

Inflacja niestraszna konsumentom

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Na rynkach trwała wczoraj odbudowa apetytu na ryzyko.** Indeksy akcyjne na Wall Street rosły po publikacji dobrych prognoz wyników detalisty Macy's, które dały nadzieję, że popyt konsumencki nie słabnie, mimo wysokiej inflacji. Nastojów nie zepsuły rozczarowujące na pierwszy rzut oka dane o PKB w USA za 1q22. Kurs EURUSD kontynuował wzrost i przekroczył poziom 1,07, czemu sprzyja wzmocnienie oczekiwań na szybką normalizację polityki pieniężnej EBC. Notowania złotego były wczoraj stabilne – kurs EURPLN wahał się w niewielkim zakresie powyżej poziomu 4,60. Na krajowym rynku długu, inaczej niż na rynkach bazowych, rentowności wzrosły o ok. 10pb wzdłuż krzywej, co można wiązać z oczekiwaniem na wstępny szacunek inflacji CPI za maj publikowany na początku przyszłego tygodnia, który może pokazać jej dalszy wzrost za sprawą mocnego odbicia cen paliw. Ceny ropy wzrosły wczoraj po informacjach o spadku zapasów w USA.
- **Dziś w centrum uwagi rynków będą dane makro w USA.** Preferowana przez Fed miara inflacji (bazowy deflator PCE) wg konsensusu spadła w kwietniu do 6,3% r/r z 6,6% r/r w marcu, ale pozostaje znacznie powyżej celu na poziomie 2%. Dziś poznamy też dane o wydatkach i dochodach amerykańskich konsumentów za kwiecień i drugą odsłonę indeksu nastrojów konsumenckich wg Uniwersytetu Michigan za maj. Konsensus oczekuje niewielkiego wzrostu dochodów i wydatków w porównaniu z marcem oraz potwierdzenia sporego pogorszenia nastrojów w maju (za sprawą rosnącego, negatywnego wpływu inflacji na kondycję gospodarstw domowych).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Sejm uchwalił nowelizację ustawy o Sądzie Najwyższym, która m.in. likwiduje Izbę Dyscyplinarną.** Nowelizacja przewiduje wprowadzenie testu bezstronności i niezawisłości sędziego, który ma dać każdemu obywatelowi prawo do rozpatrzenia jego sprawy przez niezawisły sąd. Likwidacja Izby Dyscyplinarnej jest jednym z warunków KE dla zaakceptowania polskiego KPO i rozpoczęcia wypłaty środków. **Premier M.Morawiecki potwierdził, że 2 czerwca do Polski przyjedzie przewodnicząca KE U. von der Leyen** w celu zatwierdzenia ustaleń dotyczących tzw. kamieni milowych związanych z KPO.

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

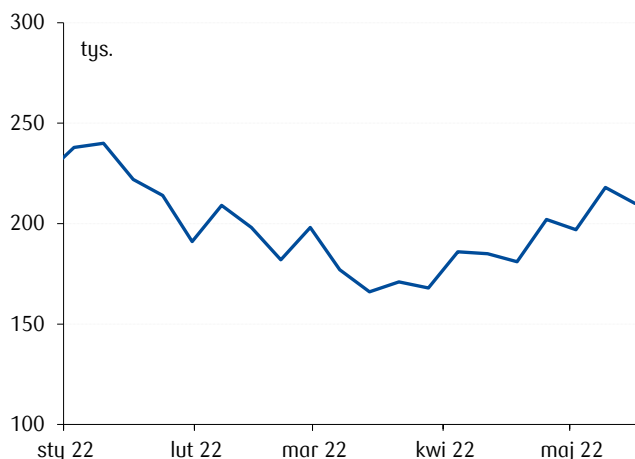
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

