

Wydatki finansowane z oszczędności

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Koniec minionego tygodnia przyniósł poprawę nastrojów i odbudowę apetytu na ryzyko na globalnych rynkach, z lokalnym akcentem w postaci wyraźnej aprecjacji złotego.** Amerykańskie indeksy akcyjne wzrosły w skali całego tygodnia, przerywając najdłuższą od 2008 spadkową serię (7 tygodni z rzędu), związaną z rosnącymi obawami przed recesją. Mocne napływy do globalnych funduszy akcyjnych mogą sygnalizować trwalszy powrót apetytu na ryzyko i odwrót kapitału z bezpiecznych przystani w kierunku rynków wschodzących. Dane makro opublikowane w piątek wspierały wzrost apetytu na ryzyko. Utrzymywanie się mocnego wzrostu (realnie!) wydatków Amerykanów miało silniejszą wymowę niż pikowanie stopy oszczędności i dalsze pogorszenie nastrojów konsumentów. O ile większy apetyt na ryzyko przełożył się na wyraźny wzrost indeksów akcyjnych, to względnie stabilne pozostawały bazowe rynki długu (w segmencie 10-letnim rentowność Treasuries nieco powyżej 2,70%, a Bundów poniżej 1,00%) oraz EURUSD (niewielkie wahania bez wyraźnego kierunku powyżej 1,07). Cena ropy Brent wzrosła do blisko 120 USD/b. Większy apetyt na ryzyko uwolnił potencjał aprecjacyjny złotego widoczny już wcześniej, gdy krajowa waluta umacniała się przy wyprzedzaniu ryzykownych aktywów. Kurs EURPLN obniżył się w piątek z 4,61 na początku dnia do niewiele powyżej 4,57 na koniec sesji. Rentowności krajowych obligacji, podobnie jak stawki IRS, rosły wraz z falą wzmocnienia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP uruchomioną po serii mocnych danych z polskiej gospodarki.
- Kluczowe dla rynków wydarzenia tego tygodnia to:** dane inflacyjne z Europy (pn., wt.), indeksy PMI (śr.), a także statystyki z amerykańskiego rynku pracy (śr., pt.). Ważne będą też liczne wypowiedzi bankierów centralnych (m.in. Ch.Lagarde, P.Lane, J.Bullard, J.Williams). **W kraju show skradnie wstępne CPI za maj, a w tle będzie PMI dla przemysłu za maj i pełne dane o PKB za 1q22.**
- Raport z rynku pracy w USA za maj** może potencjalnie pokazać sygnały pogorszenia sytuacji, które widać już w tygodniowych statystykach nt. liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Konsensus wskazuje jednak, że majowe wyniki będą jeszcze mocne, z solidnym wzrostem zatrudnienia i spadkiem

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

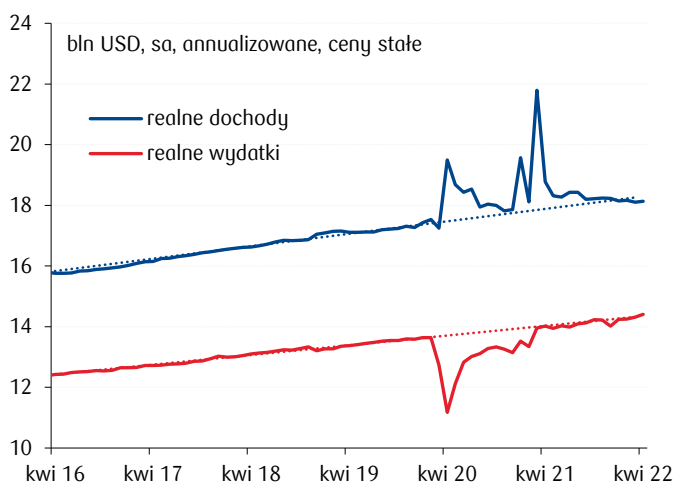
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-05-27	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,5720	-0,9
USDPLN	4,2689	-0,8
CHFPLN	4,4612	-0,4
GBPPLN	5,3738	-0,6
EURUSD	1,0710	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	6,43	3
PL5Y	6,93	4
PL10Y	6,70	4
DE10Y	0,96	-3
US10Y	2,75	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	56 609,9	-0,6
DAX	14 462,2	1,6
S&P500	4 158,2	2,5
Nikkei**	27 360,8	2,2
Shanghai Comp.**	3 140,1	0,3
Surowce:		
Złoto	1852,17	0,4
Ropa Brent	119,86	2,1

