

Mniej wzrostu, więcej inflacji w Europie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Początek tygodnia nie przyniósł zasadniczej zmiany nastrojów na rynkach. Negatywny wpływ miały słabe dane z Chin (pandemiczny spadek sprzedaży detalicznej i produkcji w kwietniu), rozbudzające obawy o światowy wzrost gospodarczy. W podobnym kierunku działały nowe prognozy Komisji Europejskiej ze zrewidowaną w dół ścieżką wzrostu PKB. Rentowności obligacji na rynkach bazowych spadały, a notowania dolara wobec euro były względnie stabilne, nieco powyżej 1,04. Obawy o wzrost negatywnie wpływały na notowania ropy naftowej, jednak jej ceny pod koniec dnia mocno wrosły w nadziei na luzowanie obostrzeń pandemicznych w Chinach. W niekorzystnym otoczeniu podwyższonej awersji do ryzyka na globalnych rynkach, złoty pozostawał relatywnie silny i umacniał się w trakcie wczorajszej sesji. EURPLN przejściowo obniżył się do 4,655, a USDPLN poniżej 4,47. W tym samym czasie notowania CZK były stabilne, a HUF osłabił się względem euro. Rentowności krajowych obligacjach wyraźnie spadły wzdłuż całej krzywej.
- Kluczowym wydarzeniem w kraju będzie dzisiaj publikacja pierwszego szacunku PKB za 1q22. Według naszego szacunku PKB wzrósł o 10,1% r/r wobec 7,3% r/r (kons. 8,1% r/r). Nasz szacunek opiera się na miesięcznych danych za styczeń-marzec, które wskazywały na solidny popyt konsumpcyjny oraz wysoką aktywność przemysłu, przy dalszym wzroście zapasów. Dziś poznamy tylko dynamikę PKB ogółem, a szczegółowe dane pokazujące strukturę wzrostu gospodarczego opublikowane zostaną pod koniec miesiąca.
- Wśród danych makro z zagranicy najważniejsze będą wskaźniki aktywności gospodarczej z USA za kwiecień. Sprzedaż detaliczna w ujęciu nominalnym wzrosła wg konsensusu o 1% m/m, ale w ujęciu realnym prawdopodobnie po raz kolejny spadła, wskazując, że rosnące koszty życia coraz bardziej ograniczają konsumpcję Amerykanów. Produkcja przemysłowa wg konsensusu kontynuowała wzrost, w ślad za silnym popytem krajowym.
- Dzisiaj warto też śledzić liczne wystąpienia przedstawicieli głównych banków centralnych – J.Powella, J.Bullarda, P.Harkera i L.Mester z Fed oraz szefowej EBC Ch.Lagarde.

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

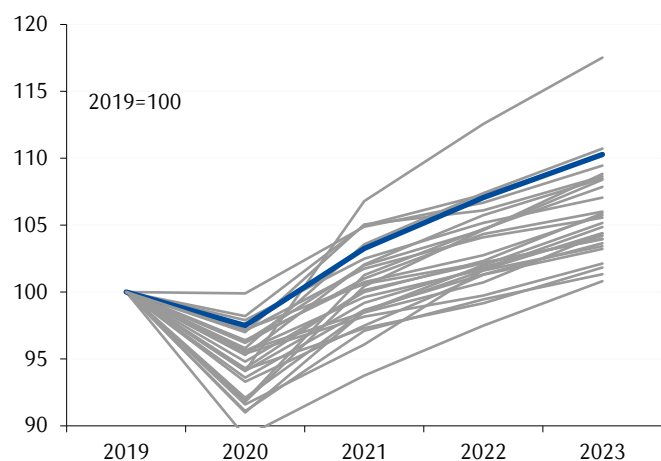
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-05-16	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6598	-0,7
USDPLN	4,4788	-0,8
CHFPLN	4,4577	-1,1
GBPPLN	5,4998	-0,3
EURUSD	1,0404	0,1
Obligacje:		
PL2Y	6,32	-19
PL5Y	6,95	-14
PL10Y	6,71	-13
DE10Y	0,93	-2
US10Y	2,88	-5
Indeksy akcyjne:		
WIG	55 260,5	0,2
DAX	13 964,4	-0,5
S&P500	4 008,0	-0,4
Nikkei**	26 643,9	0,4
Shanghai Comp.**	3 091,6	0,6
Surowce:		
Złoto	1813,11	-0,1
Ropa Brent	114,26	2,3

