

Inflacyjne dylematy EBC

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Na rynkach wybuchła wczoraj awersja do ryzyka w obliczu szeregu negatywnych czynników.** Przepena na rynkach akcji zaczęła się już w Europie (główne indeksy akcyjne w dół o ponad 1%), ale na dobre wyprzedaż akcji rozwinęła się za oceanem (spadki indeksów akcyjnych na Wall Street o ponad 4%, najmocniej od 2 lat). Jednocześnie, wyraźnie umocniły się obligacje na rynkach bazowych, ze spadkiem rentowności Treasuries o ponad 10pb wzdłuż całej krzywej. Po wtorkowym wzroście, wczoraj kurs EURUSD ponownie się obniżył poniżej 1,05. Obawy o globalny wzrost obniżyły ceny ropy (o ponad 2%). Jednym z elementów oddziałującym negatywnie na nastroje inwestorów były słabe wyniki amerykańskich detalistów (wczoraj Target, a dzień wcześniej marne prognozy Walmart). Negatywnie na nastroje działały także doniesienia o rosnącej liczbie przypadków małej ospy w Europie (Wlk. Brytania, Hiszpania i Portugalia), a także Kanadzie i USA (wczoraj pierwszy potwierdzony przypadek). Wzniciło to obawy, że świat stoi u progu nowej pandemii, ponieważ wcześniej stwierdzano maksymalnie do 100 przypadków rocznie tej odzwierzęcej choroby w afrykańskich państwach (śmiertelność ok. 10%, ale przy odpowiednim leczeniu ok. 1%), a zakażenia poza Afryką były sporadyczne. Apetytowi na ryzyko nadal nie sprzyja geopolityka. Ostatni powód do zmartwień z tego obszaru to zapowiedzi testów broni atomowej w Korei Północnej w trakcie rozpoczynającej się wizyty J.Bidena w Azji (wzmocnienie sojuszu z Koreą Południową i Japonią). W warunkach podwyższonej awersji do ryzyka, nadal relatywnie mocny był złoty. Kurs EURPLN obniżył się nawet poniżej 4,64, a USDPLN oscylował w okolicy 4,42. Rentowności krajowych obligacji były względnie stabilne.
- **Najciekawsze wydarzenie w kalendarium makro na dziś to protokół z kwietniowego posiedzenia EBC,** na którym bank przygotowywał grunt pod normalizację polityki pieniężnej. Poza tym, poznamy tygodniowe dane z rynku pracy w USA oraz tygodniową stopę depozytową na Węgrzech. Dane z rynku budowlanego w USA zapewne pokażą osłabienie popytu na domy w związku z gwałtownym wzrostem oprocentowania kredytów hipotecznych (por. tekst w przegładzie wydarzeń).

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

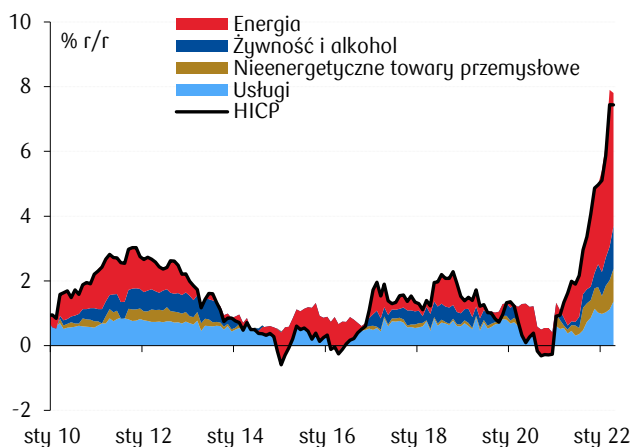
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