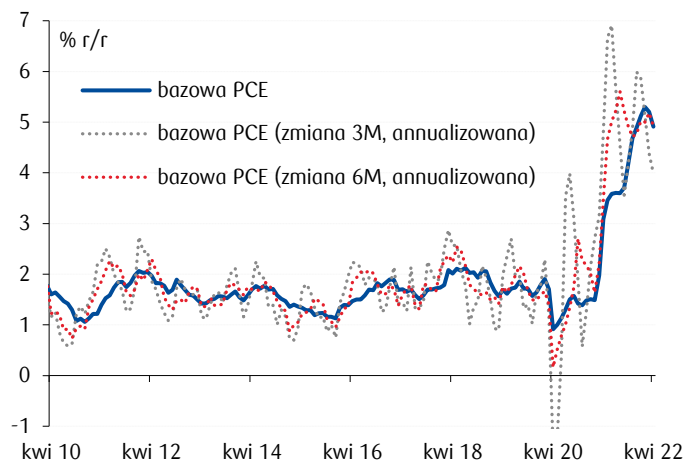
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Realne dochody i wydatki Amerykanów



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Bazowa inflacja PCE w USA



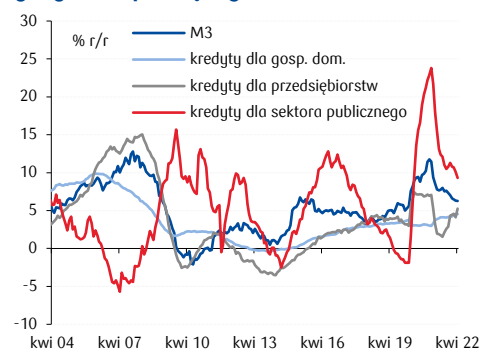
stopy bezrobocia (szczegóły prognoz w kalendarzu). Preludium do piątkowej publikacji NFP będzie tradycyjnie środowy raport ADP.

