Dziennik Ekonomiczny

Analizy Makroekonomiczne

21 lutego 2024

Bank Polski | Centrum Analiz

Płace rosną, a co z wydajnością?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- W obliczu braku istotnych publikacji rynki finansowe znajdowały się wczoraj w stanie wyczekiwania – z jednej strony na zaplanowane na dzisiaj wyniki Nvidii, która jest jednym z beneficjentów boomu na AI, z drugiej na wskazówki dotyczące ścieżki stóp procentowych w USA. Nieoczekiwane argumenty sugerujące ostrożność Fed pojawiły się we wczorajszych wynikach Walmart – amerykański gigant handlowy zauważył, że ceny niektórych sprzedawanych przez nich produktów nie spadały tak szybko jak oczekiwano, wskazując na pewną lepkość inflacji w USA. Giełdy w Europie i USA wczoraj lekko traciły. Obniżyły się też rentowności obligacji na rynkach bazowych, a kurs EURUSD wzrósł powyżej 1,08. Złoty lekko umocnił się wobec głównych walut – EURPLN spadł poniżej 4,32 a USDPLN pokonał próg 4,00. Rentowności krajowych obligacji i stawki rynku pieniężnego lekko spadły.
- Na kluczowe wydarzenie dnia będziemy musieli czekać do wieczora. **O 20.00 polskiego czasu zostaną opublikowane *minutes* z ostatniego posiedzenia FOMC,** na którym pozostawiono stopy na poziomie 5,25-5,50%. Po posiedzeniu J.Powell powiedział, że stopy najprawdopodobniej osiągnęły swój szczyt, a ich obniżki w tym roku są prawdopodobne, o ile inflacja będzie się kształtowała zgodnie z obecnymi oczekiwaniami. Dodatkowo sprecyzował, że obniżki w marcu nie są scenariuszem bazowym. Opublikowane w lutym dane inflacyjne jeszcze bardziej ograniczyły wiarę rynków w szybkie cięcie stóp w USA, zaczęły się nawet pojawiać spekulacje, że kolejnym ruchem mogłaby być podwyżka.
- **W kraju poznamy styczniowe dane z sektora budowlanego oraz koniunkturę konsumencką za luty.** Produkcja budowlano-montażowa kontynuowała naszym zdaniem solidne wzrosty (PKO: +8,8% r/r), wspierana dodatkowo przez efekt kalendarza. Nastroje konsumentów najpewniej poprawiały się w lutym, do czego przyczynia się spadek inflacji oraz solidny wzrost wynagrodzeń, w tym podwyżka płacy minimalnej.
- Nastroje konsumentów najpewniej poprawiły się też w lutym w strefie euro, jednak pozostały na relatywnie niskim poziomie.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

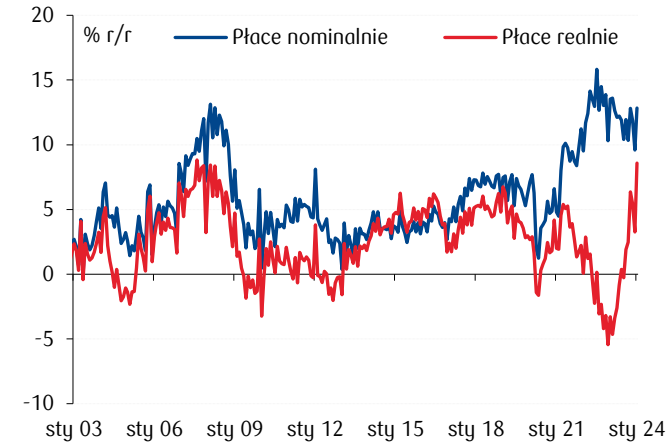
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