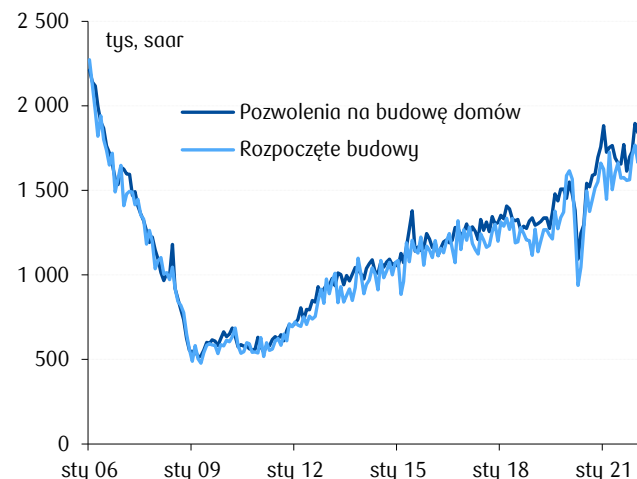
	Wartość 2022-05-18	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6375	-0,4
USDPLN	4,4114	-0,2
CHFPLN	4,4583	0,2
GBPPLN	5,4794	-0,6
EURUSD	1,0513	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	6,29	1
PL5Y	6,81	-3
PL10Y	6,65	2
DE10Y	1,01	-4
US10Y	2,88	-9
Indeksy akcyjne:		
WIG	56 292,6	0,1
DAX	14 007,8	-1,3
S&P500	3 923,7	-4,0
Nikkei**	26 441,8	-1,7
Shanghai Comp.**	3 090,0	0,1
Surowce:		
Złoto	1815,98	-0,3
Ropa Brent	109,38	-2,5

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.