| | Wartość 2022-05-26 | (%, pb)* Δ 1D |
|-------------------------|-----------------------|------------------|
| Waluty: | | |
| EURPLN | 4,6118 | -0,1 |
| USDPLN | 4,3031 | -0,4 |
| CHFPLN | 4,4793 | -0,2 |
| GBPPLN | 5,4069 | -0,1 |
| EURUSD | 1,0718 | 0,4 |
| Obligacje: | | |
| PL2Y | 6,41 | 9 |
| PL5Y | 6,90 | 11 |
| PL10Y | 6,67 | 12 |
| DE10Y | 0,99 | 5 |
| US10Y | 2,76 | 1 |
| Indeksy akcyjne: | | |
| WIG | 56 929,8 | 1,4 |
| DAX | 14 231,3 | 1,6 |
| S&P500 | 4 057,8 | 2,0 |
| Nikkei** | 26 781,2 | 0,7 |
| Shanghai Comp.** | 3 142,3 | 0,6 |
| Surowce: | | |
| Złoto | 1845,32 | -0,3 |
| Ropa Brent | 117,41 | 2,8 |

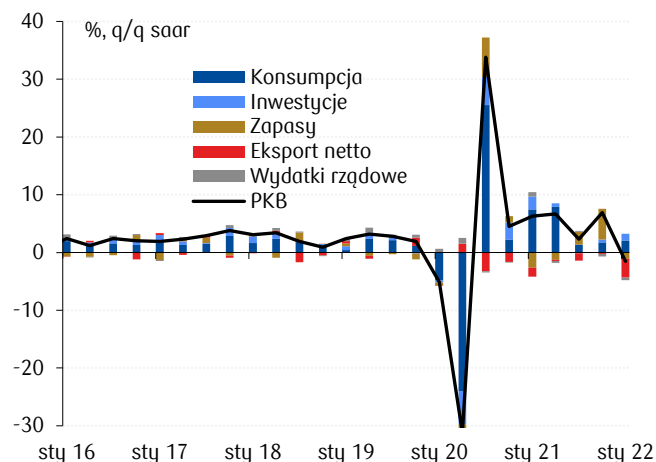
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Nowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Struktura wzrostu PKB w USA



- **UK: Rząd B. Johnsona wprowadzi podatek od nadzwyczajnych zysków spółek naftowych i gazowych (*windfall tax*) w wysokości 25%.** Opłata ma przynieść ok. 5 mld GBP wpływów, które zostaną przeznaczone na sfinansowanie jednorazowych zasiłków w wysokości 650 GBP dla ponad 8 milionów najbiedniejszych gospodarstw domowych w Wielkiej Brytanii. Cały pakiet wsparcia dla gospodarstw domowych w związku z „kryzysem kosztów życia” ma wartość 15 mld GBP i dodatkowo obejmuje płatności dla emerytów i 400 GBP rabatu w rachunku za energię. Zaproponowane wsparcie będzie skumulowane w drugiej połowie roku, kiedy oczekiwany jest dalszy wzrost rachunków. Wsparcie może zmniejszyć ryzyko recesji w brytyjskiej gospodarce. Brytyjski minister finansów R. Sunak nie wykluczył wprowadzenia podobnego, ale niższego podatku od firm energetycznych.