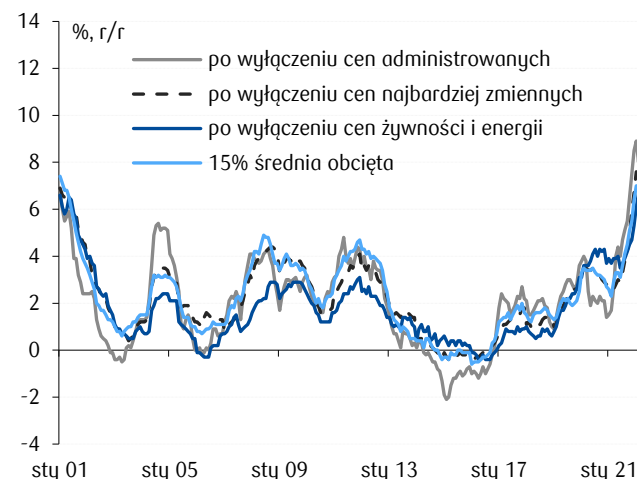
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Prognozowana ścieżka PKB w państwach UE wg KE



Źródło: Komisja Europejska, NBP, PKO Bank Polski.

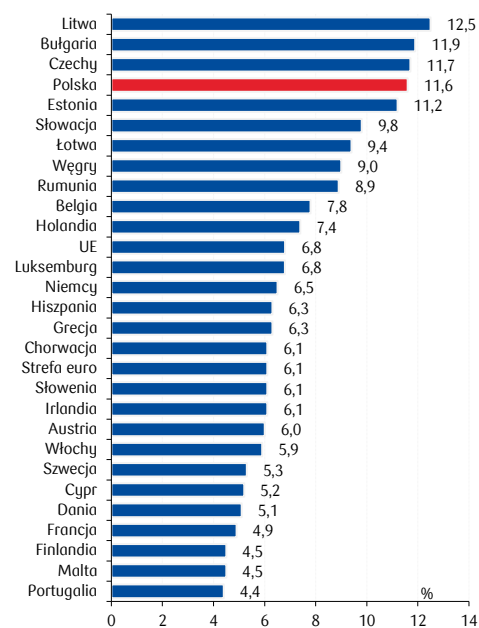
Miary inflacji bazowej w Polsce



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

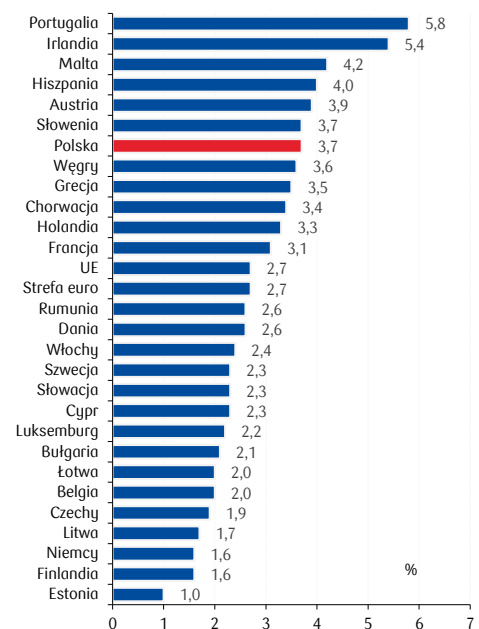
- POL:** W swoich [wiosennych prognozach](#) Komisja Europejska przewiduje, że PKB Polski w 2022 urośnie o 3,7%, a w 2023 wzrost spowolni do 3,0%. To znacząca zmiana w porównaniu z prognozą zimową, kiedy prognozowano odpowiednio 5,5% i 4,2%. Przyczyną pogorszenia perspektyw gospodarki i znacznego spowolnienia wzrostu z 5,9% w 2021 jest rosyjska inwazja na Ukrainę. Zdaniem Komisji negatywny wpływ na wzrost gospodarczy będą miały wysoka niepewność, zaburzenia w handlu, wysoka presja inflacyjna oraz zacieśnianie polityki pieniężnej. Komisja ocenia jednak, że znaczny napływ uchodźców z Ukrainy (wzrost populacji o 5,3%) pobudzi konsumpcję i częściowo zniweluje negatywne czynniki. **Wzrost PKB w Polsce będzie jednym z najwyższych i wyraźnie przekroczy średnią dla Unii** (odpowiednio 2,7% w 2022 oraz 2,3% w 2023). Według prognozowanej przez KE ścieżki wzrostu, PKB Polski na koniec 2023 będzie o 10,3% wyższy niż przed pandemią (trzeci najlepszy wynik po Irlandii i Słowenii). Jednocześnie, Komisja oczekuje, że **procesy inflacyjne w Polsce będą przebiegać najbardziej dynamicznie w UE**. Inflacja HICP (liczona wg zharmonizowanych dla całej UE zasad) ma wzrosnąć w 2022 do 11,6% i w 2023 spaść umiarkowanie do 7,3% (wobec 6,8% i 3,8% prognozowanych w lutym). Inflacja jest wg Komisji podbijana przez bardzo silną globalną presję kosztową, ograniczenia podaży oraz znaczący wzrost popytu. Wyższa inflacja bazowa to zdaniem Komisji efekt rosnących jednostkowych kosztów pracy. Prognozowany spadek HICP w 2023 będzie wynikał ze spadku presji kosztowej i płacowej oraz mniejszych zaburzeń podaży, jednak jego skala jest relatywnie niewielka. Zapewne wynika to również z założenia podbicia inflacji przez zakończenie tarczy antyinflacyjnej na początku 2023. Według prognoz KE, **koszty pomocy uchodźcom oraz walki z inflacją podbiją deficyt fiskalny do 4% PKB w 2022 oraz 4,4% PKB w 2023. Pomimo wzrostu deficytu, relacja długu publicznego do PKB będzie się nadal obniżać i już w 2023 znajdzie się poniżej 50%**.
