

## Inflacja jak w czasach szoku naftowego

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Indeksy akcyjne w Europie kontynuowały wczoraj wzrost, a rentowności obligacji rosły przy wzmocnieniu oczekiwań na podwyżki stóp procentowych EBC po danych o rekordowo wysokiej inflacji w Niemczech. Notowania spółek, w szczególności producentów dóbr luksusowych, były wspierane przez informacje o łagodzeniu obostrzeń pandemicznych w Szanghaju. EURUSD pozostawał na ścieżce wzrostowej przesuując się stopniowo do 1,08 (dziś rano połowa wczorajszego ruchu została skorygowana). Ceny ropy Brent pierwszy raz od krótkiego epizodu na początku marca przekroczyły wczoraj 120 USD/b. Sprzyjały temu informacje o niskich zapasach produktów rafinacji ropy naftowej oraz oczekiwanie na decyzję UE ws. embarga na rosyjską ropę. Ogłoszona w nocy decyzja o wprowadzeniu embarga (efektywnie import rosyjskiej ropy do UE ma przed końcem tego roku zmaleć o 90%) podbiła dziś rano cenę Brent do powyżej 123 USD/b. Złoty wczoraj lekko słabł i EURPLN wzrósł na koniec dnia do 4,5850. Na krajowym rynku długu rentowności na krótkim końcu nieznacznie wzrosły, a na długim spadły.
- Wstępny szacunek krajowej inflacji CPI za maj** pokaże, że procesy cenowe nie tracą siły. Szacujemy, że inflacja CPI wzrosła do 14,0% r/r z 12,4% r/r w kwietniu, głównie za sprawą cen żywności i paliw, ale też wzrostu inflacji bazowej (8,1% r/r). Biorąc pod uwagę zapewnienia RPP, że będzie podnosić stopy procentowe tak długo, jak długo będzie rosła inflacja, skok CPI w maju może podsyć oczekiwania na zdecydowany ruch na posiedzeniu Rady w czerwcu (75-100pb).
- Szczegółowe dane o krajowym PKB za 1q22** (8,5% r/r w szacunku flash) pokażą wg nas mocny wzrost konsumpcji (6,7% r/r) oraz umiarkowany wzrost inwestycji (5,0% r/r). Podobnie jak w poprzednich kwartałach, prawdopodobnie utrzyma się duży, dodatni wkład zapasów do wzrostu.
- MNB na dzisiejszym posiedzeniu może podnieść stopy silniej, niż zakłada konsensus, czyli o więcej niż 50pb.** Ostatnie, łagodne komentarze przedstawicieli węgierskiego banku centralnego przyczyniły się do mocnej przeceny forinta, co może teraz wymusić bardziej zdecydowaną reakcję władz monetarnych.

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

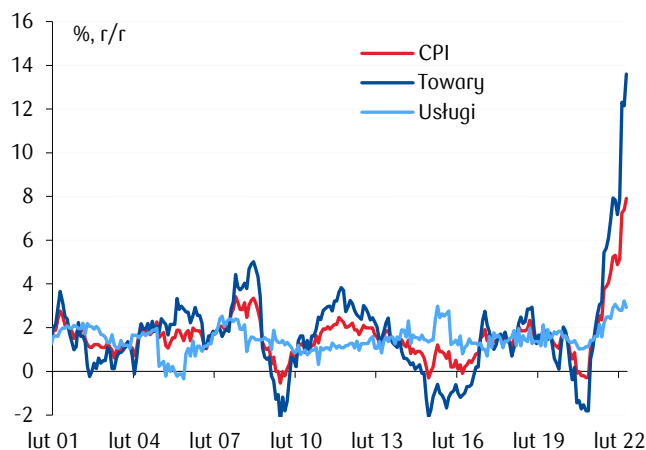
www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-05-30	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,5847	0,3
USDPLN	4,2531	-0,4
CHFPLN	4,4417	-0,4
GBPPLN	5,3805	0,1
EURUSD	1,0780	0,6
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	6,51	8
PL5Y	6,89	-4
PL10Y	6,62	-9
DE10Y	1,05	8
US10Y	2,75	0
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	57 836,8	2,2
DAX	14 576,0	0,8
S&P500	4 158,2	0,0
Nikkei**	27 286,1	-0,3
Shanghai Comp.**	3 171,3	0,7
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1857,22	0,3
Ropa Brent	121,87	1,9