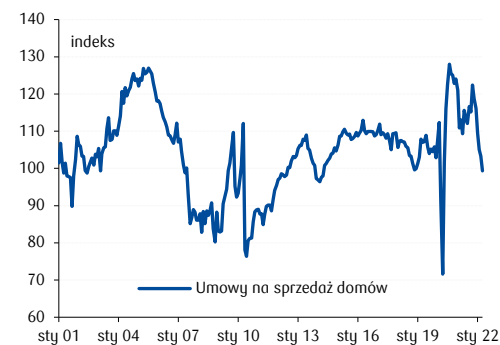
Podatek od ponadprzeciętnych zysków (*windfall tax*) jest podatkiem nakładanym na pewne branże gospodarki w sytuacji, gdy warunki ekonomiczne umożliwiły tym branżom osiągnięcie ponadprzeciętnego zysku. Na stałe podatek ten funkcjonuje w branżach zajmujących się wydobyciem surowców w wielu krajach. Jednorazowo podatkiem *windfall tax* obejmowano m.in. sektor bankowy, sprywatyzowane przedsiębiorstwa użyteczności publicznej (m.in. branża telekomunikacyjna i wodociągi w Wlk. Brytanii), sektor energetyczny (energetyka jądrowa w Niemczech). Wlk. Brytania jest przykładem kraju, w którym *windfall tax* był nakładany kilkakrotnie na branżę niezwiązaną z wydobyciem surowców: (1) w 1981 rząd M. Thatcher wprowadził specjalną opłatę na sektor bankowy, który jako jedna z niewielu branż gospodarki pozostawał relatywnie odporny na trwającą recesję; (2) w 1997 rząd T. Blair'a wprowadził podatek od ponadprzeciętnych zysków sprywatyzowanych przez poprzednie rządy przedsiębiorstw z branży telekomunikacyjnej, portów lotniczych, dystrybucji gazu, wodociągów i kanalizacji, energetyki, kolei. W uzasadnieniu wprowadzenia daniny podano, że ma ona na celu zrównoważenie niekorzystnych dla klientów i podatników umów prywatyzacyjnych.

- **USA: Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w minionym tygodniu spadła do 210 tys. z 218 tys. tydzień wcześniej.** 4-tygodniowa średnia wzrosła jednak powyżej 200 tys., po raz pierwszy od połowy lutego. Po osiągnięciu wieloletniego minimum (168 tys.) pod koniec marca, liczba wniosków stopniowo rośnie, chociaż nadal jest bardzo niska w porównaniu z poprzednimi latami. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku w tygodniu zakończonym 14 maja wzrosła z kolei do 1,346 mln z 1,315 mln tydzień wcześniej. Może to sugerować, że mamy do czynienia z wyczekiwaniem przez Fed schłodzeniem (na razie lekkim) warunków na rynku pracy.
- **USA: PKB w 1q22 spadł o 1,5% q/q saar po wzroście o 6,9% q/q saar w 4q21.** Dane zostały nieznacznie zrewidowane wobec pierwszego szacunku, który wskazywał na spadek PKB o 1,4% q/q saar. Rewizja dotyczyła przede wszystkim dalszego obniżenia zapasów oraz inwestycji mieszkaniowych, których wpływ został częściowo wyrównany przez wyższą niż wcześniej podawano dynamikę konsumpcji (3,1% q/q saar wobec 2,7% w pierwszym szacunku). Rewizja nie zmienia w naszej ocenie pozytywnej wymowy danych za 1q22 - obserwujemy przyspieszenie zarówno konsumpcji, jak i inwestycji w środki trwałe, a spadek PKB wynika z ujemnego wkładu zapasów, które mocno rosły w poprzednich kwartałach, oraz z eksportu netto, obniżanego za sprawą silnego importu (por. wykres na pierwszej stronie). W porównaniu z pierwszym szacunkiem widzimy jednak wyraźnie gorszy obraz rynku budowlanego - wzrost nakładów mieszkaniowych spowolnił w 1q22 do 0,4% q/q saar z 2,2% q/q w 4q21 i został zrewidowany w dół o 1,7pp.
- **USA: Liczba umów na sprzedaż domów (*pending home sales*) spadła w kwietniu o 3,9% m/m, niemal dwa razy silniej od oczekiwań.** Kwiecień był już 7. miesiącem spadku tej miary kondycji rynku mieszkaniowego. Popyt na

nieruchomości w USA jest w ostatnim czasie schładzany przez wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych do poziomu nie widzianego od 2009 – chociaż ostatnie 2 tygodnie przyniosły spadki stóp, to pozostają one relatywnie [wysokie](#).

