

Wzrost wydajności pracy na horyzoncie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Na rynkach akcji utrzymywały się dobre nastroje, a główne indeksy giełdowe w USA rozpoczęły sesję „na plusie”. Wobec braku publikacji amerykańskich danych makro inwestorzy pozostawali pod wpływem ubiegłotygodniowych korzystnych (z punktu widzenia szans na obniżki stóp) danych z rynku pracy. Na rynku długu zmienność była ograniczona, rentowność 10-letnich Treasuries oscylowała wokół 4,50%. Dolar nieznacznie osłabił się względem euro – kurs EURUSD wzrósł do 1,078. Złoty umacniał się – kurs EURPLN obniżył się do 4,31, a USDPLN przełamał barierę 4,00 i był najniższy od połowy kwietnia. Rentowności krajowych obligacji obniżały się wzdłuż całej krzywej.
- Dzisiejsze kalendarium będzie zdominowane przez dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle, sprzedaż detaliczną w strefie euro oraz miesięczne wskaźniki aktywności w regionie.
- Dane z Niemiec mogą dostarczyć sygnałów wskazujących na stopniowe odbicie popytu w przemyśle oraz ożywienie eksportu w marcu (m/m). W strefie euro wg konsensusu ostatni miesiąc 1q24 powinien pokazać już tylko minimalny spadek sprzedaży r/r, potwierdzający, że w ślad za poprawiającą się koniunkturą konsumencką odbudowuje się także popyt.
- W Czechach oczekiwane jest tąpnięcie produkcji przemysłowej w ujęciu r/r w marcu, która – podobnie jak w Polsce – była pod negatywnym wpływem niekorzystnego układu kalendarza. Warto zauważyć, że czeski przemysł od dłuższego czasu radzi sobie gorzej niż polski, m.in. na skutek silniejszych powiązań z niemiecką branżą motoryzacyjną. Na niewielkim plusie koniec 1q24 najpewniej zakończyła węgierska sprzedaż detaliczna, gdzie konsumenci budzą się z letargu w warunkach solidnego realnego wzrostu płac.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR: PMI w usługach w kwietniu okazał się wyższy od wstępnego wyniku (53,3 pkt. vs 52,9 pkt.), sygnalizując najwyższe od blisko roku tempo wzrostu aktywności.** Wyższy odczyt to zasługa przede wszystkim poprawy popytu, która przełożyła się na pierwszy od 10 miesięcy wzrost zaległych zamówień. W tych odbudował się także popyt na nowych pracowników, który

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

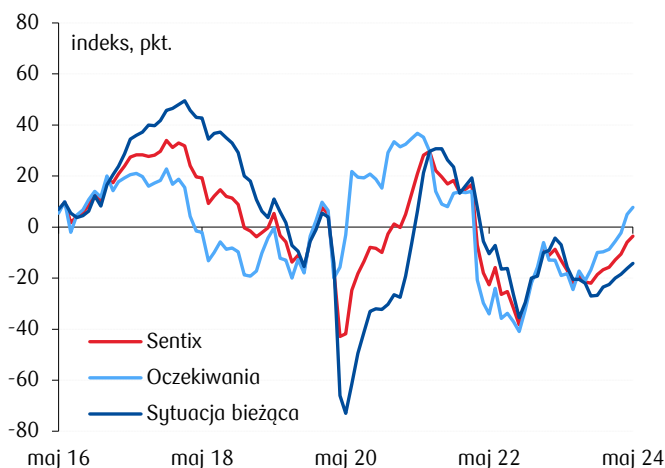
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