- EUR:** Komisja Europejska przewiduje, że **PKB strefy euro w 2022 wzrośnie o 2,7%, a w 2023 spowolni do 2,3%**. W porównaniu z edycją prognoz z lutego perspektywy wzrostu zostały znacząco obniżone na 2022 (z 4%) oraz nieznacznie na 2023. Prognoza na 2022 obejmuje niezmienny w stosunku do poprzedniej rundy efekt przeniesienia oraz znacznie niższą dynamikę wzrostu w kolejnych kwartałach, w konsekwencji rosyjskiego ataku na Ukrainę. Nowa prognoza zakłada wzrost inflacji HICP do 6,1% w 2022 (wobec 3,5% w prognozie zimowej) oraz jej spadek do 2,7% w 2023 (wciąż powyżej celu EBC). Oczekiwana ścieżka inflacji odzwierciedla spodziewane przyspieszenie wzrostu płac – średnie wynagrodzenie w 2022 ma wzrosnąć o 3,4%, a w 2023 o 3,2%. Wzrost płac w 2023 będzie wyższy niż oczekiwana inflacja, ale nie wyrówna oczekiwanego w 2022 spadku realnego dochodu.
- POL:** Prezes ZUS G.Uścińska w trakcie [debaty](#) migracyjnej Forum Dialog Plus poinformowała, że do 13 maja **do ZUS wpłynęło 136 tys. zgłoszeń do ubezpieczeń społecznych obywateli Ukrainy, którzy mogą być identyfikowani jako uchodźcy i wcześniej nie byli ubezpieczeni**. 69% z nich to kobiety. Prezes ZUS poinformowała, że 69% zgłoszonych pracuje na umowę zlecenie, a 31% na umowę o pracę. Prof. Uścińska dodała, że nie obserwuje w rejestrach masowego odpływu mężczyzn na Ukrainę, a jeśli wyjazdy miały miejsce, to raczej bez rozwiązywania umów (urlopy, inne nieobecności bez wyrejestrowania). Dane ZUS wskazują, że kobiety podejmują zatrudnienie przede wszystkim przy pracach prostych (np. pakowacz ręczny). Mężczyźni pracują głównie jako robotnicy przemysłowi i rzemieślnicy. Jednocześnie w bazie PESEL zarejestrowano 1 mln 100 tys. osób, przy czym w ostatnich dniach ta liczba się stabilizuje i prawdopodobnie proces rejestracji osiągnął już nasycenie – zarejestrowały się już wszystkie osoby, które są