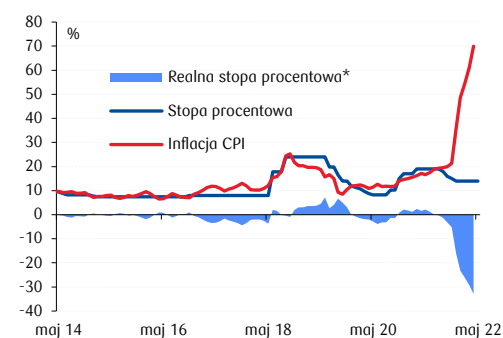
- POL:** W Polsce została [oficjalnie ogłoszona](#) susza rolnicza. Według Instytutu Uprawy Nawożenia i Gleboznawstwa, w okresie od 21 kwietnia do 20 maja 2022 deficyt wody występował na terenie całego kraju. Susza rolnicza występowała na terenie 14 województw i dotyczyła upraw zbóż (jarych i ozimych), truskawek i krzewów owocowych. Najgorsze warunki występują w przypadku zbóż jarych, gdzie suszę odnotowano w połowie gmin i na obszarze 22,3% gruntów. Przy obecnej, bardzo napiętej sytuacji na światowych rynkach żywności (wojna w Ukrainie oraz trudne warunki pogodowe w Indiach i Francji), **wynikająca z trudnych warunków niższa podaż krajowej żywności zwiększy presję na wzrost cen.**
- TUR:** Bank centralny Turcji utrzymał benchmarkową, 1-tygodniową stopę repo na poziomie 14%. To już 5. posiedzenie z rzędu bez zmian stóp procentowych, a przestrzeń do pożądanego przez tureckie władze obniżek stóp drastycznie ograniczyła galopująca inflacja. W kwietniu inflacja CPI w Turcji wyniosła 70% r/r i była najwyższa od 20 lat. Jej odnotowanie jest m.in. skutkiem motywowanych politycznie zeszłorocznych obniżek stóp procentowych, które przyczyniły się do kryzysu walutowego.
- RUS:** Bank centralny Rosji obniżył benchmarkową stopę procentową do 11% z 14%, nieco silniej niż oczekiwano. Była to już 3. obniżka w ciągu nieco ponad miesiąca, a bank sugeruje kontynuację obniżek na kolejnym posiedzeniu. Wczorajsze posiedzenie było przyspieszone o 2 tygodnie, po tym jak Ministerstwo Gospodarki Rosji wskazało na początku tego tygodnia, że umocnienie rubla zbliża się do szczytowego poziomu sugerując, że dalsze obniżki stóp procentowych pomogłyby w złagodzeniu presji na rosyjską walutę. Warto przy tym pamiętać, że obserwowane umocnienie rubla jest skutkiem kontroli przepływów kapitałowych wprowadzonej przez Moskwę po objęciu Rosji sankcjami.
- POL:** NBP w opinii do projektu ustawy wprowadzającej wakacje kredytowe ocenił, że ich koszt dla sektora bankowego w latach 2022-2023 mógłby sięgać nawet 20 mld PLN, przy obecnym poziomie stóp procentowych i założeniu, że z wakacji kredytowych skorzystaliby wszyscy kredytobiorcy. NBP stwierdził ponadto, że w obecnych uwarunkowaniach makroekonomicznych (wysoka inflacja i prognozowany wzrost deficytu fiskalnego) wprowadzenie bezwarunkowych wakacji kredytowych mogłoby utrudniać dążenie do trwałego obniżenia inflacji.
- HUN:** Narodowy Bank Węgier utrzymał 1-tygodniową depozytową stopę procentową bez zmian. Od czasu podwyżki stóp o 30pb cztery tygodnie temu stopa ta wynosi 6,45%.