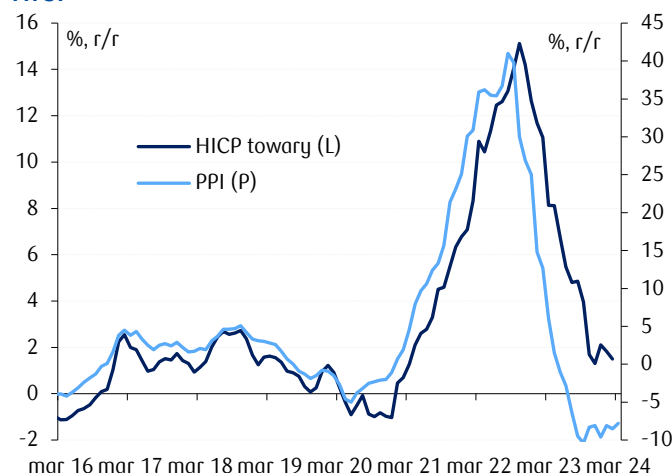
	Wartość 2024-05-06	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,3070	-0,5
USDPLN	3,9952	-0,7
CHFPLN	4,4143	-0,7
GBPPLN	5,0249	-0,4
EURUSD	1,0781	0,1
Obligacje:		
PL2Y	5,35	-4
PL5Y	5,46	-8
PL10Y	5,60	-8
DE10Y	2,48	-3
US10Y	4,49	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	86 575,3	2,6
DAX	18 175,2	1,0
S&P500	5 180,7	1,0
Nikkei**	38 768,8	1,4
Shanghai Comp.**	3 136,6	1,0
Surowce:		
Złoto	2323,06	1,3
Ropa Brent	83,33	0,4

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.

Indeks Sentix



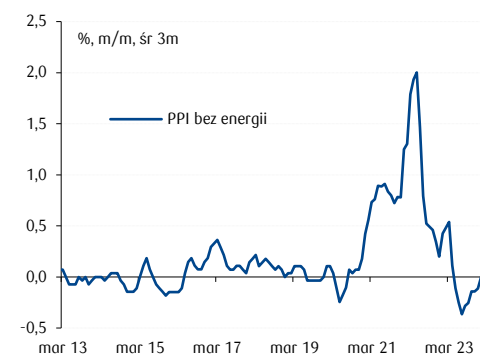
Inflacja PPI w strefie euro na tle inflacji cen towarów HICP



był najwyższy od połowy 2023. W kwietniu obserwowano nasilenie presji cenowej, widoczne w przyspieszeniu cen finalnych oraz kosztów. Rosnące zatrudnienie oraz odbicie nowych zamówień podtrzymują wciąż dobre (choć nieco słabsze niż w marcu) nastroje. Jednocześnie, z punktu widzenia EBC, niepokojącym sygnałem może być pozostająca w spadkowym trendzie wydajność pracowników w usługach, co przy solidnej dynamice wynagrodzeń utrudnia proces dezinflacji.

