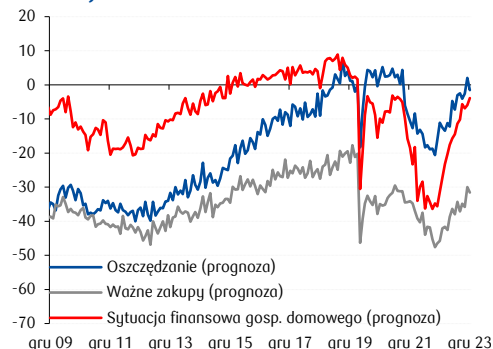
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Nastroje konsumentów

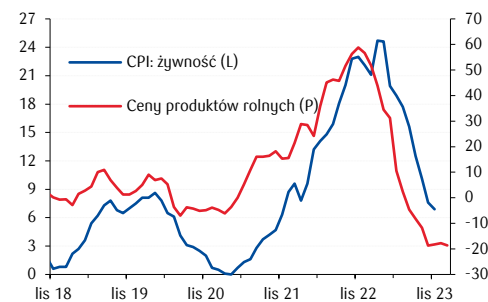


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

na wakacje, kupno samochodu lub wyposażenia domu. Wskazuje to na pozytywne perspektywy dla konsumpcji w 2024.

- EUR: Ministrowie finansów UE porozumeli się w sprawie reguł fiskalnych w zakresie redukcji zadłużenia.** W mocy pozostają dwa najważniejsze benchmarki zawarte w Traktatach europejskich tj. limit długu w wysokości 60% PKB oraz deficytu na poziomie 3% PKB. **Zrezygnowano natomiast z wymogu redukcji długu w tempie 5% rocznie (liczonych od kwoty zadłużenia powyżej 60% PKB), a ocena tego, czy redukcja długu postępuje zgodnie z (4-letnim) planem fiskalnym będzie opierać się przede wszystkim o benchmark w postaci rocznego limitu wydatków.** Jednocześnie gospodarki UE z zadłużeniem przekraczającym 90% PKB będą zobowiązane do redukcji zadłużenia w tempie 1 pp rocznie, a te o zadłużeniu w przedziale 60-90% PKB w tempie 0,5 pp rocznie. Horyzont czasowy dla planu fiskalnego będzie mógł zostać wydłużony z 4 do 7 lat, jeśli prowadzone będą reformy i inwestycje wspierające wzrost (w tym te związane z transformacją energetyczną). Rozwiązanie ma dać więcej elastyczności w konstruowaniu planów redukcji zadłużenia. Dodatkowo nowe porozumienie wymaga, aby w gospodarkach z długiem >60% PKB, gdzie saldo fiskalne waha się pomiędzy -1,5 a -3% PKB, deficyt był obniżany w tempie 0,4% PKB rocznie. Natomiast te kraje, których deficyt przekroczy 3% będą automatycznie podlegały procedurze nadmiernego deficytu. **Zanim pakiet będzie stanowił obowiązujące prawo musi zostać uzgodniony z Parlamentem Europejskim. Porozumienie nie będzie miało wpływu na budżety na 2024, które zostały uzgodnione na podstawie reguł obowiązujących w 2023. W powyższym kształcie nie będzie również bezpośrednio dotyczyć Polski, gdzie dług publiczny nie przekracza 50% PKB.**
- USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym w listopadzie wzrosła o 0,8% m/m** do 3,82 mln w ujęciu rocznym wobec oczekiwanego niewielkiego spadku. W październiku sprzedaż obniżyła się o 4,1% m/m. Osobna publikacja Mortgage Bankers Association pokazała, że w tygodniu zakończonym 15 grudnia oprocentowanie kredytów hipotecznych spadało już piąty tydzień z rzędu i było najniższe od czerwca. Spadek oprocentowania kredytów, który jest konsekwencją niższych stóp rynkowych, ma pozytywny wpływ na popyt na mieszkania.
- EUR: Koniunktura konsumencka w strefie euro w grudniu poprawiła się,** wskaźnik publikowany przez Komisję Europejską wzrósł o 1,8 pkt do -15,1 pkt. Oceny koniunktury nadal utrzymują się wyraźnie poniżej wieloletniej średniej, choć wynik za grudzień był najlepszy od 5 miesięcy. Poprawę odnotowano również dla całej UE, jednak w nieco mniejszej skali, 1,5 pkt. Poprawa sentymentu odzwierciedla przede wszystkim spadek inflacji i wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych. Sprzedaż detaliczna jest nadal na minusie, a niedawny wynik indeksu Ifo dla największej gospodarki strefy euro pokazał m.in., że popyt konsumpcyjny pozostaje przytłumiony jeśli wziąć pod uwagę okres okołoswiąteczny.
- GER: Deflacja PPI w listopadzie zmniejszyła się do 7,9% r/r (kons. 7,5% r/r) z 11,0% r/r w październiku.** Deflacja jest głównie wynikiem zmian cen energii (-21,4% r/r) wynikających m.in. z wygasania szoku energetycznego oraz statystycznego efektu wysokiej bazy. Inflacja bazowa PPI (bez cen w energetyce) wyniosła w listopadzie 0,3% r/r vs 0,2% r/r w październiku.
- UK: Inflacja CPI w listopadzie spadła do 3,9% r/r z 4,6% r/r w październiku, silniej od oczekiwań (4,2% r/r).** Istotniejsza z punktu widzenia statystyki publicznej inflacja CPIH (CPI uwzględniająca koszty właścicieli mieszkań) również spadła, do 4,2% r/r z 4,7% r/r w październiku. Największy wpływ na spadek obu wskaźników miały transport, rekreacja i kultura oraz żywność i napoje bezalkoholowe. Inflacja bazowa CPI też się obniżyła, do 5,1% r/r z 5,7% r/r, podobnie jak inflacja usługowa CPI (do 6,3% r/r z 6,6% r/r).