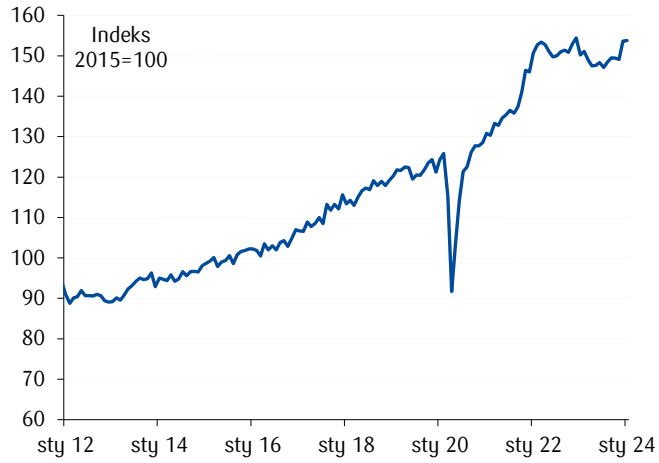
	Wartość 2024-02-20	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3168	-0,2
USDPLN	3,9884	-0,8
CHFPLN	4,5320	-0,5
GBPPLN	5,0401	-0,3
EURUSD	1,0824	0,5
Obligacje:		
PL2Y	4,99	-5
PL5Y	5,22	-9
PL10Y	5,43	-9
DE10Y	2,37	-4
US10Y	4,27	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	81 780,5	1,2
DAX	17 068,4	-0,1
S&P500	4 975,5	-0,6
Nikkei**	38 432,9	0,2
Shanghai Comp.**	2 916,1	-0,2
Surowce:		
Złoto	2026,66	0,6
Ropa Brent	82,34	-1,5

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.

Płace w Polsce w ujęciu realnym i nominalnym



Poziom krajowej produkcji przemysłowej (odsez.)

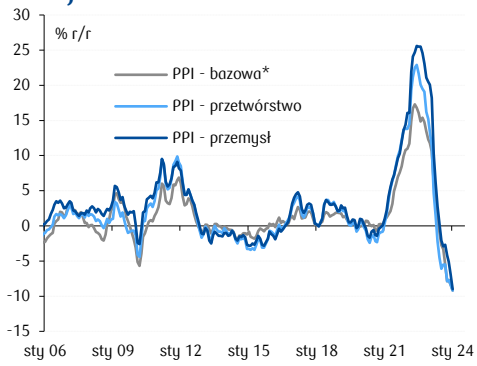


Źródło: GUS, PKO Bank Polski

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

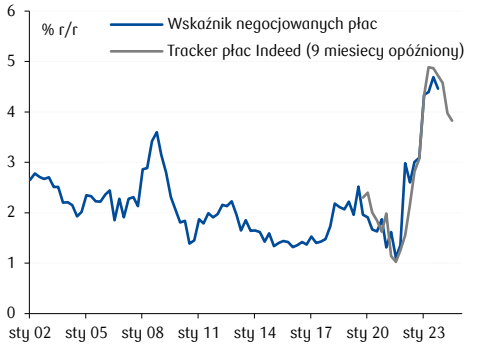
- **POL: Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w styczniu wzrosło o 12,8% r/r (vs 9,6% r/r w grudniu 2023),** silniej od oczekiwań. W ujęciu realnym płace wzrosły o ponad 8% r/r, w tempie nienotowanym od 2007, co wspiera nasze oczekiwania na silne ożywienie konsumpcji w 2024. **Solidny wzrost płac w styczniu był napędzany przede wszystkim wzrostem płacy minimalnej o 21,5% r/r** (do 4242 PLN), którym, wg szacunków, zostało objętych blisko 3,6 mln pracowników. Najwyższe wzrosty odnotowano w branżach charakteryzujących się niższym przeciętnym wynagrodzeniem. **Przeciętne zatrudnienie w styczniu spadło z kolei o 0,2% r/r.** Styczniowy wynik uwzględnia aktualizację przez GUS próby firm zatrudniających powyżej 9 pracowników i pokazuje nieco wsteczną perspektywę. Więcej na ten temat w Makro Flash: Płaca minimalna ma moc.
- **POL: Produkcja przemysłowa w styczniu wzrosła o 1,6% r/r wobec spadku o 3,5% r/r w grudniu.** Skala poprawy była słabsza od oczekiwań, głównie ze względu na wyhamowanie wcześniejszych wzrostów produkcji w zmiennej energetyce. W styczniu wynikom produkcji sprzyjał korzystny układ kalendarza. W ujęciu odsezonowanym poziom produkcji marginalnie spadł, o 0,2% m/m, po wzroście o ok. 3% m/m w grudniu. Więcej na ten temat w Makro Flash: Dane z przemysłu nie aż tak złe jakby się wydawało.