Dekompozycja inflacji w strefie euro



Rynek mieszkaniowy w USA

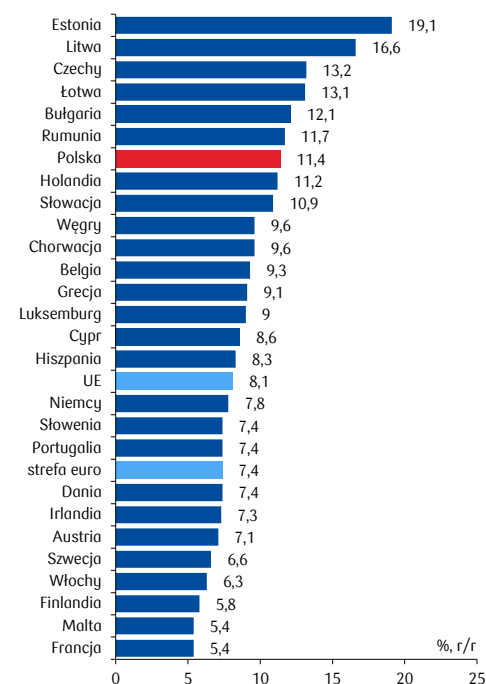


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

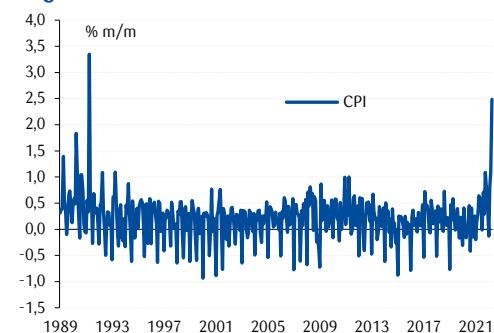
- EUR: Inflacja HICP w strefie euro w kwietniu ustabilizowała się na poziomie 7,4% r/r** (wstępnie szacowano 7,5% r/r). Inflacja bazowa (bez cen żywności, energii i używek) wzrosła do 3,5% r/r z 3,0% r/r miesiąc wcześniej. W obu przypadkach mamy do czynienia z rekordowo wysokimi wskazaniami. Wzrost inflacji bazowej wynikał z przyspieszenia wzrostu cen zarówno towarów, jak i usług. W porównaniu z poprzednim miesiącem roczny wzrost cen energii wyhamował do 37,5% z 44,3%, a cen żywności i używek przyspieszył do 6,3% z 5,0%. **Duże zróżnicowanie procesów inflacyjnych w strefie euro jeszcze bardziej się pogłębiło - inflacja HICP w Estonii wzrosła do 19,1% r/r, podczas gdy inflacja we Francji i na Malcie wyniosła 5,4% r/r.** Pokazuje to skalę wyzwania, przed jakim stoi obecnie EBC, który musi ustalić optymalny poziom stopy procentowej, uwzględniając interesy państw o skrajnie różnej sytuacji gospodarczej. W ramach strefy euro najwyższą inflację odnotowano w państwach bałtyckich. Co więcej, wszystkie gospodarki EŚiW odnotowały w kwietniu inflację wyższą niż średnia dla UE (8,1% r/r), za sprawą większej wrażliwości na wojenny szok energetyczny i żywnościowy. Inflacja HICP w Polsce wzrosła w kwietniu do 11,4% r/r z 10,2% r/r w marcu.
- EUR: O.Rehn z banku centralnego Finlandii i EBC powiedział, że wśród członków Rady Prezesów EBC jest szeroka zgoda, że „relatywnie szybko” należy zakończyć okres ujemnych stóp procentowych i kontynuować proces stopniowej normalizacji polityki pieniężnej.** W jego ocenie kluczowym zadaniem jest niedopuszczenie do odnotowania oczekiwań inflacyjnych. Jeden z najbardziej gołębih członków Rady Prezesów, **P.Hernandez de Cos z Banku Hiszpanii** powiedział wczoraj, że pierwsza podwyżka stóp powinna nastąpić wkrótce po zakończeniu programu QE, które będzie miało miejsce na początku 3q22. Dalsze decyzje powinny być podejmowane w kolejnych kwartałach, dopóki stopy nie osiągną poziomu neutralnego, który szacuje na 1%. **M.Muller z banku centralnego Estonii** stwierdził z kolei, że poprzez podwyżkę stóp o 25pb w lipcu. Jeden z bardziej jastrzębich bankierów centralnych popiera stopniową normalizację i nie byłby zdziwiony, gdyby stopa depozytowa wzrosła powyżej zera przed końcem roku. Przypominamy, że nasz scenariusz zakłada zakończenie QE w czerwcu oraz rozpoczęcie cyklu podwyżek na lipcowym posiedzeniu EBC.
- USA: Liczba rozpoczętych budów domów w kwietniu spadła do 1,724 mln** (w ujęciu rocznym) z 1,728 mln miesiąc wcześniej i była niższa od oczekiwań. **Liczba wydanych nowych pozwoleń na budowę w kwietniu spadła**, zgodnie z oczekiwaniami, do 1,819 mln (w ujęciu rocznym) wobec 1,87 mln w poprzednim miesiącu. Rynek budowlany w USA zmagają się obecnie z ograniczeniami podażowymi (brak materiałów, pracowników, działek) oraz z gwałtownym wzrostem kosztu kredytów hipotecznych. Według [danych](#) Freddie Mac, przeciętne oprocentowanie 30-letniego kredytu wynosi obecnie 5,3% wobec 2,94% rok wcześniej i jest najwyższe od 2009. Miara zaległości na rynku, czyli liczba domów z pozwoleniem na budowę, która się jeszcze nie rozpoczęła, wzrosła w kwietniu do najwyższego poziomu od 1974. Wydaje się, że osłabienie popytu i odblokowanie ograniczeń podażowych pozwoli zrównoważyć amerykański rynek w nieodległej przyszłości.
- UK: Inflacja CPI w Wielkiej Brytanii wzrosła w kwietniu do najwyższego poziomu od 40 lat i wyniosła 9% r/r** wobec 7% r/r w marcu, o 0,1pp niżej od oczekiwań. W ciągu miesiąca ceny wzrosły aż o 2,5%, głównie za sprawą gwałtownego wzrostu cen elektryczności i gazu (54%). Był to największy miesięczny wzrost CPI od kwietnia 1991. Inflacja bazowa, bez żywności i energii, wzrosła do 6,2% r/r z 5,7% r/r miesiąc wcześniej, co wspiera oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych w Wielkiej Brytanii. Bank Anglii oczekuje, że inflacja wzrośnie w okolice 10% pod koniec roku, po czym zacznie się obniżać. Przyczyni się do tego m.in. obserwowany obecnie „kryzys