Ceny produktów rolnych vs ceny żywności w CPI



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

- **POL:** Agencja ratingowa S&P Global Ratings planuje w 2024 dwa przeglądy ratingu Polski: 10 maja i 8 listopada. Agencja Fitch podała wcześniej, że planuje w przyszłym roku przeglądy oceny kredytowej Polski w tych samych terminach.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 15 grudnia						
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
POL: Inflacja CPI (lis, rew.)	10:00	% r/r	6,5	6,5	6,5	6,6
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
Poniedziałek, 18 grudnia						
GER: Indeks Ifo (gru)	10:00	pkt.	87,2	87,7	--	86,4
POL: Inflacja bazowa (lis)	14:00	% r/r	8,0	7,6	7,3	7,3
Wtorek, 19 grudnia						
JP: Posiedzenie BoJ (gru)	--	%	-0,1	-0,1	--	-0,1
EUR: Inflacja HICP (lis, rew.)	11:00	% r/r	2,9	2,4	--	2,4
EUR: Inflacja bazowa (lis, rew.)	11:00	% r/r	4,2	3,6	--	3,6
HUN: Posiedzenie MNB (gru)	14:00	%	11,50	10,75	10,75	10,75
USA: Rozpoczęcie budowy domów (lis)	14:30	mln	1,36	1,36	--	1,56
Środa, 20 grudnia						
GER: Inflacja PPI (lis)	8:00	% r/r	-11,0	-7,5	--	-7,9
POL: Inflacja PPI (lis)	10:00	% r/r	-4,1	-3,9	-4,0	-4,7
POL: Produkcja przemysłowa (lis)	10:00	% r/r	1,6	0,8	0,9	-0,7
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lis)	10:00	% r/r	12,8	11,2	11,8	11,8
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lis)	10:00	% r/r	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
POL: Koniunktura konsumencka (gru)	10:00	pkt.	-15,1	-14,0	-13,0	-15,2
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lis)	16:00	mln	3,79	3,77	--	3,82
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (gru)	16:00	pkt.	101,0	103,4	--	110,7
EUR: Koniunktura konsumencka (gru, wst.)	16:00	pkt.	-16,9	-16,3	--	-15,1
Czwartek, 21 grudnia						
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lis)	10:00	% r/r	9,8	7,3	6,6	--
POL: Sprzedaż detaliczna (lis)	10:00	% r/r	2,8	1,8	2,0	--
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	--	--
Piątek, 22 grudnia						
POL: Stopa bezrobocia (lis)	10:00	%	5,0	5,0	5,0	--
POL: Podaż pieniądza M3 (lis)	14:00	% r/r	8,2	8,2	8,5	--
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	--	--