Prognozy inflacji HICP na 2022 w państwach UE wg KE



Źródło: Komisja Europejska, PKO Bank Polski

Prognozy wzrostu PKB w 2022 wg KE



Źródło: Komisja Europejska, PKO Bank Polski

zainteresowane dostępem do polskiego rynku pracy. W bazie PESEL 48% stanowią kobiety w wieku aktywności zawodowej, a kolejne 48% to dzieci. ZUS informuje ponadto, że świadczenie 500+ otrzymało już 558 tys. dzieci uchodźczych, a wnioski złożono dla 718 tys. dzieci (prosta arytmetyka pokazuje, że nie wszyscy składający wnioski mają nadane numery PESEL).

- POL:** W kwietniu wzrosły wszystkie publikowane przez NBP miary inflacji bazowej. Wszystkie też osiągnęły rekordowo wysokie poziomy (od 2001, od kiedy zaczyna się publikowany przez NBP szereg czasowy). Najpopularniejsza miara, CPI bez żywności i energii, wzrosła w kwietniu do 7,7% r/r z 6,9% r/r w marcu. Pozostałe miary były jeszcze wyższe – inflacja po wyłączeniu cen administrowanych wyniosła 12,2% r/r, po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych 9,3% r/r, a 15-procentowa średnia obciążona 9,2% r/r. Kalkulowana przez nas inflacja „superbazowa” czyli inflacja CPI z wyłączeniem cen administrowanych, (pozostałych) cen energii, paliw, żywności i napojów bezalkoholowych przekroczyła w kwietniu 7% (por. wykres na marginesie). Dane inflacyjne wskazują, że szok kosztowy przenika na inne kategorie cen, co manifestuje się rekordowymi odczytami wszystkich miar presji cenowej. Sporo tych zmian to jednorazowe dostosowania cen do wyższych kosztów, ale zapewne widoczne jest też narastanie fundamentalnej presji inflacyjnej.
- POL:** L.Kotecki z RPP uważa, że inflacja wzrośnie jeszcze o 3pp. Dodał, że inflacja jest wysoka i rozlała się po prawie wszystkich towarach i usługach – ceny 80-90% towarów rosną w tempie szybszym niż dopuszczalny przez odchylenie od celu inflacyjnego czyli 3,5%. Bardzo wysoka i nadal rosnąca inflacja powoduje, że stopy procentowe powinny nadal być podnoszone. Członek RPP nie sprecyzował w jakim tempie miałyby się odbywać podwyżki i jaki jest poziom docelowy, jednak jego zdaniem stopa na poziomie 5,25% jest zdecydowanie za niska w porównaniu z inflacją na poziomie ponad 12%. L.Kotecki dodał, że w jego ocenie ostatnie działania rządu stoją w sprzeczności z zacieśnianiem polityki pieniężnej. Naszym zdaniem członek RPP nadmiernie skupia się na bieżącej inflacji. Uważamy, że bank centralny nie powinien reagować na bieżące odczyty inflacyjne (nawet jeśli są zaskakująco wysokie), a powinien się skupiać na średnioterminowych perspektywach inflacji. Oczywiście należy się przy tym liczyć z wpływem bieżącej inflacji na średnioterminowe perspektywy, m.in. poprzez wpływ bieżącej inflacji na oczekiwania inflacyjne, efekty drugiej rundy, itd.
- POL:** W.Buda, minister rozwoju i technologii powiedział, że pierwsze środki z Krajowego Planu Odbudowy mogą trafić do Polski na przełomie sierpnia i września.
- POL:** A.Soboń z MinFin powiedział, że w 2022 resort może pozyskać ponad 50 mld PLN z emisji obligacji detalicznych, wobec 44 mld PLN w 2021. Wiceminister dodał, że w budżecie nie widać negatywnego efektu tarcz antyinflacyjnych na dochody. Stwierdził jednak, że tarcze będą wydłużane na krótkie okresy, np. kwartalne, aby móc na bieżąco oceniać ich dalszą przydatność. Nie jest intencją resortu wydłużanie tarcz w jednym ruchu na długie okresy, np. jednego roku.