Inflacja HICP w kwietniu



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Miesięczna dynamika CPI w Wielkiej Brytanii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Wielkiej Brytanii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

kosztów życia” – rosnące koszty ograniczają popyt konsumpcyjny na towary i usługi wyższego rzędu.

- **UE:** Komisja Europejska podjęła w środę decyzję o udostępnieniu 248 mln EUR państwom członkowskim (Polsce, Rumunii, Węgrom, Słowacji i Czechom), które poniosły największe koszty w związku z przyjmowaniem uchodźców wojennych z Ukrainy. 9 kwietnia KE zobowiązała się do przeznaczenia do 400 mln EUR wsparcia dla uchodźców z Ukrainy w najbardziej dotkniętych państwach członkowskich.
- **EUR:** Komisja Europejska chce, by UE zmobilizowała ok. 300 mld EUR, w tym ok. 72 mld EUR w dotacjach i 225 mld EUR w pożyczkach, na zmniejszenie zależności energetycznej od Rosji. U.von der Leyen przedstawiła w środę zarys planu, zwracając uwagę, że można zastąpić rosyjskie paliwa kopalne, pracując na trzech poziomach: 1) po stronie popytu oszczędzając energię, 2) po stronie podaży dywersyfikując import energii z paliw kopalnych, a ponadto 3) przyspieszyć przejście na czystą energię. Jej zdaniem, najszybszy i najtańszy sposób rozwiązania obecnego kryzysu to oszczędzanie energii.
- **ŚWIAT:** USA i międzynarodowe banki rozwojowe przedstawiły plan złagodzenia kryzysu żywnościowego, związanego z wojną w Ukrainie. Obejmuje on pomoc finansową i techniczną oraz zaangażowanie polityczne. Zaangażowane instytucje przeznaczą kilkadziesiąt miliardów USD na pomoc w przygotowywaniu gruntów pod nowe uprawy i wsparcie finansowe dla producentów żywności oraz reakcją na braki zbóż i nawozów na rynkach.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 13 maja						
POL: Inflacja CPI (kwi, rew.)	10:00	% r/r	11,0	12,3	12,3	12,4
EUR: Produkcja przemysłowa (mar)	11:00	% r/r	2,0	-1,0	--	-1,8
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (mar)	14:00	mld EUR	-2,663	-2,732	-4,837	-2,792
POL: Eksport (mar)	14:00	% r/r	9,8	17,1	18,5	16,2
POL: Import (mar)	14:00	% r/r	20,2	29,7	39,0	34,3
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (maj, wst.)	16:00	pkt.	65,2	63,7	--	59,1
Poniedziałek, 16 maja						
EUR: Prognozy gospodarcze Komisji Europejskiej	11:00	--	--	--	--	--
EUR: Bilans handlowy (mar)	11:00	bln EUR	-8,8	--	--	-16,4
POL: Inflacja bazowa (kwi)	14:00	% r/r	6,9	7,7	7,7	7,7
Wtorek, 17 maja						
POL: Wzrost PKB (1q)	10:00	% r/r	7,3	8,1	10,1	8,5
EUR: Zatrudnienie (1q)	11:00	% r/r	2,1	--	--	2,6
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	4,7	5,0	--	5,1
USA: Sprzedaż detaliczna (kwi)	14:30	% m/m	1,4	1,0	--	0,9
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (kwi)	14:30	% m/m	1,2	0,4	--	1,0
USA: Produkcja przemysłowa (kwi)	15:15	% m/m	0,9	0,4	--	1,1
Środa, 18 maja						
UK: Inflacja CPI (kwi)	08:00	% r/r	7,0	9,1	--	9,0
EUR: Inflacja HICP (kwi, rew.)	11:00	% r/r	7,4	7,5	--	7,4
EUR: Inflacja bazowa (kwi, rew.)	11:00	% r/r	3,0	3,5	--	3,5
USA: Pozwolenia na budowę (kwi)	14:30	mln	1,879	1,81	--	18,19
USA: Rozpoczęte budowy domów (kwi)	14:30	mln	1,728	1,78	--	1,724
Czwartek, 19 maja						
HUN: Tygodniowa stopa depozytowa	9:00	%	6,45	6,45	--	--
EUR: Protokół z posiedzenia EBC	13:30	--	--	--	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (maj)	14:30	tys.	203	200	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym	16:00	mln	5,77	5,65	--	--
Piątek, 20 maja						
GER: Inflacja PPI (kwi)	8:00	% r/r	30,9	28,2	--	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (kwi)	10:00	% r/r	12,4	12,6	12,2	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (kwi)	10:00	% r/r	2,4	2,7	2,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (kwi)	10:00	% r/r	17,3	15,4	14,5	--
POL: Inflacja PPI (kwi)	10:00	% r/r	20,0	20,4	21,9	--
EUR: Koniunktura konsumencka (maj)	16:00	pkt.	-22,0	-21,5	--	--