- **POL: Deflacja PPI w styczniu była głębsza od oczekiwań (kons.: -8,2% r/r, PKOe: -8,4% r/r).** Ceny produkcji spadły o 9,0% r/r po spadku o 6,9% r/r w grudniu. Poziom cen w przemyśle w ciągu ostatnich 12 miesięcy obniżał się 11 razy, a w przetwórstwie 9 razy. To skutek wygaszania przeszłych szoków, wciąż słabej koniunktury oraz redukcji zapasów zgromadzonych podczas okresu zaburzeń dostaw i szczytu inflacji. Oczekujemy, że deflacja PPI zakończy się jesienią, m.in. dzięki poprawie koniunktury.
- **EUR: Wzrost wskaźnika płac negocjowanych w strefie euro wyhamował w 4q23 do 4,5% r/r z 4,7% r/r w 3q23 co może zwiastować osłabienie presji płacowej.** Normalizacja dynamiki wynagrodzeń to jedyny element gospodarczej układanki, na który czeka EBC, zanim zacznie obniżać stopy procentowe. Pomimo spadku, dynamika płac jest jednak wciąż relatywnie wysoka i niekoniecznie spójna z celem EBC. Warto przy tym pamiętać, że strefa euro, w odróżnieniu od USA, nie doświadcza wzrostu wydajności pracy, który łagodzi inflacyjne skutki rosnących wynagrodzeń (por. wykres na marginesie). Niedawno zwracała na to uwagę cechująca się jastrzębim nastawieniem I.Schnabel z Zarządu EBC.
- **POL: I.Dąbrowski (RPP)** zwrócił uwagę na platformie X na silny wzrost realnych wynagrodzeń w styczniu (o 8,6% r/r) i ocenił, że może się on przełożyć na osłabienie dezinflacji, gdyż znacznie przewyższa wzrost wydajności pracy. To nie pierwszy komentarz I.Dąbrowskiego, wskazujący na ryzyko proinflacyjne płynące z rynku pracy.
- **POL:** V.Jourova, wiceszefowa Komisji Europejskiej poinformowała, że plan odbudowy praworządności przedstawiony przez ministra sprawiedliwości A.Bodnara na posiedzeniu Rady ds. Ogólnych spotkał się z pozytywną reakcją państw członkowskich. Podkreśliła, że przedstawiona propozycja jest realistyczna.
- **POL:** Prace nad projektem ustawy o tzw. wakacjach kredytowych nadal trwają – wynika z informacji przekazanych PAP przez Centrum Informacyjne Rządu. Zgodnie z porządkiem obrad Rady Ministrów, rząd zajmował się we wtorek projektem nowelizacji ustawy o wsparciu kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyt mieszkaniowy i znajdują się w trudnej sytuacji finansowej oraz ustawy o finasowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom.