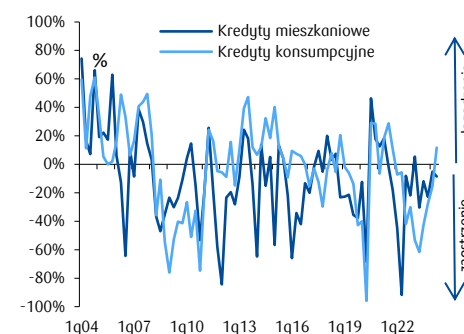
- GER:** Zrewidowany wskaźnik PMI potwierdził przyspieszenie wzrostu aktywność w usługach – indeks wyniósł 53,2 pkt. vs 50,1 pkt. w marcu. Podobnie jak w całej strefie euro, w niemieckim sektorze usługowym również raportowano wzrost nowych zamówień oraz przyspieszenie wzrostu zatrudnienia. Ożywienie popytu wynikało jednak przede wszystkim z poprawy popytu krajowego – nowe zamówienia zagraniczne kontynuowały spadki. W konsekwencji, po raz pierwszy od roku, wzrosła liczba zaległych zamówień. Dobra – z punktu widzenia pracownika – sytuacja na rynku pracy przekłada się na rosnące płace, która są wskazywane jako główny czynnik stojący za rosnącymi kosztami operacyjnymi. Inflacja kosztowa kształtuje się powyżej trendu, choć kwiecień przyniósł jej spowolnienie 2. miesiąc z rzędu. Odżywający popyt oraz rosnące koszty przełożyły się na nieznaczne przyspieszenie wzrostu cen finalnych względem marca. Pomimo lekkiego pogorszenia, nastroje usługodawców pozostają korzystne, a wśród czynników, które je wspierają wymieniane są perspektywy niższych stóp procentowych w strefie euro.
- EUR:** Indeks Sentix poprawił się w maju do -3,6 pkt. z -5,9 pkt. w kwietniu i był najwyższy od wybuchu wojny w Ukrainie. Od blisko 7 miesięcy poprawiają się zarówno oceny sytuacji bieżącej, jak i oczekiwania na przyszłość, te drugie od dwóch miesięcy znajdują się „na plusie”. W komentarzu do danych zwrócono jednak uwagę, że poprawa oczekiwań następuje powoli, a jej przełożenie na postrzeganie sytuacji bieżącej jest ograniczone – podobna sytuacja miała miejsce w czasie kryzysu w latach 2012-2014.
- EUR:** Deflacja PPI w strefie euro spowolniła w marcu do 7,8% r/r z 8,5% r/r w lutym. Po rewizji spadek cen w lutym okazał się nieco głębszy od oczekiwań, wyniósł 8,5% r/r vs 8,3% r/r. Wskaźnik PPI z wyłączeniem energii pozostał bez zmian, na poziomie -1,3% r/r. Najsilniejszy spadek (choć wolniejszy niż w lutym) dotyczył cen energii, które obniżyły się o 20,0% r/r. Niższe niż przed rokiem były również ceny dóbr pośrednich (-4,8% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny obniżyły się o 0,4%, wzrosły natomiast ceny produkcji przemysłowej z wyłączeniem energii (podobnie jak w styczniu i lutym). W efekcie impet inflacji PPI z wyłączeniem energii od początku roku się nasila.
- POL:** Według [ankiety](#) NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym w 1q24 banki zastrzyły politykę kredytową we wszystkich segmentach rynku, w największym stopniu dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw. W 2q24 banki planują poluzować warunki udzielania kredytów konsumpcyjnych – po raz pierwszy od 1q22. Jednocześnie, **banki spodziewają się wzrostu popytu na kredyty konsumpcyjne oraz długoterminowe dla przedsiębiorstw**, co wpisuje się w przewidywane ożywienie konsumpcji i inwestycji. Oczekiwany spadek popytu na kredyty mieszkaniowe jest z kolei słabszy niż kwartał wcześniej.
- POL:** Ministerstwo Klimatu i Środowiska przedstawiło OSR do projektu ustawy o bonie energetycznym, w którym wskazano, że od lipca rachunki za prąd wzrosną o ok. 29%, a rachunki za gaz o ok. 15% względem 1h24. Skutki wzrostu rachunków dla mniej zamożnych gospodarstw domowych ma złagodzić bon energetyczny. W tych warunkach inflacja na koniec roku może wynieść ok. 5,4% (wciąż wyraźnie mniej niż w najbardziej pesymistycznym

Impet inflacji PPI bez energii w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Przewidywana polityka kredytowa



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

scenariuszu NBP, zakładającym pełne odmrożenie cen energii i wzrost inflacji do ok. 8%). W OSR napisano, że brak działań ze strony rządu w warunkach odmrożenia cen energii skutkowałby wzrostem rachunku za prąd o ok. 62%, a za gaz o ok. 45%.