Inflacja superbazowa CPI*



Źródło: GUS, PKO Bank Polski, * inflacja CPI z wyłączeniem cen administrowanych, (pozostałych) cen energii, paliw, żywności i napojów bezalkoholowych.

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	--
EUR: Zatrudnienie (1q)	11:00	% r/r	4,6	--	--	--
EUR: Wzrost PKB (1q)	11:00	% r/r	4,7	5,0	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (kwi)	14:30	% m/m	0,5	1,0	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (kwi)	14:30	% m/m	1,1	0,4	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (kwi)	15:15	% m/m	0,9	0,4	--	--
Środa, 18 maja						
UK: Inflacja CPI (kwi)	08:00	% r/r	7,0	9,1	--	--
EUR: Inflacja HICP (kwi, rew.)	11:00	% r/r	7,4	7,5	--	--
EUR: Inflacja bazowa (kwi, rew.)	11:00	% r/r	2,9	3,5	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (kwi)	14:30	mln	1,87	1,81	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (kwi)	14:30	mln	1,79	1,78	--	--
Czwartek, 19 maja						
HUN: Tygodniowa stopa depozytowa	9:00	%	6,45	6,45	--	--
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						
CHN: Podstawowa stopa procentowa	3:15	%	3,7	3,7	--	--
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	--	--

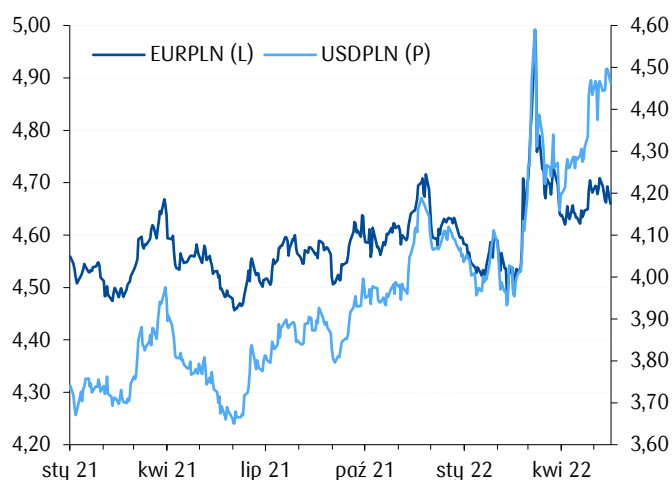
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