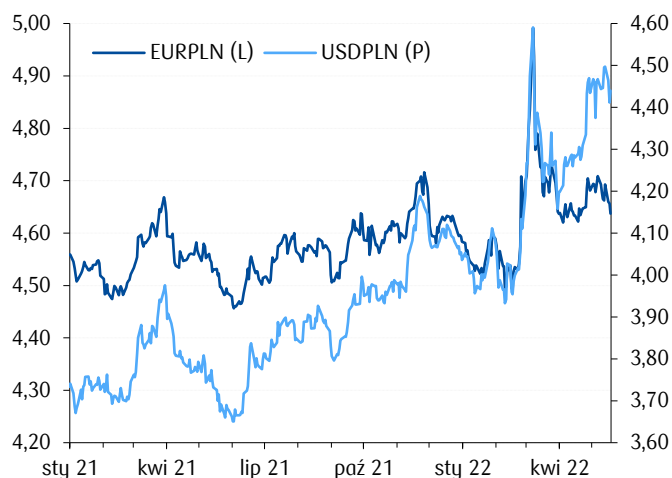
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

		Wartość 2022-05-18	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6375	-0,4	-0,6	0,1	2,6	7,7
	USDPLN	4,4114	-0,2	-0,3	3,4	19,3	14,4
	CHFPLN	4,4583	0,2	-0,2	-1,1	8,1	16,9
	GBPPLN	5,4794	-0,6	0,6	-1,9	4,4	11,6
	EURUSD	1,0513	-0,2	-0,3	-3,2	-14,0	-5,8
	EURCHF	1,0403	-0,5	-0,4	1,2	-5,1	-7,8
	GBPUSD	1,2413	-0,5	0,6	-4,9	-12,7	-2,5
	USDJPY	128,48	-0,6	-1,4	0,6	18,0	16,8
	EURCZK	24,66	-0,2	-2,5	1,0	-2,9	-4,3
	EURHUF	382,60	-1,0	0,8	3,1	9,3	17,3
Obligacje	PL2Y	6,29	1	-50	-14	603	458
	PL5Y	6,81	-3	-50	19	543	455
	PL10Y	6,65	2	-30	53	471	375
	DE2Y	0,37	12	22	32	103	102
	DE5Y	0,73	-1	5	13	124	124
	DE10Y	1,01	-4	1	15	112	112
	US2Y	2,67	-3	4	9	252	47
	US5Y	2,89	-6	1	4	207	71
	US10Y	2,88	-9	-4	5	124	49
Akcje	WIG	56 292,6	0,1	4,4	-10,3	-11,1	-0,5
	WIG20	1 801,7	0,1	4,9	-12,0	-15,7	-17,5
	S&P500	3 923,7	-4,0	-0,3	-12,0	-4,9	37,2
	NASDAQ100	11 928,3	-5,1	-0,3	-14,8	-9,8	59,0
	Shanghai Composite**	3 090,0	0,1	1,0	-1,9	-12,4	7,2
	Nikkei**	26 441,8	-1,7	0,9	-2,9	-6,9	24,4
	DAX	14 007,8	-1,3	1,3	-2,5	-9,0	14,5
	VIX	30,96	18,6	-4,9	52,4	45,1	94,0
Surowce	Ropa Brent	109,4	-2,5	1,8	2,3	58,9	50,6
	Ropa WTI	109,6	-2,5	3,7	7,2	67,3	74,6
	Złoto	1816,0	-0,3	-1,8	-7,0	-2,8	42,3