Umowy sprzedaży domów w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja i stopy procentowe w Turcji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik | Godz. | Jednostka | Poprzednio | Konsensus | PKO BP | Odczyt |
|---|-------|------------|------------|-----------|--------|--------|
| Piątek, 20 maja | | | | | | |
| GER: Inflacja PPI (kwi) | 8:00 | % r/r | 30,9 | 28,2 | -- | 33,5 |
| POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (kwi) | 10:00 | % r/r | 12,4 | 12,6 | 12,2 | 14,1 |
| POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (kwi) | 10:00 | % r/r | 2,4 | 2,7 | 2,8 | 2,8 |
| POL: Produkcja przemysłowa (kwi) | 10:00 | % r/r | 17,3 | 15,4 | 14,5 | 13 |
| POL: Inflacja PPI (kwi) | 10:00 | % r/r | 21,9 | 20,4 | 21,9 | 23,3 |
| EUR: Koniunktura konsumencka (maj) | 16:00 | pkt. | -22,0 | -21,5 | -- | -21,1 |
| Poniedziałek, 23 maja | | | | | | |
| GER: Indeks Ifo (maj) | 10:00 | pkt. | 91,8 | 91,4 | -- | -- |
| POL: Produkcja budowlano-montażowa (kwi) | 10:00 | % r/r | 27,6 | 18,7 | 16,3 | 9,6 |
| POL: Sprzedaż detaliczna (kwi) | 10:00 | % r/r | 9,6 | 16,1 | 15,5 | 19,0 |
| Wtorek, 24 maja | | | | | | |
| GER: PMI w przetwórstwie (maj, wst.) | 9:30 | pkt. | 54,6 | 54,0 | -- | 54,7 |
| GER: PMI w usługach (maj, wst.) | 9:30 | pkt. | 57,6 | 57,2 | -- | 56,3 |
| EUR: PMI w przetwórstwie (maj, wst.) | 10:00 | pkt. | 55,5 | 54,6 | -- | 54,4 |
| EUR: PMI w usługach (maj, wst.) | 10:00 | pkt. | 57,7 | 57,5 | -- | 56,3 |
| POL: Podaż pieniądza M3 (kwi) | 14:00 | % r/r | 7,9 | 8,5 | 8,4 | 8,2 |
| USA: PMI w przetwórstwie (maj, wst.) | 15:45 | pkt. | 59,2 | 57,9 | -- | 57,5 |
| USA: Sprzedaż nowych domów (kwi) | 16:00 | tys. | 763 | 760 | -- | 591 |
| Środa, 25 maja | | | | | | |
| GER: Wzrost PKB (1q) | 8:00 | % r/r | 1,8 | 4,0 | -- | 4,0 |
| POL: Koniunktura konsumencka (maj) | 10:00 | pkt. | -37,2 | -36,0 | -30,7 | -38,4 |
| POL: Stopa bezrobocia (kwi) | 10:00 | % | 5,4 | 5,3 | 5,3 | 5,2 |
| USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi, wst.) | 14:30 | % m/m | 0,6 | 0,6 | -- | 0,4 |
| USA: Minutes Fed (maj) | 20:00 | -- | -- | -- | -- | -- |
| Czwartek, 26 maja | | | | | | |
| USA: Wzrost PKB (1q) | 14:30 | % q/q saar | 6,9 | -1,3 | -- | -1,5 |
| USA: Konsumpcja prywatna (1q) | 14:30 | % q/q saar | 2,5 | 2,7 | -- | 3,1 |
| USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych | 14:30 | tys. | 218 | 220 | -- | 210 |
| Piątek, 27 maja | | | | | | |
| EUR: Podaż pieniądza M3 (kwi) | 10:00 | % r/r | 6,3 | 6,3 | -- | -- |
| USA: Bilans handlowy (kwi) | 14:30 | mld USD | -125,3 | -- | -- | -- |
| USA: Dochody Amerykanów (kwi) | 14:30 | % m/m | 0,5 | 0,5 | -- | -- |
| USA: Wydatki Amerykanów (kwi) | 14:30 | %m/m | 1,1 | 0,6 | -- | -- |
| USA: Deflator PCE (kwi) | 14:30 | % r/r | 6,6 | 6,3 | -- | -- |
| USA: Inflacja bazowa PCE (kwi) | 14:30 | % r/r | 5,2 | 4,9 | -- | -- |
| USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.) | 16:00 | pkt. | 65,2 | 59,1 | -- | -- |