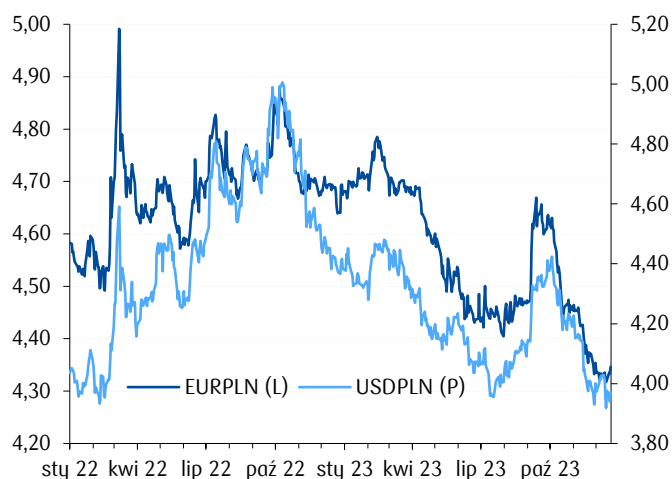
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

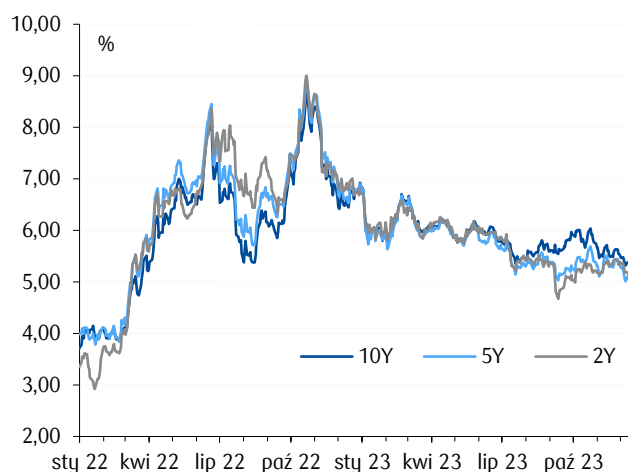
		Wartość 2023-12-20	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3465	0,3	0,6	-0,5	-6,6	-2,0
	USDPLN	3,9610	0,4	-1,1	-1,5	-9,7	9,3
	CHFPLN	4,5996	0,2	0,6	1,4	-2,8	12,3
	GBPPLN	5,0191	0,1	0,6	0,2	-5,5	2,1
	EURUSD	1,0974	-0,1	1,7	1,0	3,4	-10,4
	EURCHF	0,9450	0,0	-0,1	-1,8	-3,9	-12,7
	GBPUSD	1,2668	-0,6	1,1	1,7	4,6	-6,8
	USDJPY	143,70	-0,1	-1,0	-4,0	8,9	39,5
	EURCZK	24,51	-0,1	0,0	0,3	1,4	-6,2
	EURHUF	384,40	0,0	0,8	0,8	-4,3	8,3
Obligacje	PL2Y	4,97	-1	-13	-45	-171	493
	PL5Y	4,83	1	-21	-51	-186	435
	PL10Y	5,05	3	-30	-54	-156	380
	DE2Y	2,48	-4	-18	-54	-4	320
	DE5Y	1,96	-5	-20	-58	-38	270
	DE10Y	1,98	-4	-19	-59	-32	256
	US2Y	4,37	-7	-8	-54	15	424
	US5Y	3,86	-7	-12	-58	8	348
	US10Y	3,86	-6	-17	-56	17	293
Akcje	WIG	78 555,5	-0,2	2,1	5,1	37,1	39,8
	WIG20	2 346,5	-0,3	2,1	4,7	31,4	18,8
	S&P500	4 698,4	-1,5	-0,2	3,1	21,1	26,2
	NASDAQ100	16 554,2	-1,5	0,0	3,5	47,3	29,8
	Shanghai Composite**	2 919,5	0,6	-1,7	-4,1	-4,9	-14,3
	Nikkei**	33 154,6	-1,5	0,7	-0,9	25,6	23,7
	DAX	16 733,1	-0,1	-0,2	4,9	18,7	22,4
	VIX	15,81	6,2	11,2	8,5	-31,3	-33,7
Surowce	Ropa Brent	79,7	0,6	7,3	-2,8	-3,0	54,8
	Ropa WTI	73,9	0,9	6,9	-3,8	-5,8	52,8
	Złoto	2034,7	-0,4	2,7	2,0	12,0	7,8