Inflacja PPI i bazowa PPI*



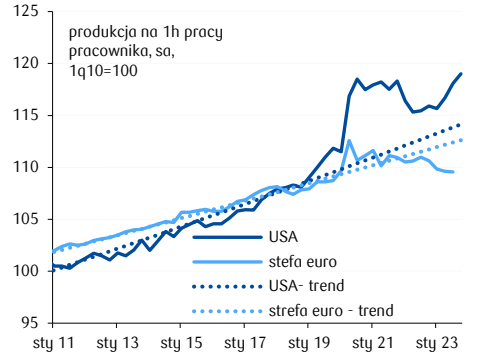
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.*przetwórstwo z wyłączeniem rafinacji ropy i produkcji koksu.

Negocjowane płace w strefie euro



Źródło: ECB, Macrobond, PKO Bank Polski.

Wydajność pracy



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **POL:** Rada Ministrów przyjęła we wtorek rozporządzenie w sprawie **utworzenia Ministerstwa Przemysłu**. Nowy resort, który zostanie powołany 1 marca 2024, powstanie z wyłączenia z Ministerstwa Aktywów Państwowych komórek organizacyjnych, które zajmują się górnictwem.

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 16 lutego						
USA: Rozpoczęte budowy domów (sty.)	14:30	mln	1,562	1,46	--	1,331
USA: Pozwolenia na budowę (sty.)	14:30	mln	1,493	1,515	--	1,470
USA: Inflacja PPI (sty.)	14:30	% r/r	1,0	0,7	--	0,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lut., wst.)	16:00	pkt.	79,0	79,0	--	79,6
Wtorek, 20 lutego						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sty.)	**10:00**	**% r/r**	**9,6**	**10,9**	**11,3**	**12,8**
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sty.)	**10:00**	**% r/r**	**-0,1**	**-0,2**	**-0,4**	**-0,2**
POL: Produkcja przemysłowa (sty.)	**10:00**	**% r/r**	**-3,5**	**3,1**	**4,1**	**1,6**
POL: Inflacja PPI (sty.)	**10:00**	**% r/r**	**-6,9**	**-8,2**	**-8,4**	**-9,0**
Środa, 21 lutego						
POL: Koniunktura konsumencka (lut.)	**10:00**	**pkt.**	**-12,6**	**-11,1**	**-12,0**	**--**
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sty.)	**10:00**	**% r/r**	**14,0**	**8,1**	**8,8**	**--**
EUR: Koniunktura konsumencka (lut., wst.)	16:00	pkt.	-16,1	-15,8	--	--
USA: Minutes Fed (sty.)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 22 lutego						
HUN: Wynagrodzenia (gru.)	08:30	r/r	13,9	13,7	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	9:30	pkt.	45,5	46,5	--	--
GER: PMI w usługach (lut., wst.)	9:30	pkt.	47,7	48,5	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (sty.)	**10:00**	**% r/r**	**-2,3**	**1,4**	**0,9**	**--**
EUR: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	10:00	pkt.	46,6	47	--	--
EUR: PMI w usługach (lut., wst.)	10:00	pkt.	48,4	48,7	--	--
EUR: Inflacja HICP (sty., rew.)	11:00	% r/r	2,9	2,8	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sty., rew.)	11:00	% r/r	3,4	3,3	--	--
EUR: Minutes EBC (sty.)	13:30	--	--	--	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (sty.)	**14:00**	**% r/r**	**8,5**	**7,9**	**8,0**	**--**
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (lut.)	14:30	tys	212	218	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lut., wst.)	15:45	pkt.	50,7	50,1	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sty.)	16:00	mln	3,78	3,97	--	--
Piątek, 23 lutego						
HUN: Stopa bezrobocia (lut.)	08:30	%	4,3	4,2	--	--
GER: Wzrost PKB (4q)	8:00	% r/r	-0,3	-0,2	--	--
GER: Indeks Ifo (lut.)	10:00	pkt.	85,2	85,8	--	--
POL: Stopa bezrobocia (sty.)	**10:00**	**%**	**5,1**	**5,4**	**5,3**	**--**

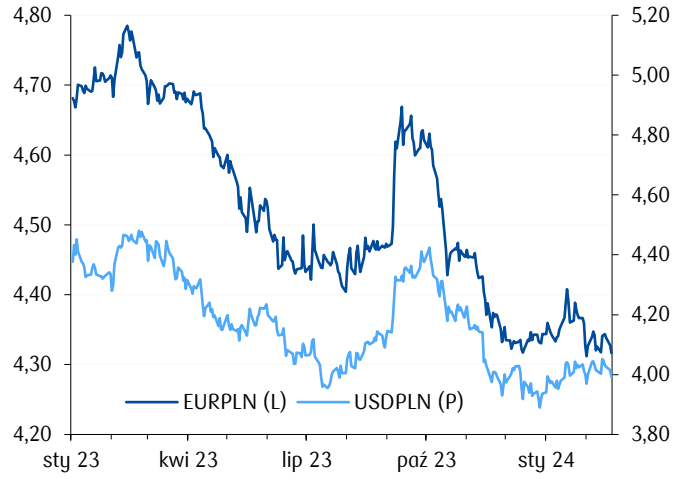
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