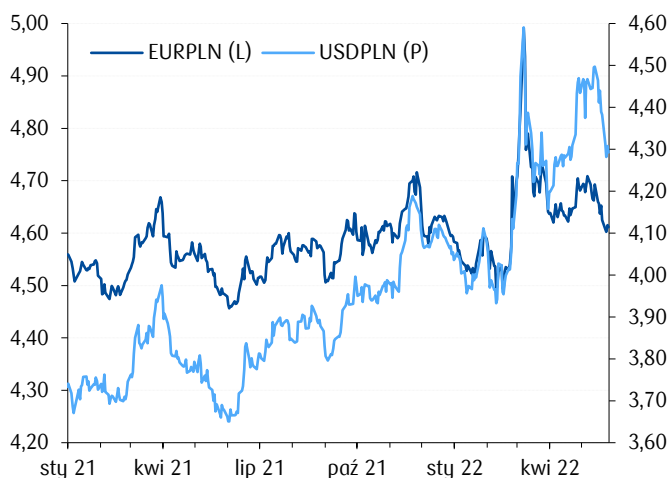
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

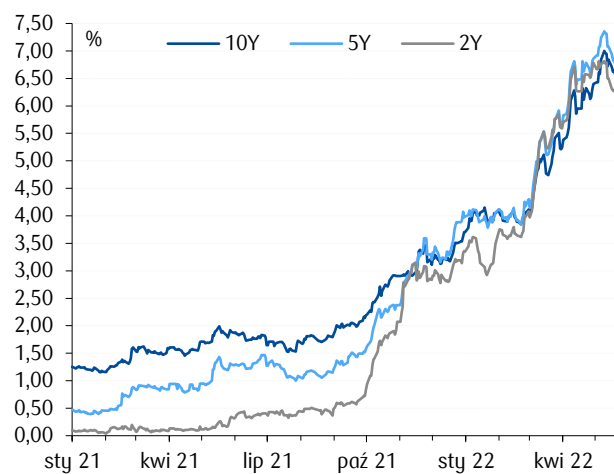
| | | Wartość 2022-05-26 | Δ 1D | Δ 1W | Δ (% , pb)* | | |
|------------------|----------------------|-----------------------|------|------|-------------|-------|-------|
| | | | | | Δ 4W | Δ 12M | Δ 36M |
| Waluty | EURPLN | 4,6118 | -0,1 | -0,9 | -1,7 | 2,6 | 7,5 |
| | USDPLN | 4,3031 | -0,4 | -2,1 | -3,5 | 17,0 | 12,3 |
| | CHFPLN | 4,4793 | -0,2 | -0,9 | -2,5 | 9,1 | 17,4 |
| | GBPPLN | 5,4069 | -0,1 | -1,2 | -2,9 | 3,8 | 11,3 |
| | EURUSD | 1,0718 | 0,4 | 1,2 | 1,9 | -12,3 | -4,2 |
| | EURCHF | 1,0296 | 0,2 | 0,0 | 0,8 | -6,0 | -8,4 |
| | GBPUSD | 1,2574 | 0,2 | 0,7 | 1,1 | -11,0 | -0,8 |
| | USDJPY | 127,33 | 0,0 | -0,1 | -2,8 | 16,8 | 16,2 |
| | EURCZK | 24,71 | 0,1 | 0,0 | 0,7 | -2,8 | -4,3 |
| | EURHUF | 391,13 | 0,9 | 1,6 | 3,6 | 11,8 | 20,0 |
| Obligacje | PL2Y | 6,41 | 9 | 17 | -30 | 616 | 474 |
| | PL5Y | 6,90 | 11 | 12 | 7 | 565 | 472 |
| | PL10Y | 6,67 | 12 | 10 | 35 | 481 | 385 |
| | DE2Y | 0,33 | 0 | -2 | 14 | 99 | 97 |
| | DE5Y | 0,68 | 2 | 0 | 5 | 126 | 122 |
| | DE10Y | 0,99 | 5 | 6 | 10 | 120 | 114 |
| | US2Y | 2,49 | -1 | -12 | -16 | 234 | 31 |
| | US5Y | 2,72 | 0 | -13 | -17 | 194 | 59 |
| | US10Y | 2,76 | 1 | -10 | -11 | 118 | 43 |
| Akcje | WIG | 56 929,8 | 1,4 | 2,5 | -2,4 | -11,6 | 0,3 |
| | WIG20 | 1 827,0 | 1,7 | 2,8 | -3,0 | -15,6 | -16,6 |
| | S&P500 | 4 057,8 | 2,0 | 4,0 | -5,4 | -3,3 | 43,6 |
| | NASDAQ100 | 12 276,8 | 2,8 | 3,4 | -8,8 | -10,4 | 68,2 |
| | Shanghai Composite** | 3 141,8 | 0,6 | 1,5 | 5,6 | -12,6 | 8,6 |
| | Nikkei** | 26 775,8 | 0,6 | 1,4 | -0,3 | -6,5 | 26,4 |
| | DAX | 14 231,3 | 1,6 | 2,5 | 1,8 | -7,9 | 17,9 |
| | VIX | 27,50 | -3,1 | -6,3 | -8,3 | 58,4 | 73,5 |
| Surowce | Ropa Brent | 117,4 | 2,8 | 4,6 | 8,9 | 70,4 | 73,1 |
| | Ropa WTI | 114,1 | 1,3 | 1,7 | 8,3 | 71,8 | 95,3 |
| | Złoto | 1845,3 | -0,3 | 0,0 | -2,2 | -3,1 | 43,6 |