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

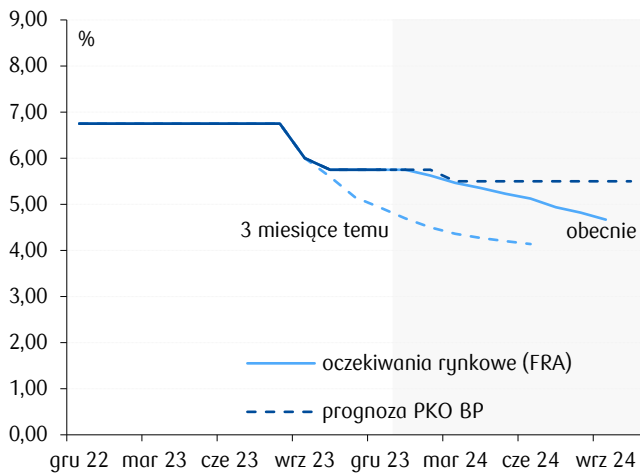
Notowania złotego wobec głównych walut



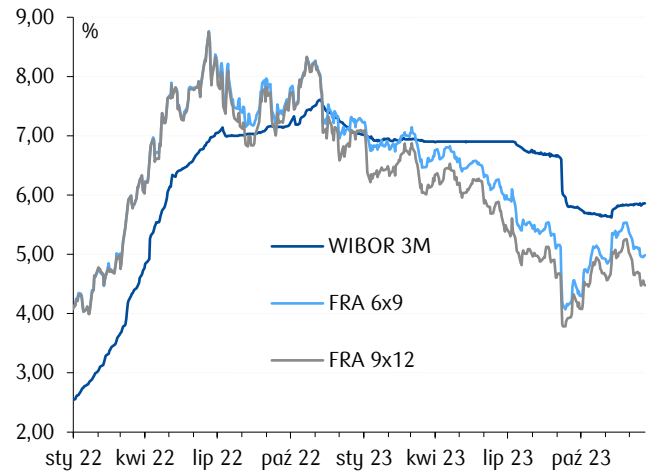
Rentowności polskich obligacji skarbowych