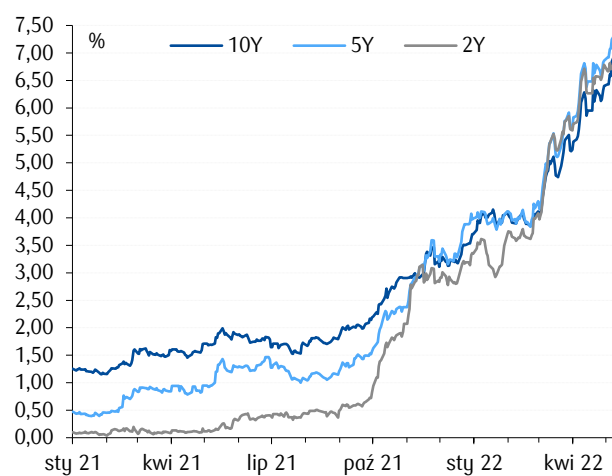
		Wartość 2022-05-16	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6598	-0,7	-0,7	0,8	2,8	8,2
	USDPLN	4,4788	-0,8	0,5	4,6	20,0	16,1
	CHFPLN	4,4577	-1,1	-0,3	-1,8	7,7	16,9
	GBPPLN	5,4998	-0,3	0,3	-1,5	4,4	12,0
	EURUSD	1,0404	0,1	-1,2	-3,6	-14,3	-6,8
	EURCHF	1,0454	0,4	-0,4	2,7	-4,5	-7,4
	GBPUSD	1,2253	0,3	-0,4	-5,9	-13,2	-3,8
	USDJPY	129,07	-0,2	-1,1	1,9	18,2	17,4
	EURCZK	24,73	-0,2	-1,1	1,0	-2,8	-4,0
	EURHUF	389,27	0,9	2,1	4,0	10,7	19,4
Obligacje	PL2Y	6,32	-19	-49	5	606	460
	PL5Y	6,95	-14	-41	47	551	468
	PL10Y	6,71	-13	-29	76	472	382
	DE2Y	0,14	3	-9	8	79	78
	DE5Y	0,61	1	-15	2	112	112
	DE10Y	0,93	-2	-16	9	105	104
	US2Y	2,57	-3	-5	11	242	37
	US5Y	2,82	-7	-16	2	199	64
	US10Y	2,88	-5	-20	2	124	49
Akcje	WIG	55 260,5	0,2	2,0	-13,3	-12,4	-2,3
	WIG20	1 762,2	-0,2	2,0	-15,8	-17,2	-19,3
	S&P500	4 008,0	-0,4	0,4	-8,7	-3,7	40,2
	NASDAQ100	12 243,6	-1,2	0,5	-12,0	-8,0	63,2
	Shanghai Composite**	3 091,6	0,6	2,9	-3,3	-12,1	7,3
	Nikkei**	26 643,9	0,4	1,2	-0,6	-4,2	25,4
	DAX	13 964,4	-0,5	4,4	-1,4	-9,3	14,1
	VIX	27,47	-4,8	-20,9	23,9	39,3	72,1
Surowce	Ropa Brent	114,3	2,3	7,7	2,2	64,5	57,3
	Ropa WTI	114,2	3,4	10,8	5,5	72,3	82,0
	Złoto	1813,1	-0,1	-2,6	-8,6	-2,7	42,0

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

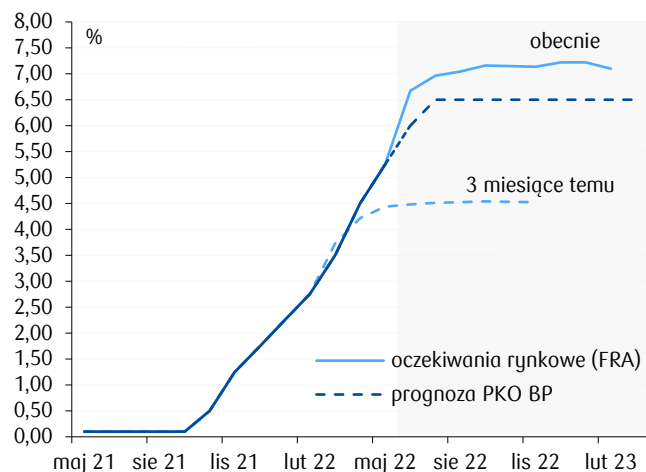
Notowania złotego wobec głównych walut



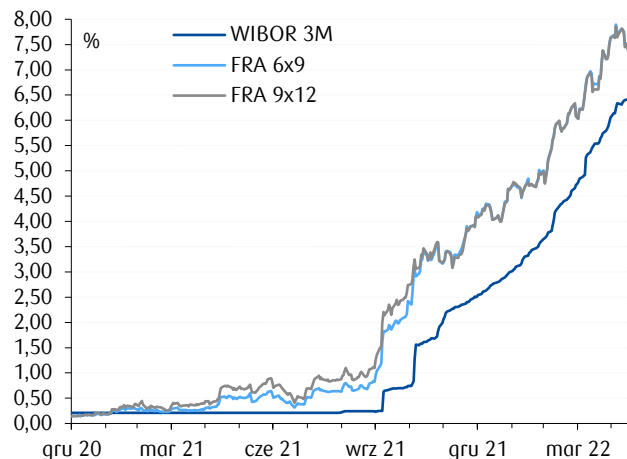
Rentowności polskich obligacji skarbowych



