

## Dwucyfrowa inflacja, dwucyfrowy wzrost PKB?

### W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Piątek upłynął pod znakiem spadków indeksów akcyjnych, w największym stopniu na Wall Street. Rozczarowaniem dla inwestorów okazały się wyniki spółek (m.in. Verizon, AmEx). Nastrojom nadal nie sprzyjała też perspektywa agresywnych podwyżek stóp Fed. Rynek wycenia już 4 podwyżki po 50pb do września (na każdym posiedzeniu FOMC). Rentowności 10-letnich Treasuries pozostawały w trendzie bocznym, a dolar umocnił się. W Chinach rośnie prawdopodobieństwo lockdownu regionu Pekinu, w skali podobnej jak w Szanghaju. Ze względu na obawy o znaczący spadek popytu i zakłócenia podaży, cena ropy spadła o 3%, w tym WTI poniżej 100 USD/bbl. Z kolei Indonezja, największy światowy producent oleju palmowego, zdecydowała się zakazać eksportu tego towaru ze względu na braki na lokalnym rynku. Zwiększa to globalną presję na ceny żywności, co będzie szczególnie dotkliwie dla państw rozwijających się. Na krajowym rynku widać było nasilenie oczekiwań na podwyżki stóp. Rentowności obligacji rosły, a złoty na koniec dnia osłabił się.
- Wstępne wyniki II tury wyborów prezydenckich we Francji wskazują na **pewne zwycięstwo dotychczasowego prezydenta E. Macrona**, który uzyskał 58,5% głosów wobec 41,5% dla M. Le Pen. W reakcji na wynik wyborów euro chwilowo umocniło się w nocy wobec dolara, a dziś można spodziewać się zawężenia francuskich spreadów kredytowych oraz wzrostów na europejskich parkietach - szczególnie francuskich indeksów akcyjnych.
- **Prawie wszystkie najważniejsze wydarzenia tygodnia skumulowane będą w czwartek i piątek. Wśród najważniejszych będą odczyty inflacyjne ze strefy euro (pt.) i USA (pt.).** W strefie euro oczekiwana jest stabilizacja inflacji HICP w kwietniu na poziomie 7,4% r/r. Ewentualna niespodzianka w górę mogłaby wzmocnić jastrzębie skrzydło w EBC, które wg medialnych doniesień aktywnie buduje większość, która w 2h22 przesądziłaby o rozpoczęciu podwyżek stóp procentowych. Takiego wzmocnienia nie potrzebują natomiast Amerykanie. Ewentualne przebicie oczekiwań wzrostu inflacji bazowej PCE w marcu do 5,3% r/r nie zmienia podejścia członków FOMC, którzy już teraz

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-04-22	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,6473	0,1
USDPLN	4,3128	0,8
CHFPLN	4,5026	0,2
GBPPLN	5,5322	-0,8
EURUSD	1,0776	-0,6
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	6,57	0
PL5Y	6,79	8
PL10Y	6,32	10
DE10Y	0,92	0
US10Y	2,91	-1
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	60 903,7	-2,3
DAX	14 142,1	-2,5
S&P500	4 271,8	-2,8
Nikkei**	26 636,4	-1,7
Shanghai Comp.	3 086,9	0,2
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1928,45	-0,8
Ropa Brent	106,63	-1,8

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.

### Krajowa aktywność gospodarcza w danych miesięcznych



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Negatywne skutki wojny w Ukrainie zgłaszane przez firmy w Polsce



zamierzają podnieść stopy procentowe w krokach po 50pb na majowym i prawdopodobne, że również na czerwcowym posiedzeniu.