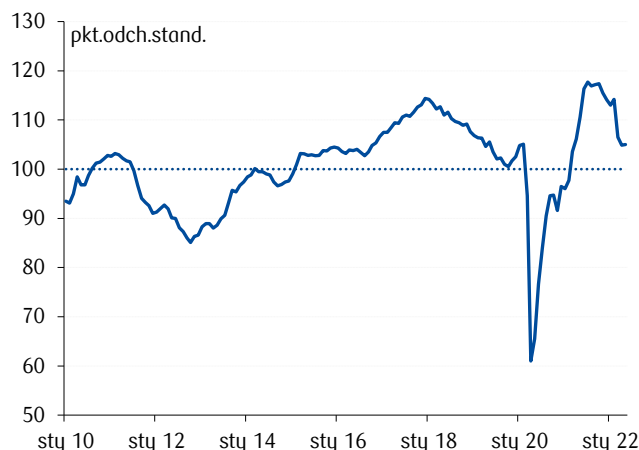
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Inflacja CPI w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Indeks ESI dla strefy euro

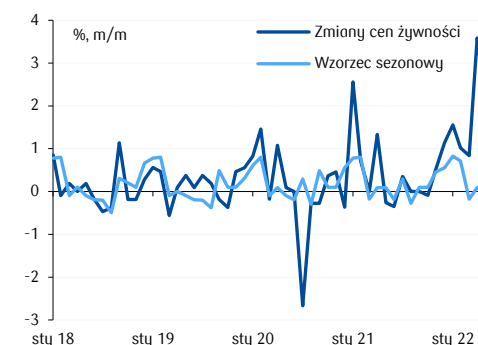


- **Konsensus wskazuje, że inflacja HICP w strefie euro w maju wzrosła do 7,7% r/r z 7,5% r/r w kwietniu.** Widoczne wczoraj negatywne niespodzianki w danych z Niemiec i Hiszpanii wskazują na spore prawdopodobieństwo wyższego od konsensusu wyniku dla całej strefy euro.