- **POL:** Prezydent A.Duda podpisał nowelę ustawy przedłużającej wakacje kredytowe na 2024. Z możliwości zawieszenia rat kredytu będą mogli skorzystać kredytobiorcy, których rata przekroczy 30% dochodu gospodarstwa domowego (liczonego jako średnia z trzech poprzednich miesięcy) oraz osoby, które mają na utrzymaniu przynajmniej troje dzieci w dniu złożenia wniosku. Ministerstwo Finansów szacuje, że z wakacji kredytowych będzie mogło skorzystać 562 tys. kredytobiorców.
- **POL-EU:** KE poinformowała o zakończeniu analizy w ramach procedury z art. 7 Traktatu o UE, która była prowadzona przeciwko Polsce od 2017 m.in. w związku z wątpliwościami w zakresie niezawisłości sędziów. Jak zaznaczono analiza jest pozytywna. Informacja ta może mieć pozytywny wpływ na zaplanowane na piątek przeglądy ratingu Polski przez agencje S&P i Fitch. W styczniu agencja S&P stwierdziła, że podwyższenie oceny kredytowej Polski mogłoby nastąpić, gdyby agencja zaobserwowała trwałą poprawę w obszarze instytucjonalnym oraz *governance*, co przekładałoby się na stabilny napływ funduszy unijnych oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Z kolei Fitch w komunikacie z listopada zaznaczył, że wskaźniki *governance* Polski są gorsze niż dla państw z medianowego koszyka z ratingiem na poziomie A, jednak równoważą je mocne ramy makroekonomiczne i zdwersyfikowana gospodarka.
- **EUR:** EBC opublikował na swoim blogu [analizę](#) dot. obserwowanego w ostatnich latach spowolnienia wzrostu wydajności pracy w strefie euro, a nawet jej spadku w 2023. **W artykule zwrócono przede wszystkim uwagę na cykliczny charakter wydajności pracy – w czasach niskiego wzrostu gospodarczego wzrost wydajności pracy również pozostaje przytłumiony.** Cykliczność wynika z „chomikowania” pracy przez firmy nawet w czasach dekonunktury. Częściowo jest ono podyktowane wszelkiego rodzaju regulacjami na rynku pracy, preferencjami społecznymi, które znalazły swoje odzwierciedlenie chociażby w sponsorowanych przez rząd programach utrzymywania miejsc pracy w czasie pandemii. Jak zauważyli autorzy analizy, cykliczność zmian w wydajności pracy została w ostatnich latach wzmocniona – po pierwsze – przez wysokie wzrosty marż w 2022/2023, które umożliwiły utrzymywanie zatrudnienia pomimo spadku przychodów. Po drugie, zatrudnianie pracowników stało się mniej kosztowne biorąc pod uwagę spadek płac w ujęciu realnym (silniejszy niż spadek wydajności). Po trzecie, popandemiczny wzrost podaży pracy (związany m.in. z wchodzeniem na rynek pracy osób wcześniej nieaktywnych zawodowo, np. seniorów) złagodził bariery podażowe związane z wcześniejszymi niedoborami pracowników. Powyższe czynniki wspierały kreację zatrudnienia od końca 2022, natomiast ich stopniowe wygasanie będzie oddziaływać w kierunku wzrostu produktywności – firmy będą miały mniejszą przestrzeń finansową na „chomikowanie” zatrudnienia w warunkach spadku marż, a luka między wydajnością a realną dynamiką wynagrodzeń będzie się zacieśniać. Powyższe tendencje będą wspierać wzrost produktywności razem z cyklicznym „motorem” w postaci prognozowanego ożywienia gospodarczego.
- **USA:** T.Barkin (Fed w Richmond z prawem głosu w FOMC) wskazał, że silny rynek pracy daje Fed czas aby przed obniżeniem stóp procentowych zyskać pewność, że inflacja trwale się obniża. Dodał, że bardziej obawia się zbyt wysokiej inflacji niż nadmiernego osłabienia gospodarki.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Czwartek, 2 maja						
POL: PMI w przetwórstwie (kwi.)	9:00	pkt.	48,0	47,8	48,0	45,9
GER: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	9:55	pkt.	41,9	42,3	--	42,5
EUR: PMI w przetwórstwie (kwi., rew.)	10:00	pkt.	46,1	45,8	--	46,2
CZE: Posiedzenie banku centralnego (maj)	14:30	%	5,75	5,25	5,25	5,25
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (kwi.)	14:30	tys.	208	210	--	208
USA: Zamówienia fabryczne (mar.)	16:00	% m/m	1,2	1,6	--	1,6
Piątek, 3 maja						
NO: Posiedzenie Norges Banku (maj)	10:00	%	4,50	4,50	4,50	4,50
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (kwi.)	14:30	tys.	303	250	--	175
USA: Stopa bezrobocia (kwi.)	14:30	%	3,8	3,8	--	3,9
USA: Przeciętna płaca godzinowa (kwi.)	14:30	% r/r	4,1	4,0	--	3,9
Poniedziałek, 6 maja						
GER: PMI w usługach (kwi., rew.)	9:55	pkt.	50,1	53,3	--	53,2
EUR: PMI w usługach (kwi., rew.)	10:00	pkt.	51,5	52,9	--	53,3
EUR: Indeks Sentix (maj)	10:30	pkt.	-5,9	-5,0	--	-3,6
EUR: Inflacja PPI (mar.)	11:00	% r/r	-8,5	-7,7	--	-7,8
Wtorek, 7 maja						
GER: Zamówienia fabryczne (mar.)	8:00	% m/m	0,2	0,4	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (mar.)	8:00	% r/r	-10,6	-0,7	--	--
GER: Eksport (mar.)	8:00	% m/m	-2,0	0,3	--	--
GER: Import (mar.)	8:00	% m/m	3,2	-1,0	--	--
HUN: Sprzedaż detaliczna (mar.)	8:30	% r/r	1,1	0,8	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (mar.)	9:00	% r/r	1,5	-8,4	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (mar.)	11:00	% r/r	-0,7	-0,2	--	--
Środa, 8 maja						
GER: Produkcja przemysłowa (mar.)	8:00	% m/m	2,1	-0,7	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (mar.)	8:00	% r/r	-4,9	-3,6	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (mar.)	8:30	% r/r	1,4	-0,6	--	--
SE: Posiedzenie Riksbanku (maj)	9:30	%	4,00	3,75	4,00	--
Czwartek, 9 maja						
UK: Posiedzenie BoE (maj)	13:00	%	5,25	5,25	5,25	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	208	214	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (maj)	--	%	5,75	5,75	5,75	--
Piątek, 10 maja						
HUN: Inflacja CPI (kwi.)	8:30	% r/r	3,6	3,7	--	--
EUR: Minutes ECB (kwi.)	13:30	--	--	--	--	--
POL: Konferencja prasowa Prezesa NBP (maj)	15:00	--	--	--	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, wst.)	16:00	pkt.	77,2	76,2	--	--
POL: Decyzja w sprawie ratingu Polski – Fitch/S&P	--	--	A-/A-	--	A-/A-	--