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

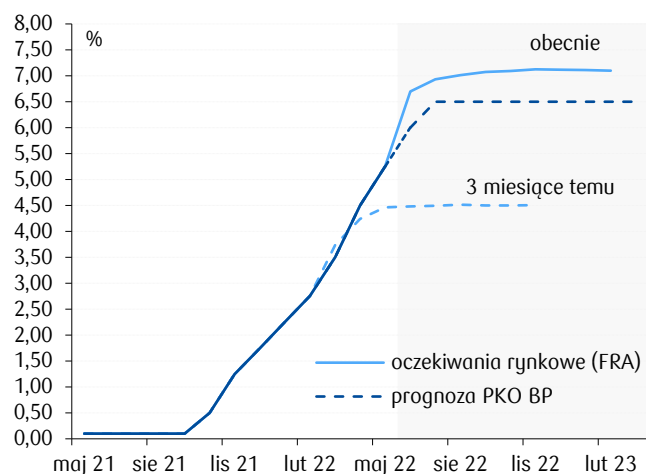
Notowania złotego wobec głównych walut



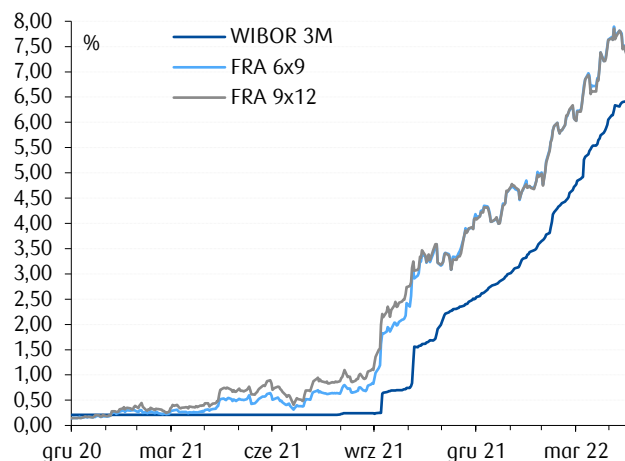
Rentowności polskich obligacji skarbowych



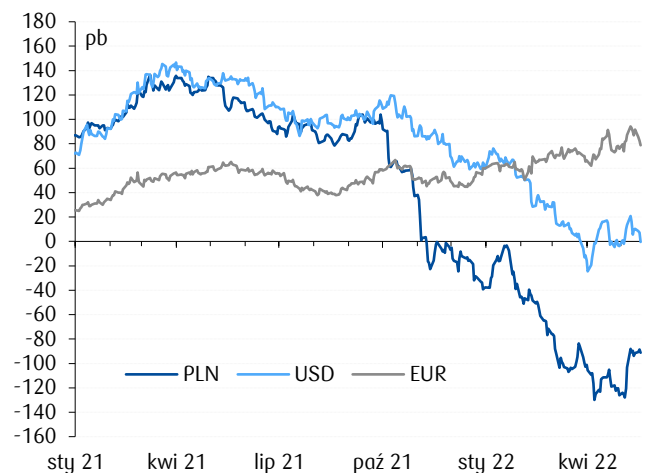
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