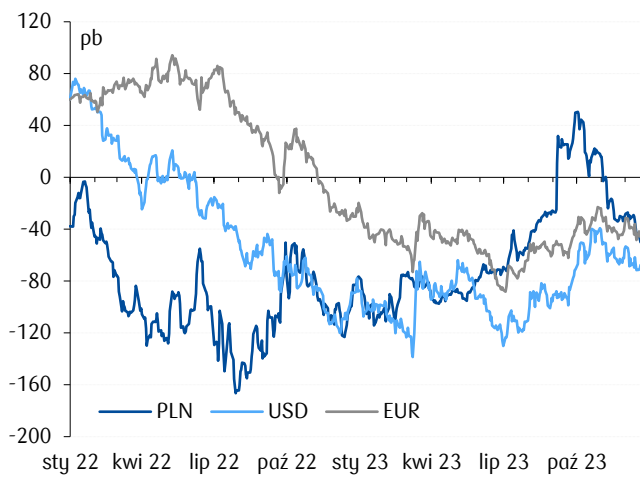
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



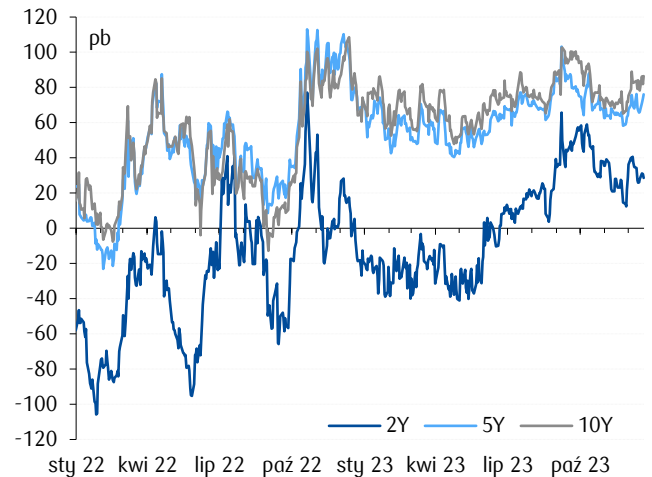
Krótkoterminowe stopy procentowe



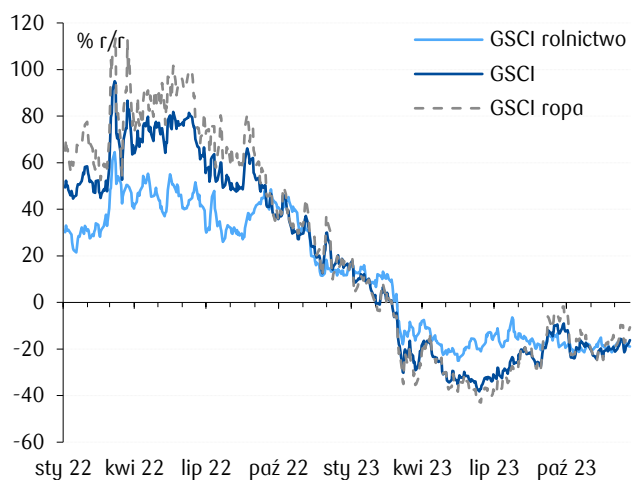
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



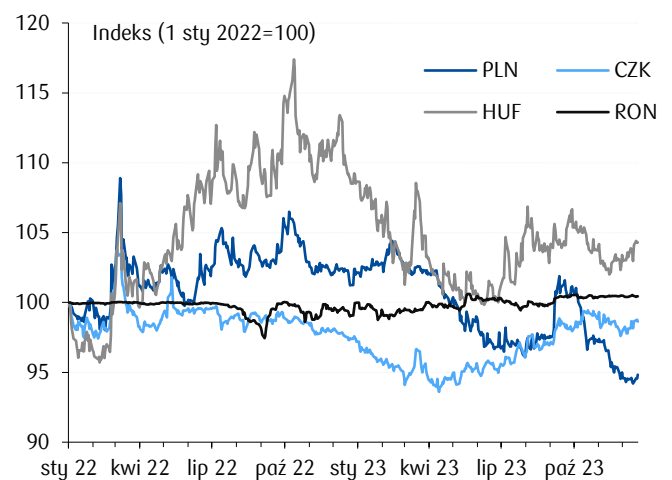
Spread asset swap dla PLN



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.