- **Oprócz wskaźników inflacyjnych, wśród danych makro z zagranicy warto też zwrócić uwagę na kolejne wskaźniki koniunktury.** Dzisiejsza publikacja indeksu Ifo za kwiecień pokaże obraz stanu niemieckiej gospodarki po drugim miesiącu wojny w Ukrainie i przy nasilaniu się zakłóceń dostaw z Chin. Z kolei kolejne wnioski o kondycji amerykańskich gospodarstw domowych będzie można wyciągnąć z odczytów indeksów Conference Board (wt.) oraz Uniwersytetu Michigan (pt.).
- **Bardziej na drugim planie będą mocno historyczne w obecnych okolicznościach pierwsze szacunki wzrostu PKB w 1q22, m.in. w USA (czw), strefie euro (pt) i Czechach (pt).** Pokażą one obraz gospodarki w okresie „przedwojennym”, a niewiele powiedzą o bieżących trendach.
- **Decyzje banków centralnych w tym tygodniu to węgierski MNB (wt.), szwedzki Riksbank (czw.) oraz Bank Rosji (pt.).** Węgrzy, wg konsensusu, podniosą stopę bazową o 100pb do 5,40%, goniąc tym samym tygodniową stopę depozytową wynoszącą 6,15%. W przypadku Riksbanku oczekujemy braku zmian. Z kolei Rosjanie mogą zdecydować się na obniżkę stóp.
- **Wśród krajowych danych makro najbardziej interesujący będzie wstępny szacunek inflacji CPI za kwiecień (pt.).** Oczekujemy, że inflacja ponownie wyraźnie wzrośnie, chociaż jej impet będzie już słabszy niż w marcu. Dziś poznamy **statystyki pieniężne za marzec**, ze słabszym wzrostem podaży pieniądza (wg naszego szacunku 7,6% r/r vs 8,0% r/r w lutym). We wtorek, wraz z Biuletynem Statystycznym, poznamy oficjalne dane o **stopie bezrobocia rejestrowanego w marcu**. Szacunek MRiPS wskazuje na spadek do 5,4%, czyli słabiej niż oczekiwano (PKO i konsensus: 5,3%).
- W piątek wieczorem powinien się pojawić **raport Moody's z przeglądem ratingu Polski**. Nie spodziewamy się zmiany ratingu („A2” z perspektywą stabilną).
- **Ministerstwo Finansów powinno w tym tygodniu opublikować Aktualizację Programu Konwergencji**, w którym przedstawi plan fiskalny i prognozy najważniejszych wskaźników makro na ten rok i kolejne lata.

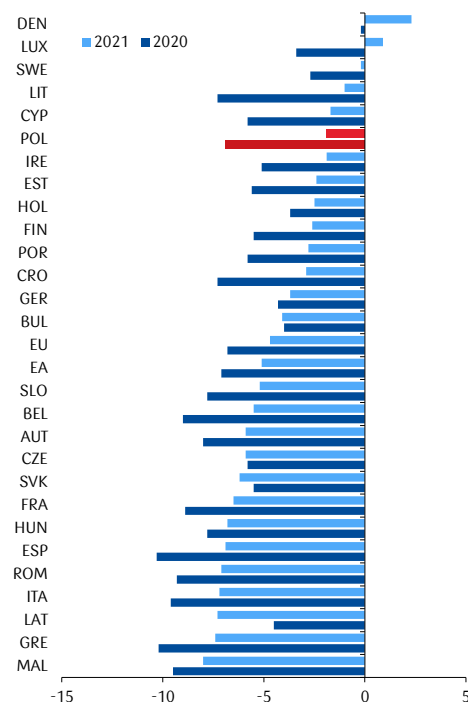
#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Produkcja budowlana w marcu wzrosła o 27,6% r/r** (PKO i kons.: 15,2% r/r), pomimo wyjazdów ukraińskich pracowników budowlanych oraz trudnych warunków atmosferycznych. Najsilniejszy wzrost odnotował segment budowy budynków (44,9% r/r) przy mocnych wynikach w pozostałych segmentach. Z kolei dane „wyprzedzające” z segmentu mieszkaniowego (dane o pozwoleniach na budowę i nowo rozpoczętych inwestycjach) wskazują na postępujące spadki ze szczytów osiągniętych w połowie 2021. W nieprzerwanym trendzie wzrostowym pozostaje liczba oddanych mieszkań, ale warto pamiętać, że ta zmienna z opóźnieniem ukazuje zmiany aktywności.
- **POL: Sprzedaż detaliczna w marcu wzrosła realnie o 9,6% r/r, silniej od oczekiwań.** W skali miesiąca sprzedaż wzrosła o 16,4%, co jest ponadprzeciętnym wynikiem jak na tę porę roku i sugeruje wzmocnienie popytu konsumpcyjnego w porównaniu z lutym, pomimo rekordowego wzrostu cen. Szacowany przez nas „deflator” sprzedaży wzrósł do 11,3% r/r z 7,8% r/r w lutym. **Opublikowane w poprzednim tygodniu dane potwierdzają, że koniunktura w krajowej gospodarce była w marcu nadal bardzo dobra**, a główne sektory wykazują odporność na zaburzenia związane z wojną. Więcej w Makro Flash: [Kolejne świetne dane z gospodarki](#). Na podstawie niezwykle pozytywnych danych miesięcznych za styczeń-marzec