- **Krajowym hitem tygodnia będzie CPI za maj, spychając w cień majowy PMI oraz szczegółowe dane PKB za 1q22.** Szacujemy, że inflacja CPI w maju wzrosła o ponad 1pp, zbliżając się do 14% r/r, za sprawą wzrostu dynamiki cen żywności oraz paliw. W przypadku PMI za maj przewidujemy lekki spadek z 52,4 pkt. w kwietniu. Szczegółowe dane PKB za 1q22 (8,5% r/r wg szacunku flash) pokażą wg naszych szacunków mocny wzrost konsumpcji (6,7% r/r) oraz umiarkowany wzrost inwestycji (5,0% r/r), przy nadal dużym, dodatnim wkładzie zapasów do wzrostu gospodarczego.
- **Ciekawie zapowiada się posiedzenie MNB (wt.).** Wydaje nam się, że po ostatnich komentarzach przedstawicieli węgierskiego banku centralnego, które zaowocowały mocną przeceną forinta, MNB może zrobić nieco więcej niż oczekuje konsensus, czyli podnieść stopy mocniej niż o 50pb.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **EUR: Wzrost podaży pieniądza M3 w kwietniu spowolnił do 6,0% r/r** (wobec 6,2% r/r w marcu). Dynamika węższego agregatu pieniądza, M1, obniżyła się do 8,2% r/r (wobec 8,8% r/r w marcu). W ujęciu realnym dynamika podaży pieniądza M1 zbliżyła się do zera, co sugeruje, że tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w horyzoncie kilkunastu miesięcy również może osiągnąć taki pułap. Po stronie kreacji pieniądza sytuacja wygląda jednak lepiej, wskazując, że hamowanie gospodarki nie musi być ostre. Kredyty dla gospodarstw domowych w kwietniu rosły stabilnie (4,5% r/r), a dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw wzrosła (do 5,2% r/r z 4,1% r/r w marcu). Dane nie wskazują, aby EBC musiał się mocno spieszyć z normalizacją polityki pieniężnej – procesy monetarne nie wysyłają sygnałów przegrzania gospodarki strefy euro.
- **USA: Inflacja PCE w kwietniu zgodnie z oczekiwaniami spadła do 6,3% r/r** z 6,6% r/r w marcu, a **inflacja bazowa PCE (preferowana przez Fed miara inflacji) spowolniła do 4,9% r/r z 5,2% r/r w marcu.** Naszym zdaniem bazowy wskaźnik PCE minął już szczyt i w najbliższych miesiącach powinien spadać, na co wskazuje m.in. osłabienie jego impetu (średnie ruchome dynamiki m/m). Na razie inflacja PCE (także w ujęciu bazowym) pozostaje jednak na historycznie wysokich poziomach, co dostarcza argumentów do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej Fed.
- **USA: Wydatki Amerykanów na dobra wzrosły w kwietniu o 0,9% m/m** (kons. 0,7%) przy rewizji w górę danych za marzec (do 1,4% m/m z 1,1% m/m). **Wzrost dochodów był minimalnie słabszy od oczekiwań** (0,4% m/m vs 0,5% m/m). W ujęciu realnym w kwietniu wzrosły zarówno wydatki (o 0,7% m/m), jak i dochody (o 0,2% m/m). **Dane wskazują na wzrost realnych wydatków** skumulowany w segmencie samochodów i części oraz usług (gł. HoReCa i turystyka). Widoczna jest postępująca odbudowa wydatków na usługi. W kwietniu drugi raz z rzędu realne wydatki na nie były wyższe niż przed pandemią. Jak na razie wydaje się, że wydatki Amerykanów pozostają w dużej mierze odporne na wpływ wysokiej inflacji i rosną mimo bardzo słabych nastrojów konsumentów. Gorzej wygląda sytuacja po stronie dochodowej. Dochody w ujęciu realnym systematycznie spadają od połowy minionego roku, w związku z czym wzrost wydatków jest pokrywany przez zakumulowane wcześniej oszczędności oraz spadek bieżącej stopy oszczędności. W kwietniu Amerykanie oszczędzili już tylko 4,4% swoich dochodów do dyspozycji, co było najniższą wartością od 2008 i wskazuje na niezwykle szybki spadek tej zmiennej. Jest to również miara dotkliwości wzrostów kosztów życia (przede wszystkim za sprawą wzrostu cen energii, paliw i żywności). Choć spadek stopy oszczędności to niepokojący sygnał, to wydaje nam się, że jeszcze przynajmniej w najbliższych miesiącach wydatki mogą rosnąć solidniej niż się

Dynamika wybranych składowych agregatów pieniężnych w strefie euro



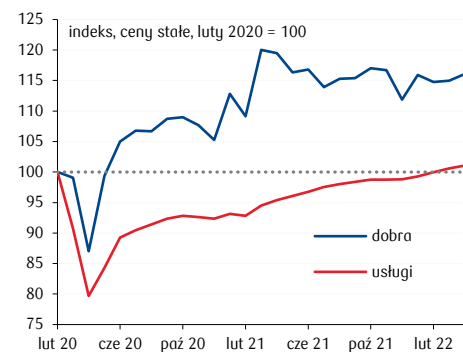
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa oszczędności w USA



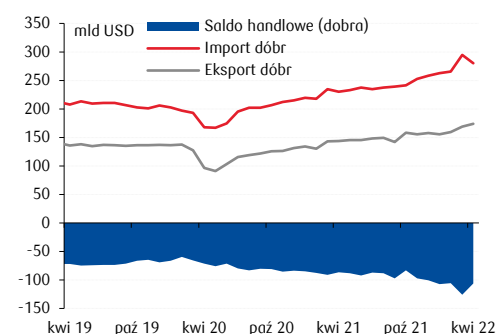
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wydatki Amerykanów na dobra i usługi



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo handlu zagranicznego w USA

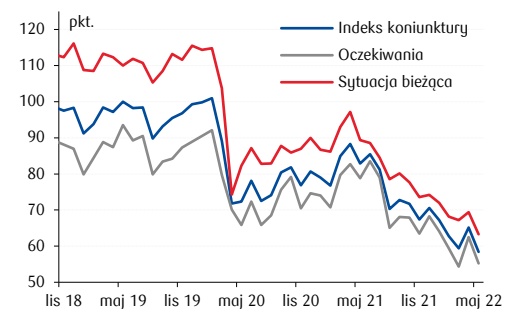


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

nam wcześniej wydawało. Podtrzymujemy natomiast przewidywania, że w 2h22 realne wydatki zaczną spadać.