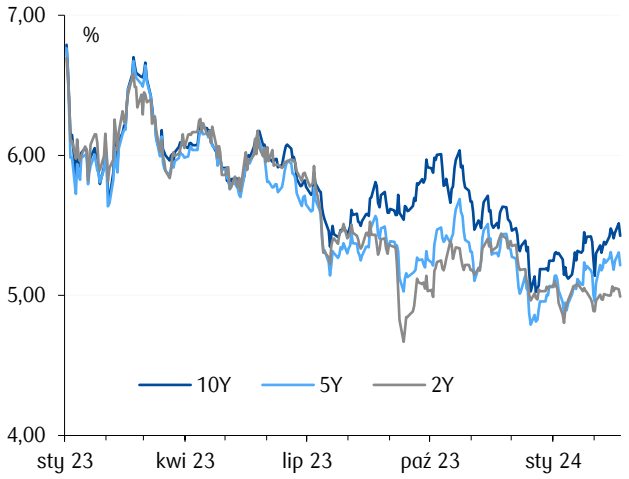
		Wartość 2024-02-20	Δ (%, pb)* Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3168	-0,2	-0,6	-1,6	-9,0	-3,9
	USDPLN	3,9884	-0,8	-1,5	-1,6	-10,2	7,6
	CHFPLN	4,5320	-0,5	-0,8	-2,5	-5,6	8,9
	GBPPLN	5,0401	-0,3	-1,2	-1,7	-6,7	-2,4
	EURUSD	1,0824	0,5	1,0	-0,1	1,3	-10,7
	EURCHF	0,9525	0,3	0,3	0,9	-3,7	-11,8
	GBPUSD	1,2662	0,6	0,5	0,0	4,3	-9,1
	USDJPY	149,78	-0,3	-0,5	0,9	11,2	41,7
	EURCZK	25,36	-0,5	0,0	2,0	6,9	-1,6
	EURHUF	387,85	-0,2	0,1	0,4	1,4	8,1
Obligacje	PL2Y	4,99	-5	-1	-4	-159	482
	PL5Y	5,22	-9	-9	14	-146	445
	PL10Y	5,43	-9	-5	11	-127	404
	DE2Y	2,80	-4	2	8	-15	349
	DE5Y	2,35	-4	-1	8	-26	298
	DE10Y	2,37	-4	-2	2	-17	272
	US2Y	4,61	-4	-5	22	-13	448
	US5Y	4,25	-4	-7	20	7	369
	US10Y	4,27	-2	-5	14	32	297
Akcje	WIG	81 780,5	1,2	4,8	9,6	37,4	37,6
	WIG20	2 423,2	1,5	5,4	10,3	32,7	20,9
	S&P500	4 975,5	-0,6	0,5	2,3	24,5	26,5
	NASDAQ100	17 546,1	-0,8	-0,3	0,8	45,5	27,4
	Shanghai Composite**	2 916,1	-0,2	1,7	5,2	-11,8	-20,2
	Nikkei**	38 432,9	0,2	1,2	5,2	39,9	26,1
	DAX	17 068,4	-0,1	1,1	2,7	10,9	21,4
	VIX	15,53	3,8	-3,0	13,3	-32,2	-40,6
Surowce	Ropa Brent	82,3	-1,5	-0,5	3,5	-0,9	30,0
	Ropa WTI	78,7	-1,2	0,6	5,4	3,1	31,1
	Złoto	2026,7	0,6	1,6	0,0	10,4	11,9

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

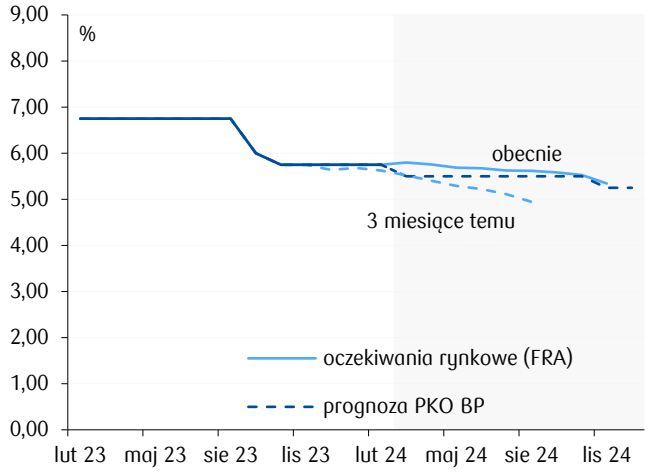
Notowania złotego wobec głównych walut



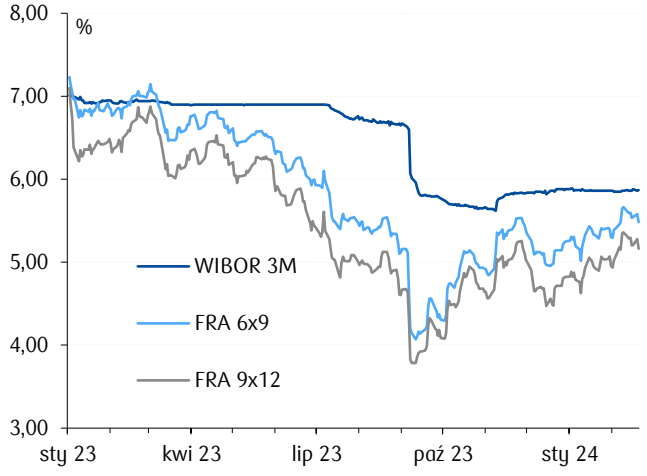
Rentowności polskich obligacji skarbowych