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

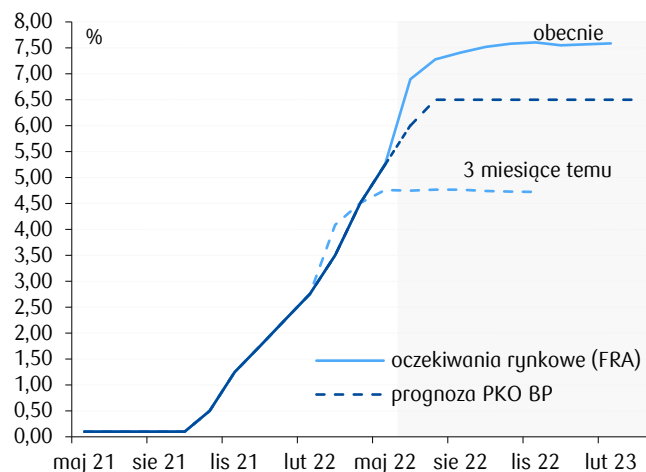
Notowania złotego wobec głównych walut



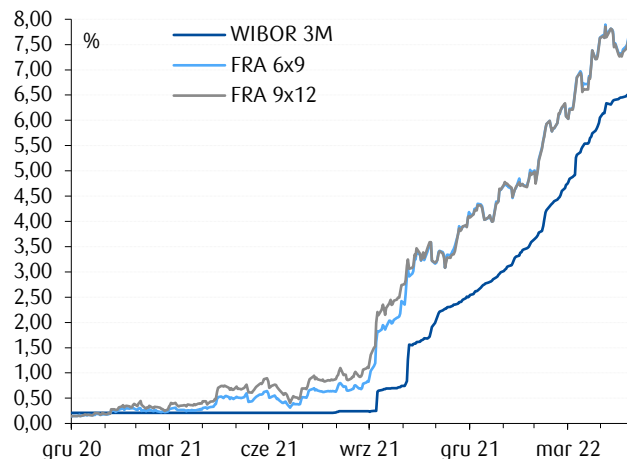
Rentowności polskich obligacji skarbowych