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

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

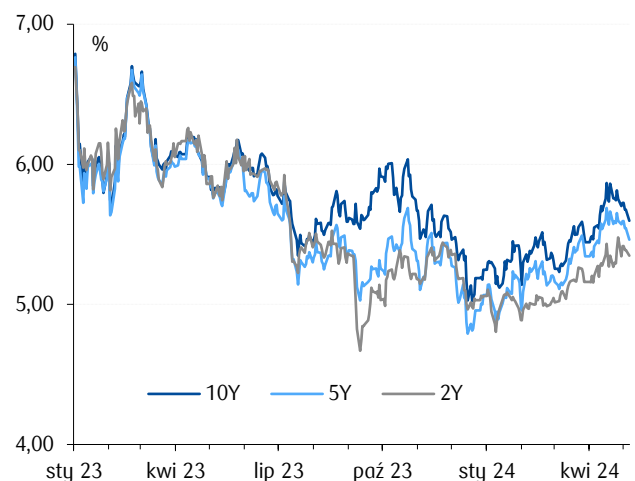
		Wartość 2024-05-06	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,3070	-0,5	-0,2	0,8	-5,6	-5,3
	USDPLN	3,9952	-0,7	-0,8	1,5	-3,5	6,1
	CHFPLN	4,4143	-0,7	-0,2	1,5	-5,2	6,7
	GBPPLN	5,0249	-0,4	-0,6	1,2	-3,9	-4,1
	EURUSD	1,0781	0,1	0,6	-0,7	-2,1	-10,7
	EURCHF	0,9757	0,2	0,0	-0,7	-0,5	-11,2
	GBPUSD	1,2579	0,3	0,2	-0,5	-0,4	-9,7
	USDJPY	153,95	0,7	-1,7	1,4	14,1	41,3
	EURCZK	25,02	-0,1	-0,5	-1,3	6,9	-3,0
	EURHUF	388,65	-0,2	-0,6	-0,2	4,3	8,0
Obligacje	PL2Y	5,35	-4	0	8	-50	524
	PL5Y	5,46	-8	-11	0	-34	451
	PL10Y	5,60	-8	-11	3	-23	388
	DE2Y	2,91	-2	-4	-1	25	360
	DE5Y	2,50	-3	-4	5	23	308
	DE10Y	2,48	-3	-5	4	16	268
	US2Y	4,83	3	-15	4	83	467
	US5Y	4,49	0	-16	5	100	366
	US10Y	4,49	-1	-13	7	97	288
Akcje	WIG	86 575,3	2,6	1,4	2,3	37,1	42,4
	WIG20	2 547,5	3,1	1,6	1,6	32,5	25,0
	S&P500	5 180,7	1,0	1,3	-0,4	25,2	23,6
	NASDAQ100	18 093,6	1,1	1,7	0,0	36,1	31,1
	Shanghai Composite**	3 141,2	1,2	0,9	3,1	-7,5	-8,9
	Nikkei**	38 752,7	1,4	2,2	-1,5	33,9	34,5
	DAX	18 175,2	1,0	0,3	-0,8	13,9	19,3
	VIX	14,79	-2,5	-2,5	-7,3	-29,4	-31,4
Surowce	Ropa Brent	83,3	0,4	-5,7	-7,8	8,2	23,3
	Ropa WTI	80,1	0,6	-4,9	-8,2	9,5	24,2
	Złoto	2323,1	1,3	-0,5	-0,3	14,8	29,6