szacujemy, że wzrost PKB w 1q22 mógł wynieść nawet 10% r/r, co sprawia, że nasza prognoza wzrostu o 3,3% w całym 2022 jest zdecydowanie zbyt zachowawcza.

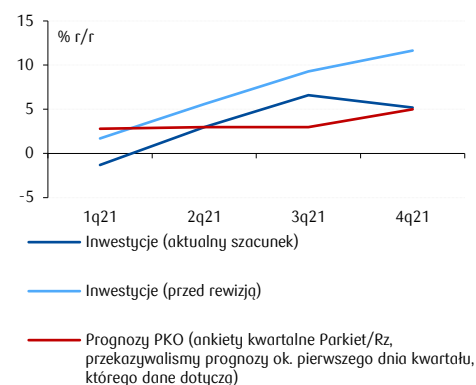
- EUR/POL: Dane Eurostatu potwierdziły znaczną poprawę sytuacji fiskalnej w Polsce w 2021.** Deficyt sektora finansów publicznych spadł do 1,9% PKB wobec 6,9% PKB w 2020. Poprawa salda o 5pp jest długi największą w UE (za Litwą, gdzie saldo poprawiło się o 6,3pp). Polska zanotowała 5. Najwyższe saldo fiskalne UE i jest on wyraźnie lepsze od unijnej średniej (4,7% PKB). Poprawa wyniku fiskalnego w porównaniu z pandemicznym 2020 nastąpiła we wszystkich gospodarkach bloku za wyjątkiem Łotwy, Słowacji, natomiast w Czechach i Bułgarii miała tylko kosmetyczną skalę (0,1pp).
- POL: Według ostatecznego szacunku, PKB w pandemicznym 2020 zmniejszył się realnie o 2,2% (vs wcześniej publikowane -2,5%).** W 2021 PKB wzrósł realnie o 5,9%, wobec wcześniej opublikowanego wzrostu o 5,7%. Rewizja danych za 2021 obejmowała niższy szacunek inwestycji oraz wyższy popytu zagranicznego, przy niewielkiej korekcie popytu konsumpcyjnego. Końcówka roku była jeszcze lepsza niż wcześniej szacowano, a PKB wzrósł w 4q21 o imponujące 7,6% r/r. Pozytywną wymowę rewizji danych ogółem osłabia szacowana obecnie ścieżka inwestycji - nakłady brutto na środki trwałe w 2021 wzrosły o 3,8% wobec szacowanych wcześniej 7,9%. Szacowana obecnie ścieżka kwartalna zmian aktywności inwestycyjnej w 2021 jest zbliżona do naszej oryginalnej prognozy i wyraźnie niższa niż wcześniej informował GUS.
- POL: Zagregowany przez nas wskaźnik koniunktury gospodarczej GUS w kwietniu odrobił część strat po marcowym spadku wywołanym przez wojnę w Ukrainie.** Poprawa (odnotowana we wszystkich działach) miała miejsce głównie w obszarze oczekiwań co do przyszłości, przy niewielkich zmianach, bądź stagnacji ocen sytuacji bieżącej. GUS przygotował również sekcję pytań specjalnych poświęconych wojnie w Ukrainie. **Dla ok. 70% firm wpływ wojny na działalność nie występuje lub pozostaje nieznaczący.