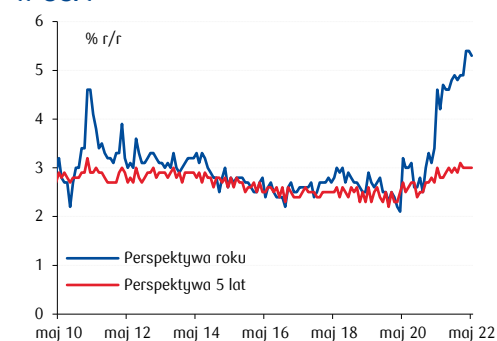
- **USA:** Deficyt w handlu towarami w kwietniu wyniósł 105,9 mld USD i był o 20 mld niższy niż w marcu. Spadek w $\frac{3}{4}$ wynika z niższego importu, a w $\frac{1}{4}$ z wyższego eksportu. Za wzrost eksportu odpowiadała przede wszystkim kategoria żywność i napoje. Z kolei do spadku importu przyczyniły się głównie niższe zakupy dóbr konsumpcyjnych oraz „surowców przemysłowych”, w skład których wchodzi surowce energetyczne.
- **ŚWIAT:** Ministrowie środowiska państw grupy G7 porozumeli się na szczycie w Berlinie w kwestii odejścia od korzystania z węgla oraz dalszego rozwijania energetyki odnawialnej. Jednakże wybuch wojny w Ukrainie spowodował, że krótkoterminowe priorytety klimatyczne się zmieniły. Ministrowie wyrazili jednak nadzieję, że ta zmian będzie tymczasowa, a do 2025 nastąpi eliminacja subsydiowania paliw kopalnych. Komunikat jest sam w sobie lekko sprzeczny, bo jednocześnie podkreślili oni kluczową rolę bezpieczeństwa narodowego i interesów geostrategicznych. Wynik spotkania pokazuje, że w najbliższym czasie rośnie ryzyko przewartościowania polityki klimatycznej krajów wysokorozwiniętych.
- **POL:** Dyrektor Departamentu Stabilności Finansowej NBP O.Szczepańska napisała w [artykule](#), że powinna nastąpić normalizacja polityki makroostrożnościowej po okresie jej rozluźnienia w trakcie szoków związanych z pandemią. Choć system bankowy dysponuje relatywnie wysokimi zasobami kapitału (ok. 90 mld PLN ponad minimalne wymogi), jej zdaniem wskazana byłaby zmiana jednego z instrumentów (buforu ryzyka systemowego wynoszącego 0% lub antycyklicznego buforu kapitałowego, który obecnie wynosi 0%, a przed 18 marca 2020 wynosił 3%), aby zwiększyć wymogi kapitałowe.
- **USA:** Indeks koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan za maj wg finalnych danych spadł silniej niż wskazywały wstępne wyniki (do 58,4 pkt. vs 59,1 pkt. we wstępnym odczycie). Do spadku przyczyniła się zarówno gorsza ocena sytuacji bieżącej (słabsze perspektywy zakupu nieruchomości i dokonywania ważnych zakupów), jak i mniej korzystne oczekiwania dotyczące przyszłości (wysoka inflacja). Jednocześnie nieznacznie zmniejszył się odsetek gospodarstw oczekujących pogorszenia osobistej sytuacji finansowej. Na wysokim poziomie pozostają oczekiwania inflacyjne, głównie krótkoterminowe. Oczekiwana inflacja w ciągu 5 lat ma wynieść ok. 3%, czyli nieco powyżej średniej dla tego wskaźnika z poprzedniej dekady.