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

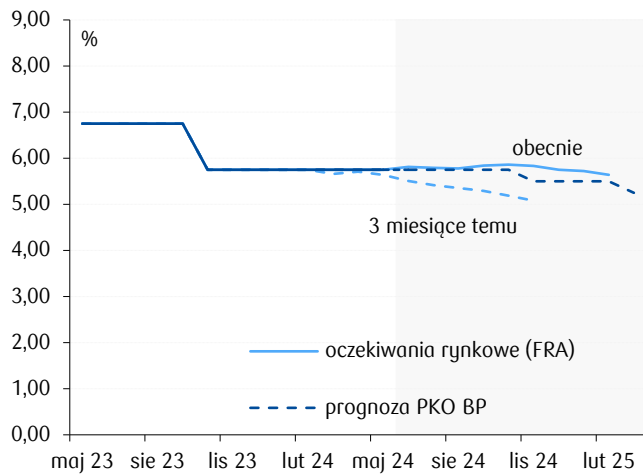
Notowania złotego wobec głównych walut



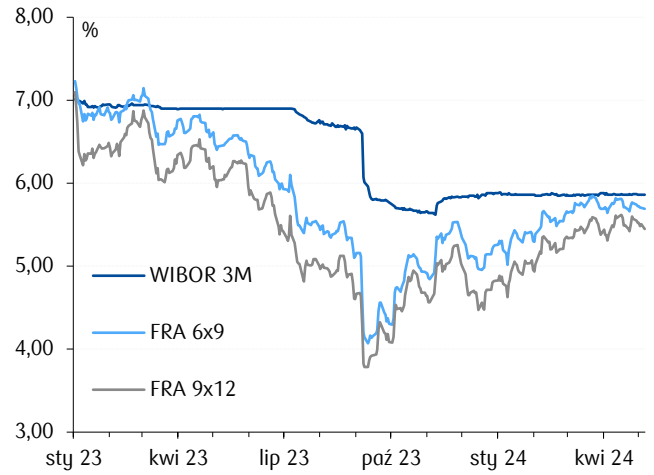
Rentowności polskich obligacji skarbowych