** Istnieją jednak firmy silnie dotknięte wojną. W budownictwie, handlu detalicznym i HoReCa po około 10% firm sygnalizuje, że wojna zagraża ich stabilności. **Najważniejszymi kanałami wpływu są wyższe koszty oraz zakłócenia w łańcuchach dostaw,** co potwierdza wcześniejsze oczekiwania, że polskie firmy odczują wojnę głównie poprzez kanał kosztowy, a nie popytowy. Według badania napływ pracowników z Ukrainy z powodów związanych z wojną ma miejsce przede wszystkim w HoReCa, a ich odpływu doświadczają głównie firmy budowlane i transportowe. W przypadku przetwórstwa przemysłowego występują silne przepływy w obie strony.
- EUR: PMI dla przemysłu strefy euro w kwietniu spadł do 55,3 pkt. z 56,5 pkt. w marcu i był wyższy od oczekiwań.** PMI dla sektora usługowego w kwietniu nieoczekiwanie wzrósł do 57,7 pkt. z 55,6 pkt. w poprzednim miesiącu. Dane wskazują na odporność sektora prywatnego strefy euro na gospodarcze skutki trwającej od niemal 2 miesięcy wojny w Ukrainie. Znoszenie pandemicznych restrykcji podbijało aktywność w usługach, niwelując negatywne skutki stagnacji w przetwórstwie, w rezultacie **PMI composite wzrósł do 55,8 pkt. i był najwyższy od 7 miesięcy.** W przetwórstwie motoryzacja odnotowała gwałtowny spadek produkcji, a pozostałe sektory spowolnienie lub mniej znaczące spadki. Przetwórstwo borykało się z ograniczeniami podażowymi, jednak widoczne jest również osłabienie popytu, no co wskazują słabnące zamówienia. W niemieckim przetwórstwie odnotowano w kwietniu spadek produkcji (subindeks produkcji najniższy od 22 miesięcy i równy 47,4 pkt.). Presja inflacyjna w gospodarce strefy euro jeszcze nasiliła się w kwietniu - presja kosztowa była tylko nieznacznie niższa niż przed miesiącem, ale wzrosty cen wyrobów gotowych,

## Deficyt sektora finansów publicznych w państwach UE w 2020 i 2021



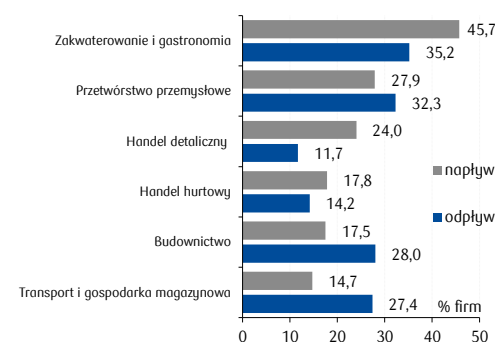
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

## Ścieżka inwestycji w 2021



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Odsetek firm wskazujących na przepływy pracowników z Ukrainy w związku z wojną



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

zarówno w usługach, jak i przetwórstwie, odnotowały nowe rekordy, znacznie przewyższając poprzednie najwyższe w historii wyniki z marca.