Koniunktura konsumencka w USA wg Uniwersytetu Michigan



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Oczekiwania inflacyjne konsumentów w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 27 maja						
EUR: Podaż pieniądza M3 (kwi)	10:00	% r/r	6,2	6,3	--	6,0
USA: Bilans handlowy (kwi)	14:30	mld USD	-125,3	--	--	--
USA: Dochody Amerykanów (kwi)	14:30	% m/m	0,5	0,5	--	0,4
USA: Wydatki Amerykanów (kwi)	14:30	%m/m	1,4	0,6	--	0,9
USA: Deflator PCE (kwi)	14:30	% r/r	6,6	6,3	--	6,3
USA: Inflacja bazowa PCE (kwi)	14:30	% r/r	5,2	4,9	--	4,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, rew.)	16:00	pkt.	65,2	59,1	--	58,4
Poniedziałek, 30 maja						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (maj)	11:00	pkt.	105,0	104,8	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, rew.)	11:00	pkt.	-21,1	-21,1	--	--
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	7,4	7,5	--	--
GER: Inflacja HICP (maj, wst.)	14:00	% r/r	7,8	8,0	--	--
Wtorek, 31 maja						
POL: Wzrost PKB (1q)	10:00	% r/r	7,6	8,5	8,5	--
POL: Konsumpcja prywatna (1q)	10:00	% r/r	8,0	7,3	6,7	--
POL: Inwestycje (1q)	10:00	% r/r	5,2	5,4	5,0	--
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	10:00	% r/r	12,4	13,6	13,5-14,0	--
EUR: Inflacja HICP (maj)	11:00	% r/r	7,5	7,7	--	--
EUR: Inflacja bazowa (maj, wst.)	11:00	% r/r	3,5	3,5	--	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	5,40	5,90	6,00	--
USA: Ceny nieruchomości (mar)	15:00	% r/r	20,2	19,7	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (maj)	16:00	pkt.	107,3	103,9	--	--
Środa, 1 czerwca						
CHN: PMI w przetwórstwie (maj)	3:45	pkt.	46,0	49,5	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (maj)	9:00	pkt.	52,4	52,3	52,1	--
GER: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	9:55	pkt.	54,6	54,7	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	10:00	pkt.	55,5	54,4	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (maj)	16:00	pkt.	55,4	55,0	--	--
USA: Raport JOLTS (kwi)	16:00	mln	11,5	--	--	--
Czwartek, 2 czerwca						
USA: Raport ADP (maj)	14:15	tys.	247	--	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	210	210	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (kwi)	16:00	% m/m	2,2	0,7	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (kwi, rew.)	16:00	% m/m	0,6	0,4	--	--
Piątek, 3 czerwca						
GER: Eksport (kwi)	8:00	% m/m	-3,3	1,4	--	--
GER: Import (kwi)	8:00	% m/m	3,4	1,3	--	--
EUR: PMI w usługach (maj, rew.)	10:00	pkt.	57,7	56,3	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (kwi)	11:00	% r/r	0,8	5,1	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (maj)	14:30	tys.	428	350	--	--
USA: Stopa bezrobocia (maj)	14:30	%	3,6	3,5	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (maj)	14:30	% r/r	5,5	5,2	--	--

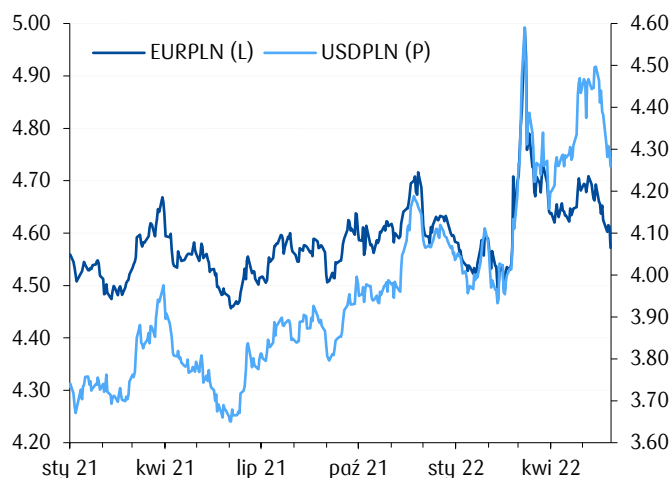
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