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

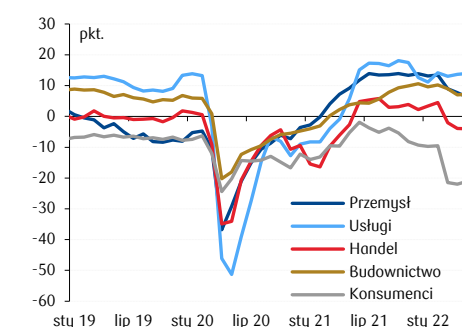
- **UE: Unijni przywódcy osiągnęli w nocy porozumienie, które pozwoli włączyć do 6. pakietu sankcji przeciwko Rosji zakaz eksportu do Europy rosyjskiej ropy naftowej i produktów ropopochodnych.** Z sankcji tymczasowo wyłączone będą dostawy ropy odbywające się ropociągami. Mimo tego, wg U. von der Leyen, sankcje obejmą 90% rosyjskiej ropy, która obecnie trafia do UE. Dyskusja w sprawie rozszerzenia sankcji na ropę podbiła jej ceny, które przebiły poziom 120USD/b. Tego ruchu najprawdopodobniej nie będzie kontrował OPEC, którego wirtualne spotkanie zaplanowano na środę.
- **GER: Inflacja w Niemczech ponownie przebiła oczekiwania.** Wskaźnik CPI wzrósł do 7,9% r/r z 7,4% r/r w kwietniu, a liczony według zharmonizowanej, unijnej metodyki wskaźnik HICP do 8,7% r/r z 7,8% r/r miesiąc wcześniej. Niemiecki urząd statystyczny zwrócił uwagę w komentarzu, że zbliżony do obecnego poziomu inflacji był w Niemczech ostatnio notowany zimą 1973/74, podczas pierwszego kryzysu naftowego. W maju 2022 inflację CPI podbijały przede wszystkim ceny towarów, których wzrost przyspieszył do 13,6% r/r z 12,2% r/r, podczas gdy wzrost cen usług spowolnił do 2,9% r/r z 3,2% r/r. Wysoka inflacja w Niemczech to głównie skutek szoku energetycznego, który stał się wyraźnie widoczny po ataku Rosji na Ukrainę. W jego rezultacie ceny energii wzrosły w maju o 38,3% r/r. Ceny żywności, kolejny miesiąc z rzędu, rosły znacznie szybciej niż wynika z wzorca sezonowego, o 2,1% m/m (przy medianie za ostatnie 5 lat na poziomie 0,1% m/m). W rezultacie ich roczna dynamika przyspieszyła do 11,1%. Siła procesów inflacyjnych w niemieckiej gospodarce jest istotnym argumentem za szybką normalizacją polityki pieniężnej EBC.
- **EUR: P.Lane, członek zarządu i główny ekonomista EBC, powtórzył zapewnienia Ch.Lagarde, że normalizacja polityki pieniężnej będzie stopniowa.** Stwierdził, że normalizacja w naturalny sposób koncentruje się na ruchach po 25pb, więc podwyżki o 25pb w lipcu i we wrześniu są scenariuszem bazowym. P.Lane nie odpowiedział na pytanie o poziom stopy neutralnej. Stwierdził natomiast, że bank koncentruje się obecnie na ścieżce stóp i kolejnym ruchom będzie towarzyszyła ocena dynamiki inflacji. Oceniał, że stopy ustabilizują się na poziomie, który zapewni powrót inflacji do celu na poziomie 2%, a bankierzy centralni powinni pozostać otwarci na docelowy poziom stóp, który będzie skutkiem tej sekwencji ruchów.
- **EUR: Indeks ESI dla strefy euro w maju wzrósł nieznacznie do 105 pkt.** z 104,9pkt. w kwietniu. W porównaniu z poprzednim miesiącem niewielkiej poprawie uległa ocena koniunktury w usługach i budownictwie, pogorszyły się z kolei nastroje w handlu i przemyśle (m.in. za sprawą słabszych zamówień i produkcji). Utrzymały się pozytywne prognozy zatrudnienia. Oczekiwania cenowe były nadal na historycznie wysokim poziomie, jednak nieco spadły we wszystkich branżach, za wyjątkiem handlu. Nieco lepsze niż przed miesiącem były w maju nastroje konsumentów. Już drugi miesiąc z rzędu obserwujemy spadek oczekiwań inflacyjnych konsumentów, po tym jak w marcu zostały one gwałtownie podbite przez atak Rosji na Ukrainę.
- **POL: Wskaźnik ESI dla polskiej gospodarki w maju spadł do 97,8 pkt.** ze 98,6 pkt. w kwietniu. Lekkiej poprawie nastrojów w usługach towarzyszyło pogorszenie „sentymetu” w budownictwie, przemyśle i handlu. Głębszy niż przed miesiącem był też pesymizm konsumentów, a mierzący ich nastroje indeks spadł do -15,8 pkt. z -14,9 pkt. Pogorszenie nastrojów było w maju dość szerokie i prawdopodobnie wynikało z osłabienia dynamiki dochodów

#### Ceny żywności w Niemczech na tle wzorca sezonowego\*



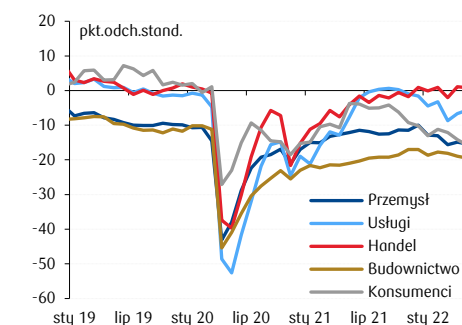
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.\*5-letnia mediana

#### Koniunktura w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Koniunktura w Polsce wg KE



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

realnych i utrzymywania się obaw związanych z wojną. **Opracowywany przez Komisję Europejską wskaźnik oczekiwań inflacyjnych konsumentów w Polsce spadł w maju do 55,9 pkt. z 57,0 pkt. w kwietniu.**