- **GER: PMI dla niemieckiego przemysłu w kwietniu spadł do 54,1 pkt.** (kons. 54,5 pkt.), co oznacza spadek do najniższego od 20 miesięcy poziomu. Do spadku przyczyniło się przede wszystkim załamanie łańcuchów dostaw, które doprowadziło m.in. do pierwszego od czerwca 2020 spadku subindeksu produkcji poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. Czas dostaw utrzymuje się na historycznie wysokich poziomach zarówno ze względu na wojnę w Ukrainie, jak i politykę „zero covid” w Chinach. Kolejne rekordy pobiły indeksy cen czynników produkcji i cen finalnych. Poziom optymizmu osłabił się drugi miesiąc z rzędu i jest najniższy od maja 2020. Pomimo tych negatywnych czynników, firmy nadal zwiększają zatrudnienie.
- **USA: PMI dla amerykańskiego przemysłu w kwietniu wzrósł do 59,7 pkt.** (kons. 58,0 pkt.) wobec 58,8 pkt. w marcu. Do wzrostu przyczyniła się przede wszystkim poprawa subindeksu produkcji i nowych zamówień (nowe zamówienia rosły najszybciej od prawie roku). Subindeks kosztów wzrósł prawie do najwyższego poziomu odnotowanego w listopadzie 2021. Firmy bardzo sprawnie przenoszą wyższe ceny czynników produkcji na ceny finalne.
- **GER:** Bundesbank szacuje, że natychmiastowy zakaz importu rosyjskiego gazu przez UE kosztowałby Niemcy w tym roku 180 mld EUR. W swoim miesięcznym biuletynie niemiecki bank centralny szacuje, że embargo na dostawy gazu z Rosji obniżyłoby PKB o 5% w 2022, wywołując jedną z najgłębszych recesji ostatnich dziesięcioleci. Szacunki Bundesbanku wskazują na większy negatywny efekt embarga, niż publikowane wcześniej wyliczenia ekonomistów akademickich.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 22 kwietnia</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (kwi, wst.)	9:30	pkt.	56,9	54,5	--	54,1
EUR: PMI w przetwórstwie (kwi, wst.)	10:00	pkt.	56,5	54,8	--	55,3
POL: Produkcja budowlano-montażowa (mar)	10:00	% r/r	21,2	15,2	15,2	27,6
POL: Sprzedaż detaliczna (mar)	10:00	% r/r	8,1	9,0	9,2	9,6
USA: PMI w przetwórstwie (kwi, wst.)	15:45	pkt.	58,8	58,0	--	59,7
<b>Poniedziałek, 25 kwietnia</b>						
GER: Indeks Ifo (kwi)	10:00	pkt.	90,8	89,1	--	--
POL: Podaż pieniądza M3 (mar)	14:00	% r/r	8,0	7,7	7,6	--
<b>Wtorek, 26 kwietnia</b>						
POL: Stopa bezrobocia (mar)	10:00	%	5,5	5,4	5,3	--
HUN: Posiedzenie MNB (kwi)	14:00	%	4,4	5,4	5,4	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (mar, wst.)	14:30	% m/m	-2,1	1,0	--	--
USA: Ceny nieruchomości (lut)	15:00	% r/r	19,1	18,4	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (kwi)	16:00	pkt.	107,2	106,8	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (mar)	16:00	tys.	772	762	--	--
<b>Czwartek, 28 kwietnia</b>						
SE: Posiedzenie Riksbanku (kwi)	9:30	%	0,0	0,0	0,0	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (kwi)	11:00	pkt.	108,5	108	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (kwi, rew.)	11:00	pkt.	-18,7	-16,9	-16,9	--
GER: Inflacja CPI (kwi, wst.)	14:00	% r/r	7,3	7,2	--	--
GER: Inflacja HICP (kwi, wst.)	14:00	% r/r	7,6	7,6	--	--
USA: Wzrost PKB (1q)	14:30	%k/k saar	6,9	1,0	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (1q)	14:30	%k/k saar	2,5	3,4	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	184	--	--	--
JP: Posiedzenie BoJ (kwi)	--	%	-0,1	-0,1	-0,1	--
<b>Piątek, 29 kwietnia</b>						
CZE: Wzrost PKB (1q)	9:00	% r/r	3,6	2,6	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (mar)	10:00	% r/r	6,3	6,2	--	--
POL: Inflacja CPI (kwi, wst.)	10:00	% r/r	11,0	11,3	11+	--
GER: Wzrost PKB (1q)	10:00	% r/r	1,8	3,8	--	--
EUR: Inflacja HICP (kwi, wst.)	11:00	% r/r	7,4	7,4	--	--
EUR: Inflacja bazowa (kwi, wst.)	11:00	% r/r	2,9	2,9	--	--
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	4,6	5,1	--	--
RUS: Posiedzenie Banku Rosji (kwi)	12:30	%	17,0	17,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (mar)	14:30	% m/m	0,5	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (mar)	14:30	% m/m	0,2	0,6	--	--
USA: Deflator PCE (mar)	14:30	% r/r	6,4	6,8	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (mar)	14:30	% r/r	5,4	5,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (kwi, rew.)	16:00	pkt.	65,7	65,7	--	--