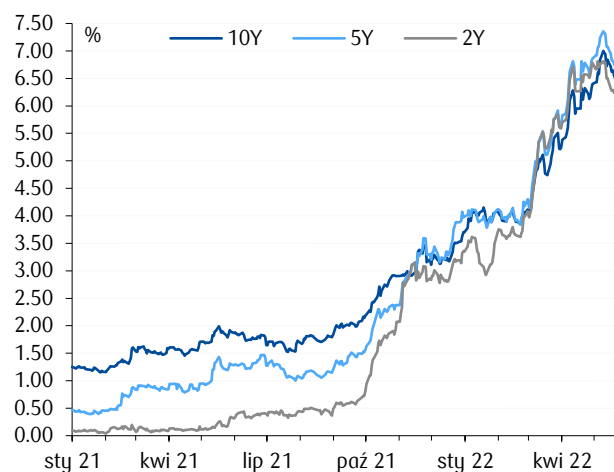
		Wartość 2022-05-27	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,5720	-0,9	-1,1	-2,3	1,9	6,4
	USDPLN	4,2689	-0,8	-2,6	-3,8	16,1	11,0
	CHFPLN	4,4612	-0,4	-0,7	-2,4	9,0	17,0
	GBPPLN	5,3738	-0,6	-1,8	-3,6	2,7	10,3
	EURUSD	1,0710	-0,1	1,4	1,5	-12,2	-4,2
	EURCHF	1,0248	-0,5	-0,5	0,1	-6,4	-9,1
	GBPUSD	1,2615	0,3	1,2	0,5	-11,1	-0,5
	USDJPY	127,13	-0,2	-0,7	-1,9	15,9	16,1
	EURCZK	24,70	-0,1	0,2	0,4	-2,9	-4,5
	EURHUF	393,80	0,7	2,6	4,1	13,2	20,4
Obligacje	PL2Y	6,43	3	20	-35	612	478
	PL5Y	6,93	4	22	7	562	477
	PL10Y	6,70	4	21	30	478	392
	DE2Y	0,35	2	1	9	100	99
	DE5Y	0,66	-2	1	-2	122	121
	DE10Y	0,96	-3	2	2	113	112
	US2Y	2,50	1	-9	-20	235	37
	US5Y	2,74	2	-7	-18	192	66
	US10Y	2,75	-1	-4	-14	114	48
Akcje	WIG	56 609,9	-0,6	1,7	-2,0	-13,4	-0,5
	WIG20	1 810,7	-0,9	1,6	-2,6	-18,0	-17,4
	S&P500	4 158,2	2,5	6,6	0,6	-1,0	48,4
	NASDAQ100	12 681,4	3,3	7,1	-1,3	-7,1	74,2
	Shanghai Composite**	3 140,1	0,3	-0,2	3,1	-13,0	7,9
	Nikkei**	27 364,0	2,2	2,3	1,9	-4,2	28,7
	DAX	14 462,2	1,6	3,4	2,6	-6,1	20,2
	VIX	25,72	-6,5	-12,6	-23,0	53,6	47,0
Surowce	Ropa Brent	119,9	2,1	6,4	11,2	72,4	71,7
	Ropa WTI	115,1	0,9	4,7	9,9	72,1	94,6
	Złoto	1852,2	0,4	0,5	-3,0	-2,1	44,8

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

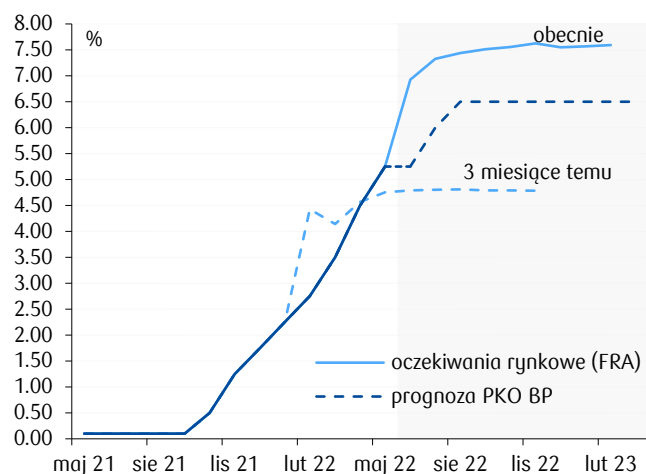
Notowania złotego wobec głównych walut



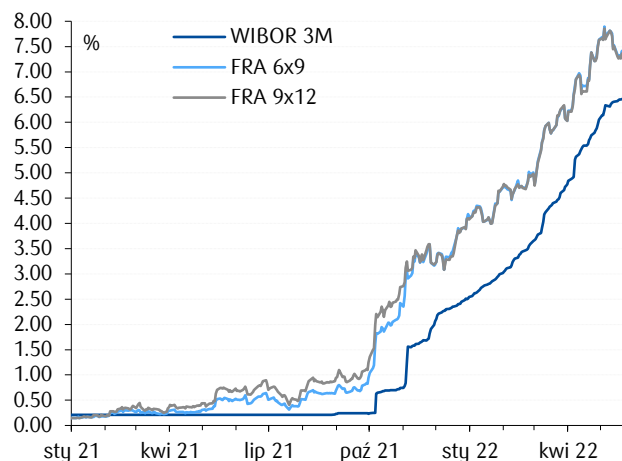
Rentowności polskich obligacji skarbowych