- **USA:** Ch.Waller z zarządu Fed powiedział, że popiera podwyżki o 50pb na kilku kolejnych posiedzeniach FOMC i nie opowie się za spowolnieniem tempa zacieśniania, dopóki nie zobaczy spadku inflacji w kierunku celu. Bankier centralny wspiera tym samym podniesienie stóp powyżej poziomu neutralnego przed końcem roku, co jego zdaniem ograniczy popyt na produkty i pracę, i zrówna je z ograniczoną podażą. Dla Ch.Wallera kluczową kwestią jest obecnie niedopuszczenie do odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Nie ma z kolei obaw związanych z negatywnym wpływem podwyżek stóp na rynek pracy. Jego zdaniem stopa bezrobocia wzrośnie, ale tylko nieznacznie, ponieważ popyt na pracę jest silny, a rynek pracy pozostaje napięty i są poważne problemy z zapewnianiem wakatów.
- **POL:** Agencja Moody's oceniła, że uchwalenie przez Sejm nowelizacji ustawy o Sądzie Najwyższym, która likwiduje jego Izbę Dyscyplinarną, jest **pozytywne dla profilu kredytowego Polski**, ponieważ otwiera drogę do akceptacji polskiego KPO przez Komisję Europejską i odblokowuje dostęp do unijnych środków.
- **CHN:** Indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa (wg CFLP) w maju wzrósł do 49,6 pkt. z 49,1 pkt. miesiąc wcześniej, odzwierciedlając mniejsze natężenie restrykcji, które pozwoliło na zmniejszenie opóźnień w dostawach towarów i zaowocowało wzrostem zamówień. Mimo tego wszystkie komponenty indeksu uplasowały się w maju poniżej neutralnego poziomu 50 pkt., co pokazuje skalę wyzwań, z którą zmierzają się chińskie władze, by zrealizować zaplanowany na 2022 cel wzrostu gospodarczego na poziomie około 5,5%.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 27 maja</b>						
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
<b>Poniedziałek, 30 maja</b>						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (maj)	11:00	pkt.	104,9	104,8	--	105
EUR: Koniunktura konsumencka (maj, rew.)	11:00	pkt.	-22	-21,1	--	-21,1
GER: Inflacja CPI (maj, wst.)	14:00	% r/r	7,4	7,5	--	7,9
GER: Inflacja HICP (maj, wst.)	14:00	% r/r	7,8	8,0	--	8,7
<b>Wtorek, 31 maja</b>						
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	13,9	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	--	--
<b>Środa, 1 czerwca</b>						
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	--	--	--
<b>Czwartek, 2 czerwca</b>						
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	--	--
<b>Piątek, 3 czerwca</b>						
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	--	--

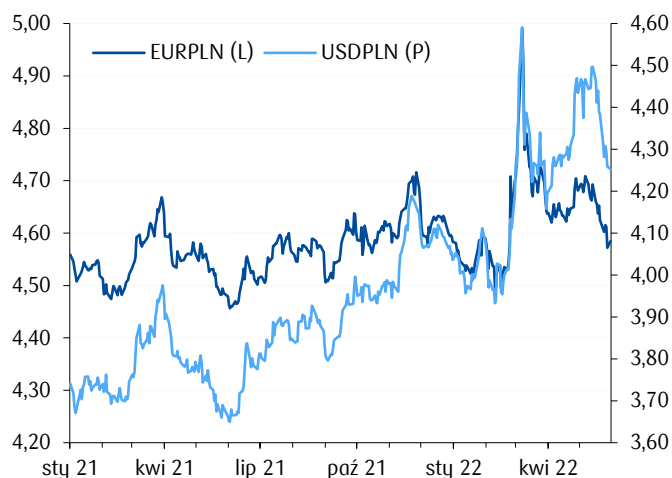
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