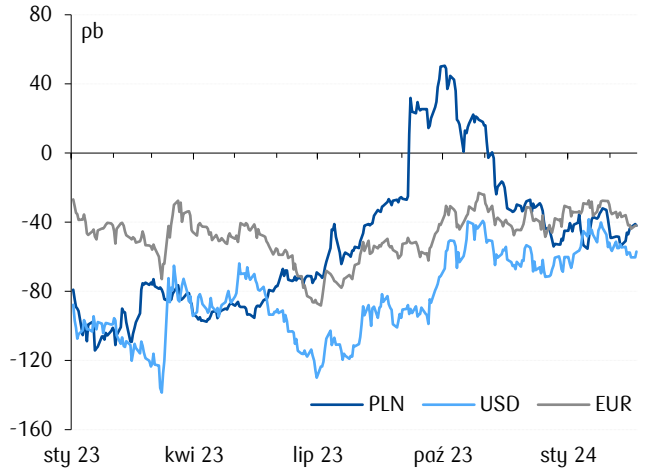
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



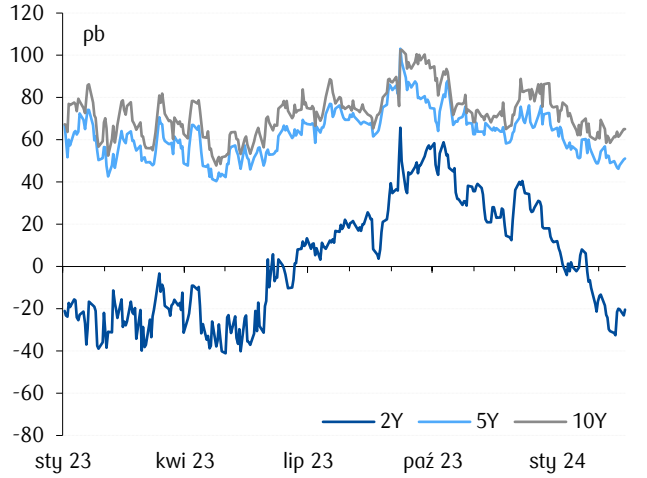
Krótkoterminowe stopy procentowe



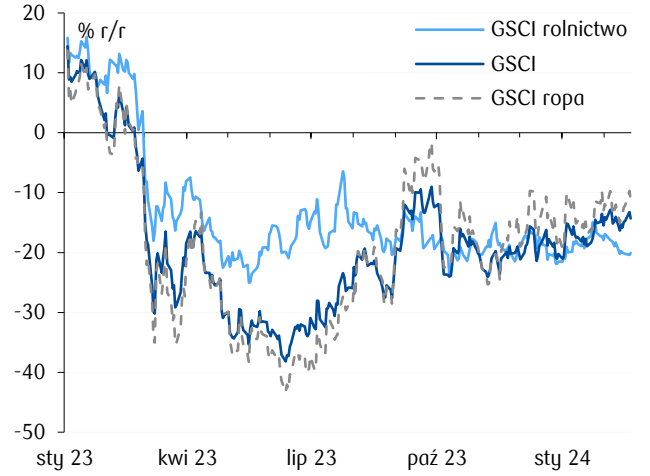
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



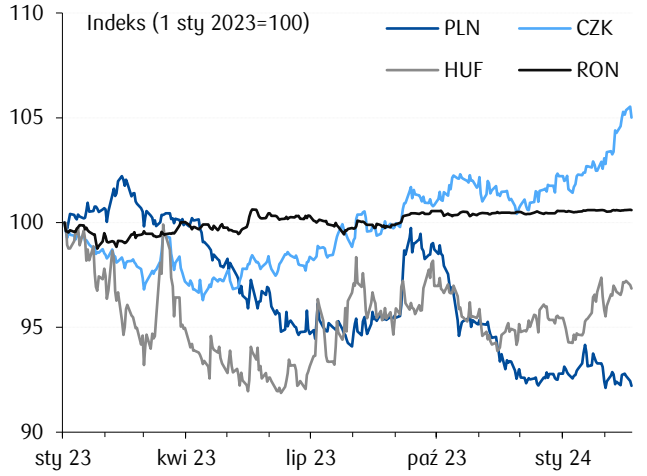
Spread asset swap dla PLN



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.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84

Biuro Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: **DAE@pkobp.pl**

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

@PKO_Research

Bank Polski | Centrum Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał") ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregokolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.