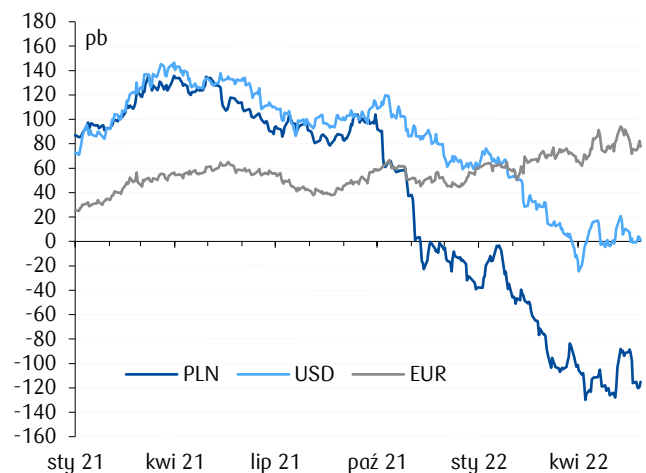
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



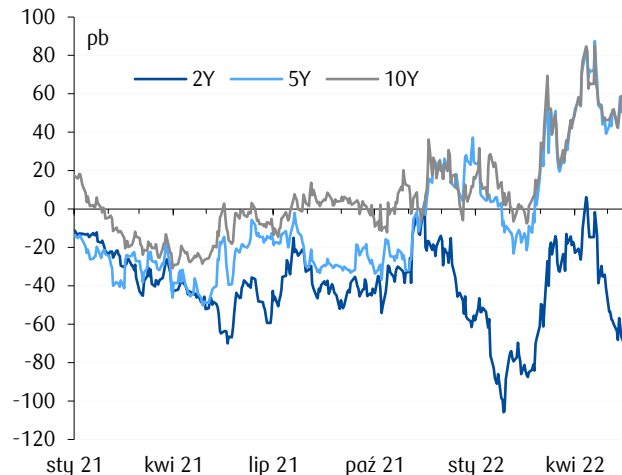
Krótkoterminowe stopy procentowe



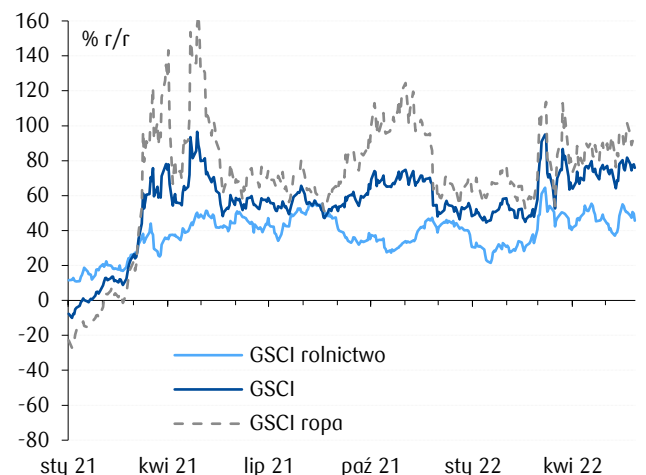
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



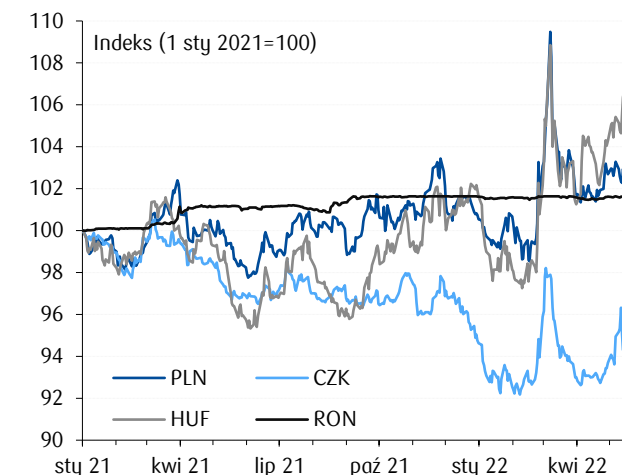
Spread asset swap dla PLN



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.