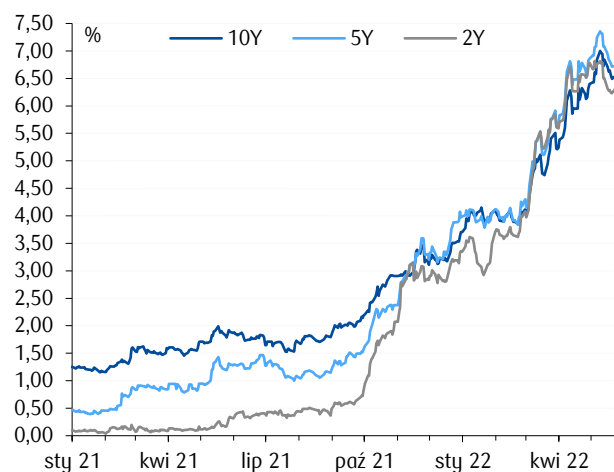
		Wartość 2022-05-30	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,5847	0,3	-0,5	-2,3	2,2	7,1
	USDPLN	4,2531	-0,4	-1,5	-4,7	15,5	10,7
	CHFPLN	4,4417	-0,4	-0,7	-2,7	8,6	16,3
	GBPPLN	5,3805	0,1	-0,9	-3,6	3,1	11,1
	EURUSD	1,0780	0,6	1,0	2,4	-11,5	-3,3
	EURCHF	1,0322	0,7	0,2	0,4	-5,9	-7,9
	GBPUSD	1,2646	0,2	0,6	1,0	-10,8	0,3
	USDJPY	127,64	0,4	0,0	-2,0	16,1	17,6
	EURCZK	24,72	0,1	0,3	0,0	-3,0	-4,3
	EURHUF	392,95	-0,2	2,7	3,1	12,9	20,9
<b>Obligacje</b>	PL2Y	6,51	8	20	-16	617	485
	PL5Y	6,89	-4	17	-2	559	478
	PL10Y	6,62	-9	7	19	472	397
	DE2Y	0,44	9	3	21	110	110
	DE5Y	0,76	10	2	9	133	134
	DE10Y	1,05	8	2	9	123	125
	US2Y	2,50	0	-13	-23	235	55
	US5Y	2,74	0	-14	-27	194	81
	US10Y	2,75	0	-11	-25	116	61
<b>Akcje</b>	WIG	57 836,8	2,2	1,2	1,7	-12,6	-0,1
	WIG20	1 858,6	2,6	1,2	1,9	-16,9	-17,0
	S&P500	4 158,2	0,0	4,6	0,1	-1,1	51,1
	NASDAQ100	12 681,4	0,0	5,4	-3,0	-7,3	77,9
	Shanghai Composite**	3 170,8	0,7	0,8	4,1	-11,9	9,4
	Nikkei**	27 285,2	-0,3	1,1	1,7	-6,4	32,4
	DAX	14 576,0	0,8	2,8	4,6	-6,1	24,3
	VIX	25,72	0,0	-9,7	-20,5	53,5	37,5
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	121,9	1,9	7,3	13,0	74,8	87,7
	Ropa WTI	115,1	0,0	1,8	9,4	73,5	115,1
	Złoto	1857,2	0,3	0,2	-0,2	-2,0	42,9

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

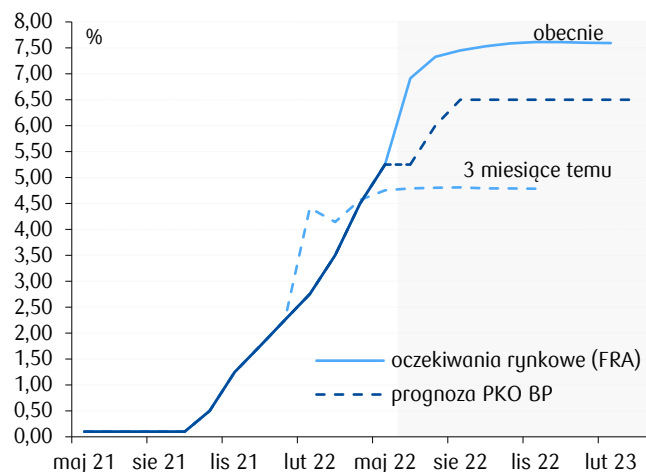
## Notowania złotego wobec głównych walut



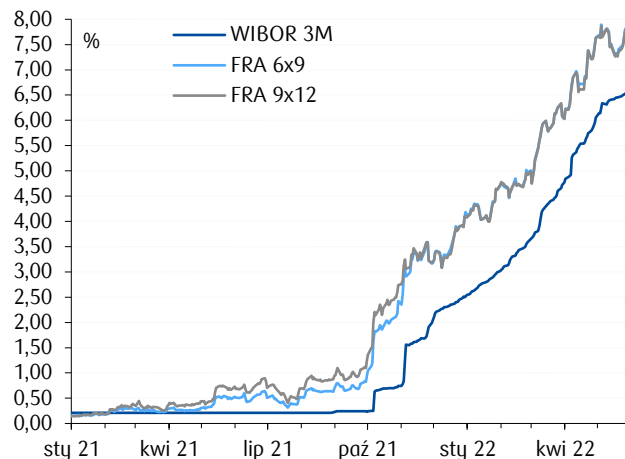
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