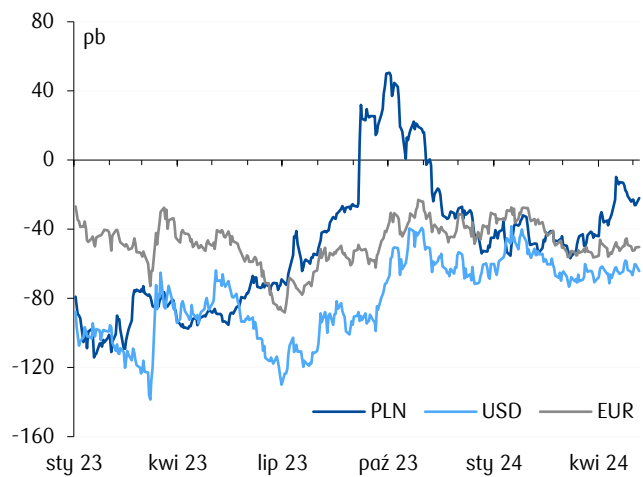
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



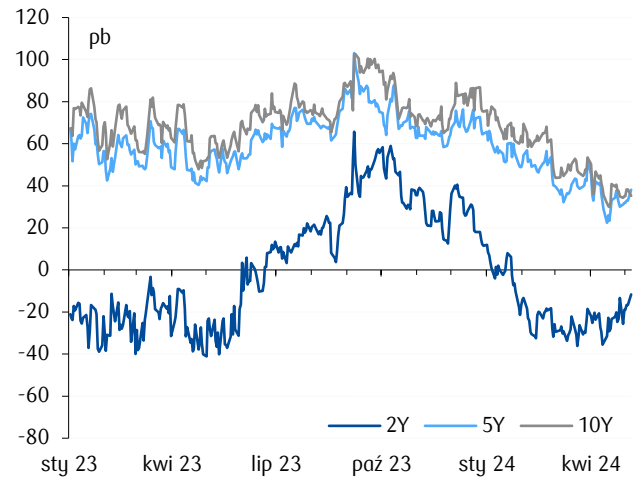
Krótkoterminowe stopy procentowe



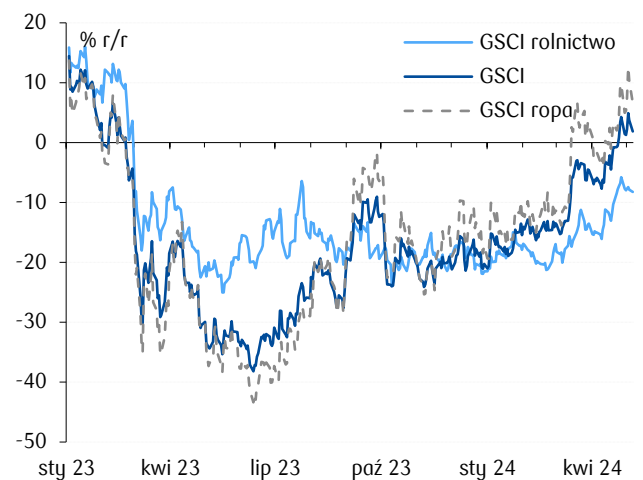
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



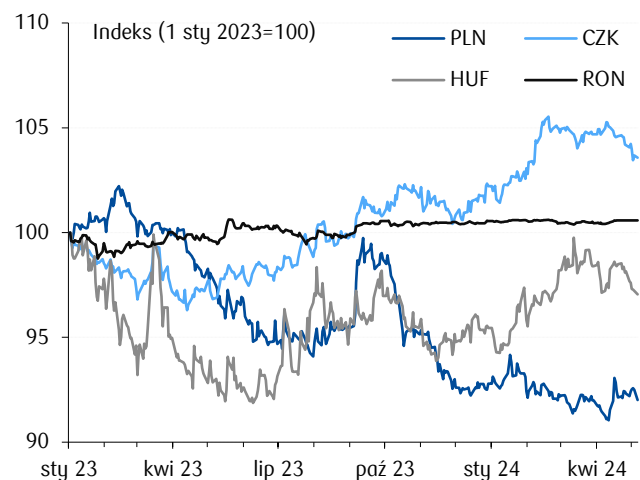
Spread asset swap dla PLN



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
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
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



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 którejkolwiek 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 którejkolwiek 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 którejkolwiek 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.