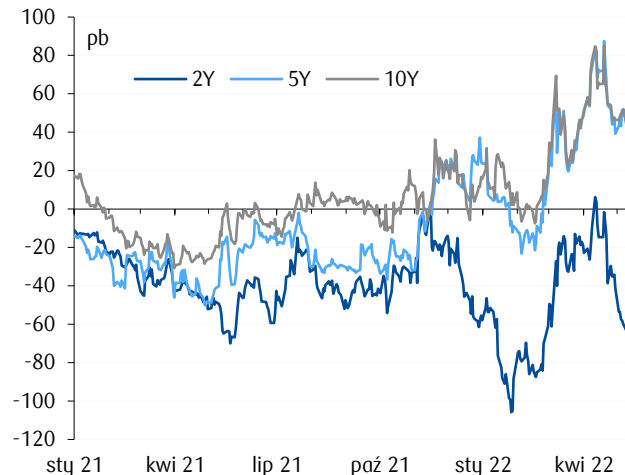
Krótkoterminowe stopy procentowe



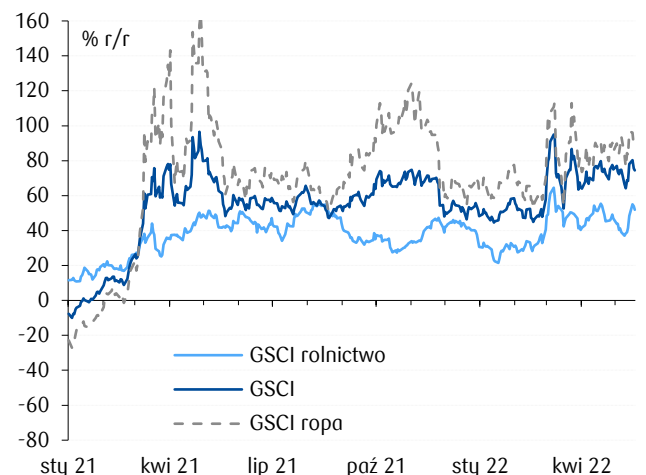
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



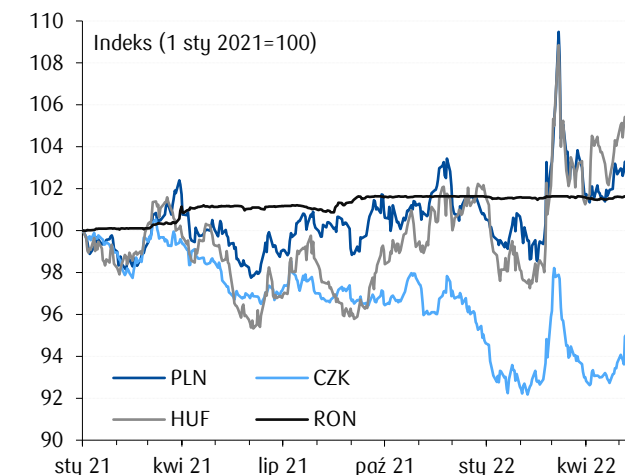
Spread asset swap dla PLN



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
-------------	----------------------	--------------

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97	
Marta Petka-Zagajewska (Kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
Urszula Kryńska	urszula.krynska@pkobp.pl	22 521 51 32
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	22 521 81 08
dr Michał Rot	michal.rot@pkobp.pl	22 580 34 22

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

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 któregośkolwiek 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 którychkolwiek 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 którychkolwiek 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.