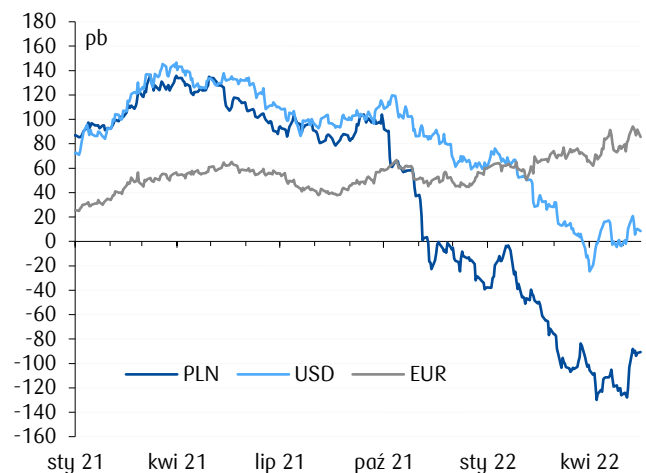
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



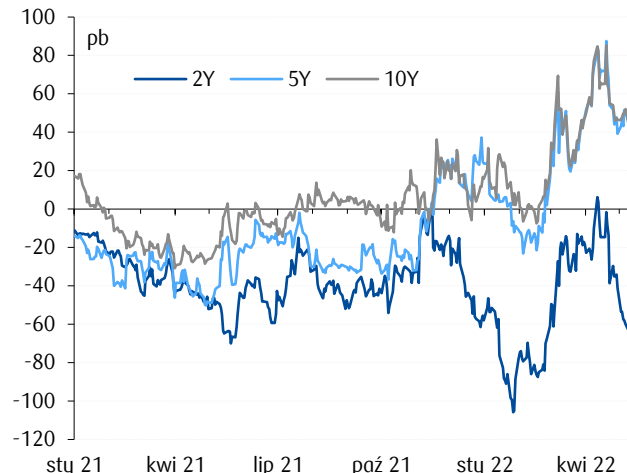
Krótkoterminowe stopy procentowe



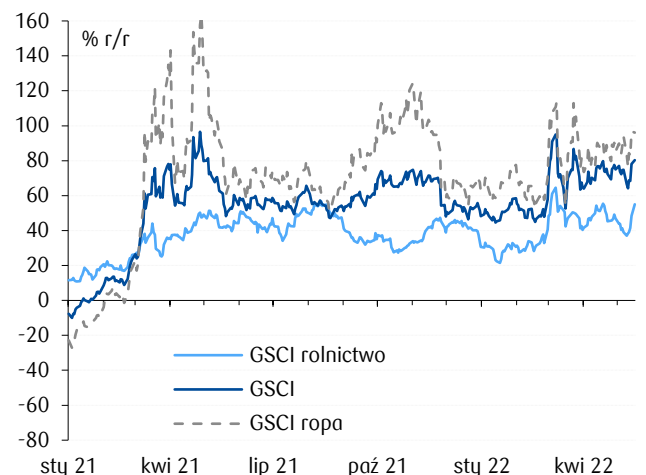
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



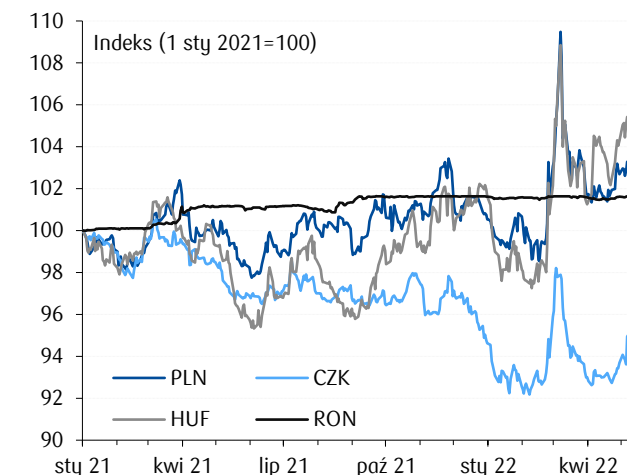
Spread asset swap dla PLN



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.