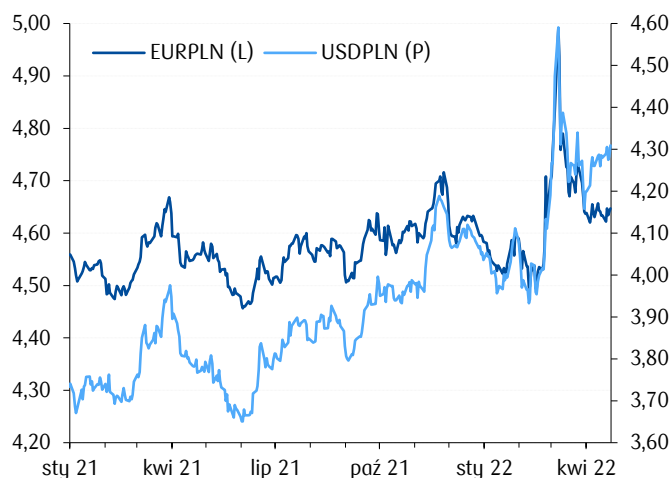
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

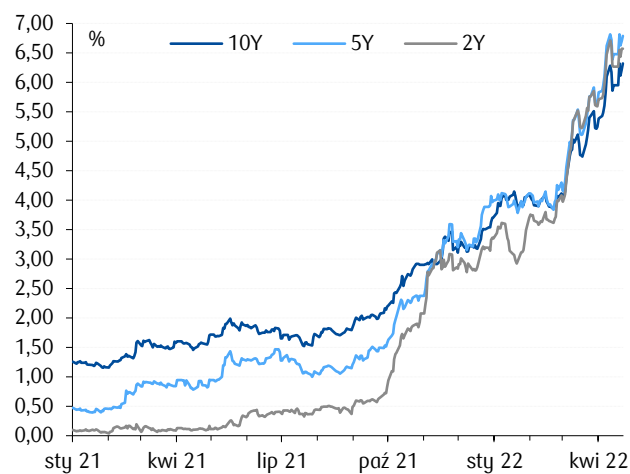
		Wartość 2022-04-22	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,6473	0,1	0,3	-1,6	1,9	8,4
	USDPLN	4,3128	0,8	0,3	0,3	13,7	12,7
	CHFPLN	4,5026	0,2	-1,3	-2,5	8,9	20,2
	GBPPLN	5,5322	-0,8	-1,0	-1,5	5,3	12,1
	EURUSD	1,0776	-0,6	0,0	-1,9	-10,4	-3,9
	EURCHF	1,0321	0,0	1,6	0,9	-6,4	-9,8
	GBPUSD	1,2843	-1,4	-1,6	-2,7	-7,2	-0,7
	USDJPY	128,47	0,0	2,0	5,3	18,9	14,8
	EURCZK	24,35	-0,1	-0,3	-1,1	-5,8	-5,4
	EURHUF	371,71	0,3	-1,2	-0,7	2,2	15,8
<b>Obligacje</b>	PL2Y	6,57	0	31	81	646	486
	PL5Y	6,79	8	31	102	586	455
	PL10Y	6,32	10	37	89	474	341
	DE2Y	0,28	11	23	44	97	87
	DE5Y	0,67	0	9	35	127	106
	DE10Y	0,92	0	8	35	118	88
	US2Y	2,72	2	27	42	256	35
	US5Y	2,95	-3	19	37	215	59
	US10Y	2,91	-1	10	41	135	34
<b>Akcje</b>	WIG	60 903,7	-2,3	-4,5	-5,5	2,6	-0,1
	WIG20	1 973,3	-2,7	-5,7	-6,7	-0,8	-16,8
	S&P500	4 271,8	-2,8	-2,8	-6,0	3,3	45,6
	NASDAQ100	13 356,9	-2,6	-3,9	-9,5	-2,9	71,0
	Shanghai Composite	3 086,9	0,2	-3,9	-3,9	-10,9	-3,5
	Nikkei**	26 643,7	-1,7	-1,7	-5,4	-8,7	19,7
	DAX	14 142,1	-2,5	-0,2	-1,1	-7,7	15,6
	VIX	28,21	24,4	24,3	35,6	50,8	129,7
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	106,6	-1,8	-4,6	-11,1	62,7	47,9
	Ropa WTI	102,9	-1,5	-3,8	-10,8	67,4	54,9
	Złoto	1928,5	-0,8	-2,0	-1,5	8,1	52,0