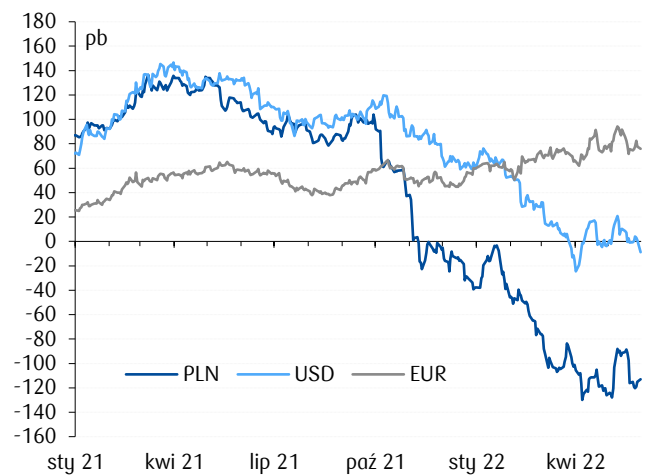
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



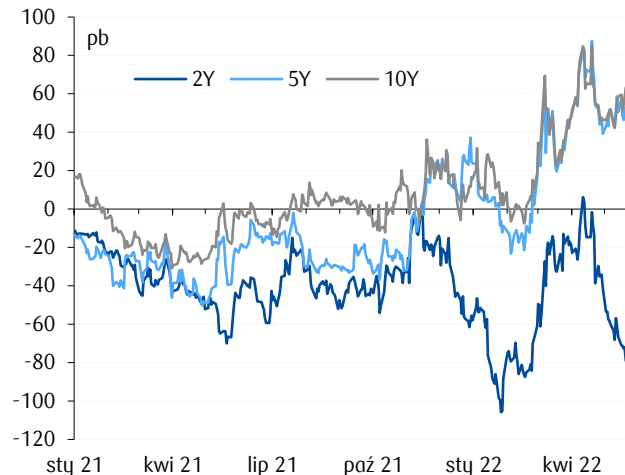
### Krótkoterminowe stopy procentowe



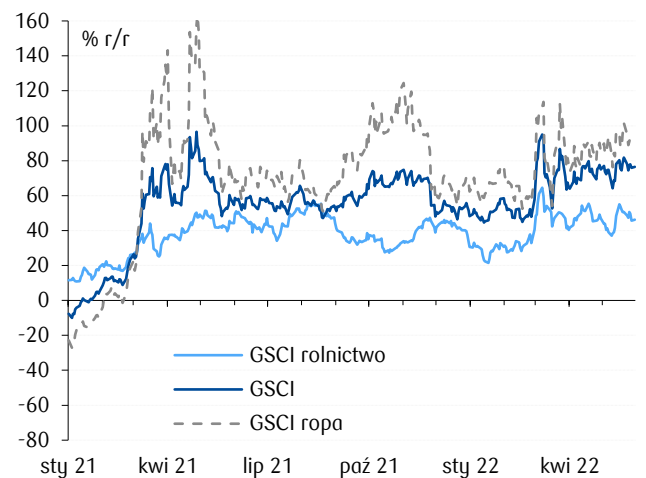
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



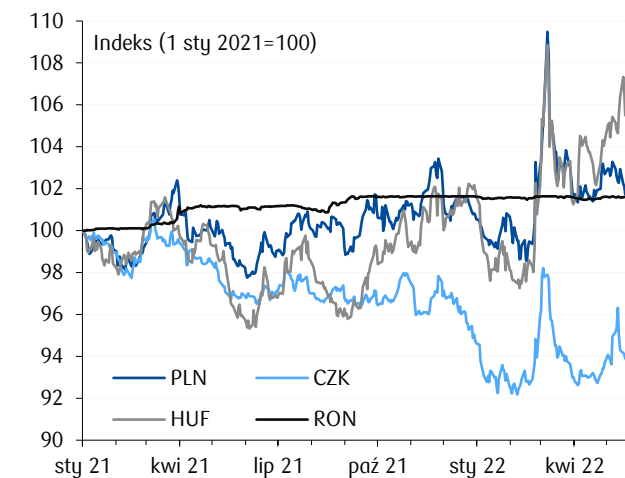
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