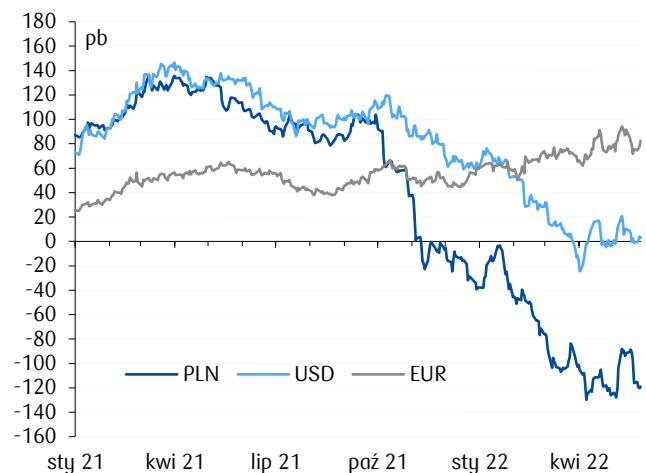
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



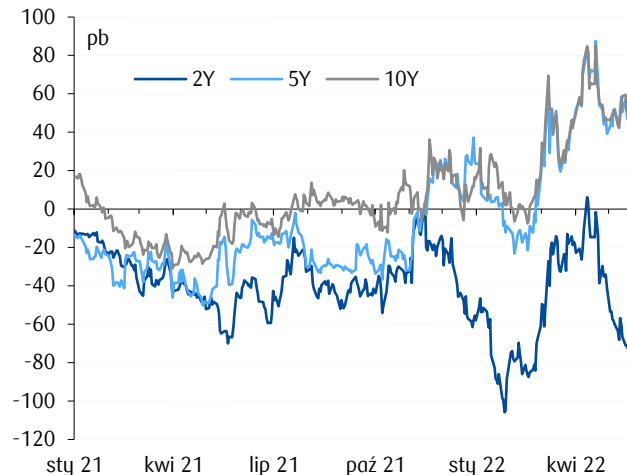
Krótkoterminowe stopy procentowe



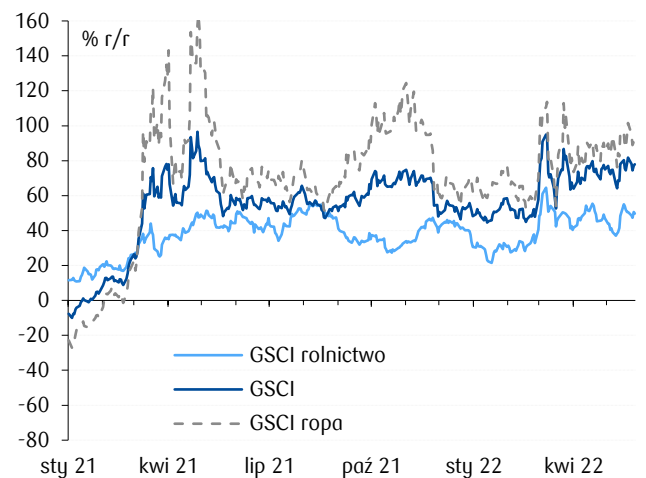
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



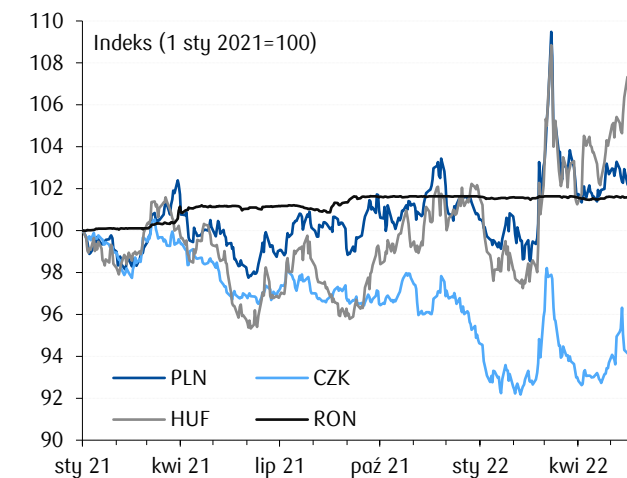
Spread asset swap dla PLN



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.