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

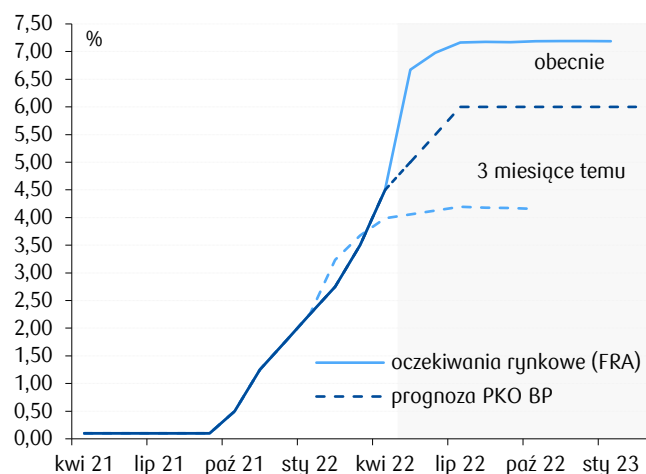
### Notowania złotego wobec głównych walut



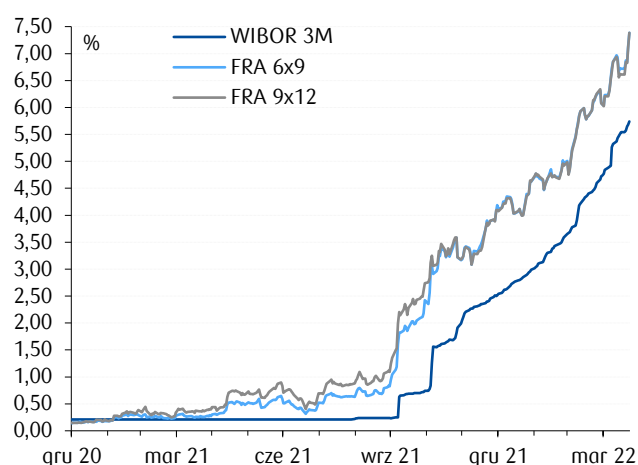
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



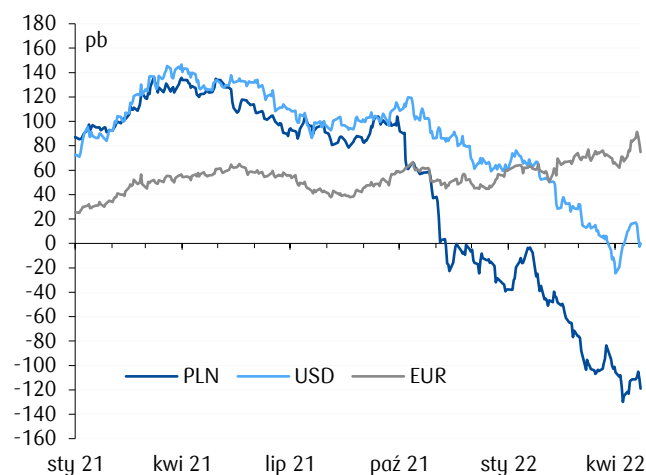
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



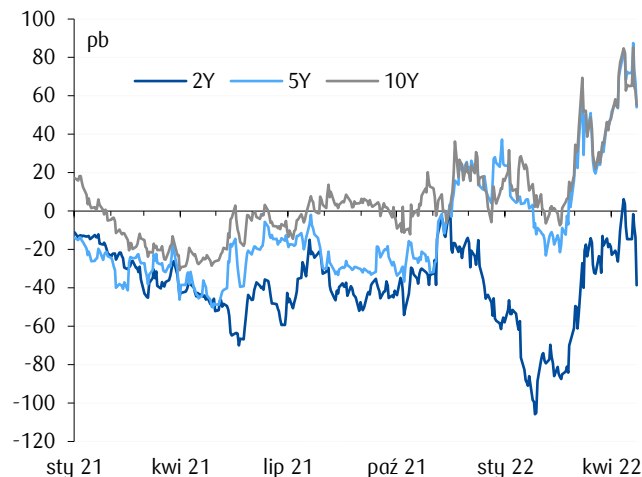
### Krótkoterminowe stopy procentowe



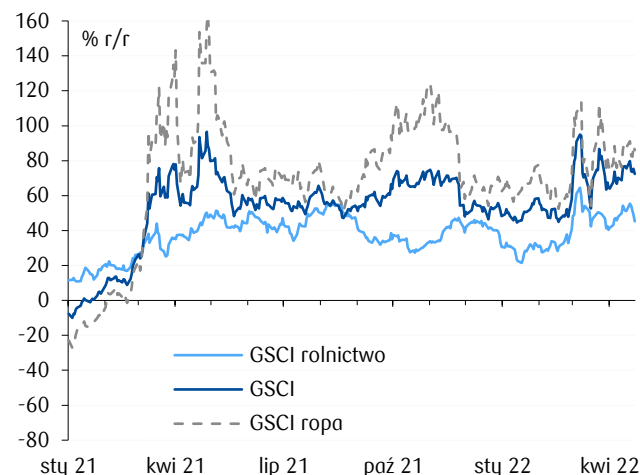
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



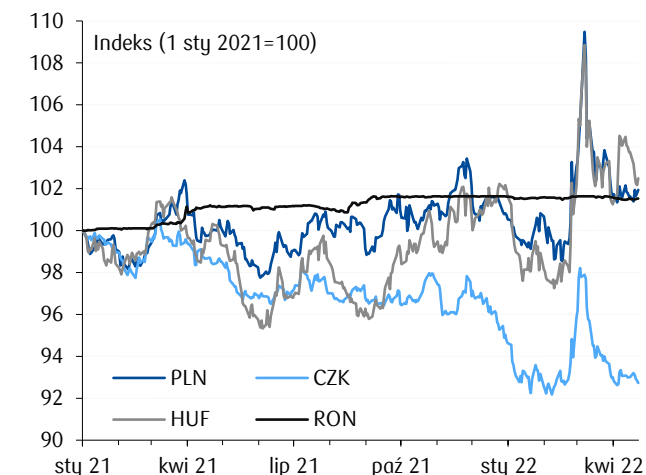
### Spread asset swap dla PLN



### 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.



