

Czekając na spowolnienie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Poprawa nastrojów inwestycyjnych nabrała wczoraj rozpędu.** Wsparciem dla apetytu są nadzieje, że (m.in. na bazie wypowiedzi J.Bidena), że „recesja w USA nie jest nieunikniona”. Indeksy akcyjne odbiły (umiarkowanie w Europie i mocno na Wall Street). Zmiany rentowności na rynkach bazowych były „mieszane”, z lekkim wzrostem w przypadku Bundów i Treasuries (10-letnie w okolice 3,30%). EURUSD był stabilny, natomiast jen jest nadal w okolicach 24-letniego minimum, wzbudzając spekulacje, że BoJ będzie musiał w końcu podążyć tropem innych banków centralnych i rozpocząć normalizację polityki pieniężnej. Złoty lekko się wczoraj umocnił, a rentowności krajowych obligacji 10-letnich najpierw przebiły poziom 8%, a w dalszej części dnia wyraźnie odreagowały (poniżej 7,70%).
- **Dziś w kraju kolejny zestaw danych makro: sprzedaż detaliczna i produkcja budowlano-montażowa za maj.** Oczekujemy wzrostu osłabienia sprzedaży do 12,7% r/r w maju oraz niewielkiego odbicia dynamiki produkcji budowlanej (szczegół w kalendarzu).
- **Testem dla siły globalnej presji inflacyjnej będą dane nt. brytyjskiej inflacji CPI za maj.** Ewentualny silniejszy od oczekiwań wzrost (kons.: 9,1% r/r vs 9,0% r/r w kwietniu) mógłby nasilić jastrzębie nastawienie BoE.
- **W trakcie dnia będzie się wiele działo w świecie banków centralnych.** Przed Kongresem zeznawać będzie szef Fed, J.Powell. W strefie euro odbędzie się niedecyzyjne posiedzenie EBC oraz zaplanowano wystąpienia F.Eldersona i L.de Guindosa. SNB opublikuje kwartalny raport o polityce pieniężnej oraz wypowiadać się będzie prezes T.Jordan. Z kolei CNB prawdopodobnie dokona ostatniej w cyklu podwyżki stóp przed objęciem prezesury przez A.Michla, który jest przeciwnikiem dalszego zaostrzania polityki pieniężnej. Oczekujemy, że odchodzący prezes J.Rusnok i 2 innych członków zarządu pożegnają się zdecydowaną podwyżką głównej stopy o 125pb do 7,00%.
- **Wstępne dane o koniunkturze konsumenckiej w strefie euro za czerwiec** powinny potwierdzić słabość nastrojów i perspektyw dla konsumpcji.

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

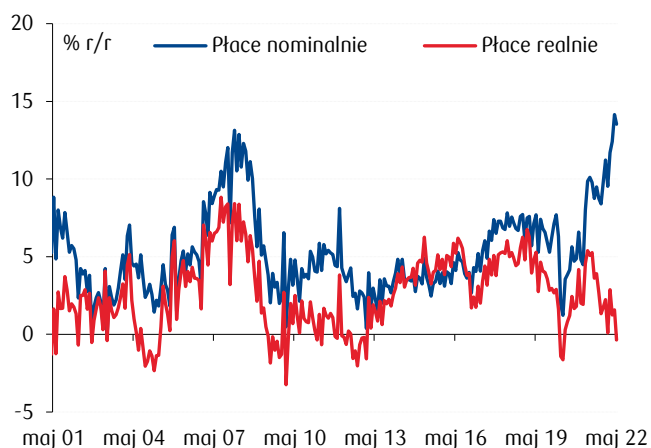
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

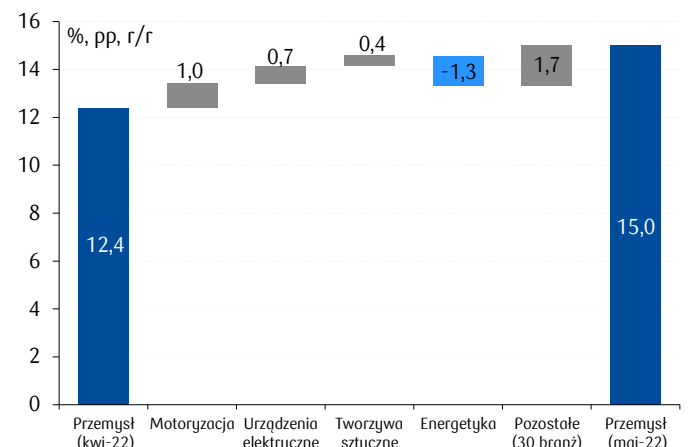
	Wartość 2022-06-21	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,6413	-0,3
USDPLN	4,3933	-0,5
CHFPLN	4,5592	-0,2
GBPPLN	5,4034	-0,2
EURUSD	1,0565	0,3
Obligacje:		
PL2Y	8,07	-29
PL5Y	8,10	-35
PL10Y	7,73	-42
DE10Y	1,76	1
US10Y	3,31	7
Indeksy akcyjne:		
WIG	54 066,3	2,1
DAX	13 292,4	0,2
S&P500	3 764,8	2,4
Nikkei**	26 227,7	-0,1
Shanghai Comp.**	3 299,8	-0,2
Surowce:		
Złoto	1838,50	0,0
Ropa Brent	114,73	0,3

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.

Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw



Dekompozycja zmiany dynamiki produkcji przemysłowej

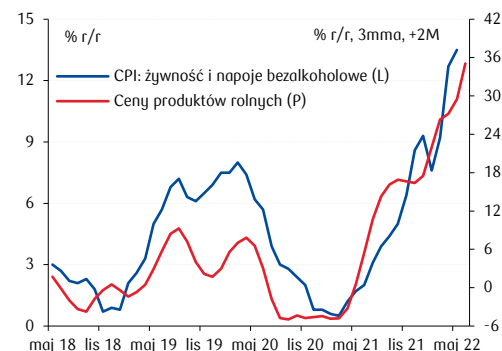


Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (ok. 40% wszystkich pracujących) w maju wzrosło o 13,5% r/r (kons. 14,7%, PKOe 14,9%). Dynamika realnych płac w ujęciu r/r spadła poniżej zera po raz pierwszy od kwietnia-maja 2020, a wcześniej od okresu silnego spowolnienia gospodarczego w 2012. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w maju wzrosło o 2,4% r/r, poniżej oczekiwań (PKOe: 2,6% r/r). Więcej w Makro Flashu: [Spadek realnych wynagrodzeń](#).
- **POL:** Produkcja przemysłowa w maju wzrosła o 15,0% r/r (wobec 12,4% r/r w kwietniu). Po wyeliminowaniu wahań sezonowych wzrost produkcji w przemyśle wyniósł 11,9% r/r (wobec ponad 15% r/r w kwietniu). Lekki wzrost dynamiki produkcji przemysłowej odzwierciedla „ulgę” w branżach mocno eksponowanych na ograniczenia podażowe (motoryzacja, wyroby elektryczne), przy dalszej normalizacji produkcji w energetyce. Więcej w Makro Flashu: [Zwrot ku inwestycjom?](#)
- **POL:** Inflacja PPI w maju wzrosła do 24,7% r/r, przy czym ceny wyrobów petrochemicznych prawie się podwoiły. Liczona przez nas „inflacja bazowa PPI” (bez cen energii) drugi miesiąc z rzędu oscyluje w okolicach 17% r/r.
- **POL:** Ceny skupu podstawowych produktów rolnych w maju wzrosły o 46,3% r/r. W skali roku najbardziej zdrożały zboża (74,5 % r/r) oraz żywiec rzeźny (61,5% r/r). Stopniowo wygasa wpływ szoku związanego z wojną w Ukrainie – w maju ceny skupu w skali miesiąca wzrosły o 2,3% wobec 8,7% w kwietniu i 15,9% w marcu. Dane sygnalizują jednak nadal silną presję na wzrost cen żywności dla konsumentów. W tym samym kierunku oddziałują silne wzrosty cen żywności na światowych rynkach, wysokie ceny diesla i nawozów oraz szybko rosnące koszty pracy (podwyżki płac w firmach rolniczych zatrudniających 9+ pracowników w maju wyniosły 22,4% r/r).
- **USA:** Sprzedaż domów na rynku wtórnym w maju czwarty miesiąc z rzędu spadła, tym razem do 5,4 mln (-3,4% m/m oraz -8,6% r/r). Poziom miesięcznej sprzedaży powrócił do wartości obserwowanych w 2019, przed pandemicznym boomem na rynku nieruchomości. Dostępne na rynku niesprzedane mieszkania pozwoliłyby na zaspokojenie 2,6 miesięcznego popytu vs 2,2 mies. w kwietniu 2022. W dalszym ciągu czas potrzebny do sprzedaży mieszkań jest krótki – typowa nieruchomość sprzedaje się po 16 dniach. W kolejnych miesiącach można oczekiwać dalszych spadków sprzedaży. Wskazuje na to spadający popyt, wynikający z wysokiego oprocentowania hipotek (wg Freddie Mac 5,23% w maju) oraz niskiej dostępności cenowej mieszkań. W maju medianowa cena sprzedaży mieszkania na rynku wtórnym wyniosła 407,6 tys. USD (+14,8% r/r).
- **EUR:** W zapowiedzi planowanego na 23 czerwca Biuletynu Ekonomicznego EBC opublikował kilka artykułów dotyczących inflacji w strefie euro. Obserwowane w ostatnich miesiącach wzrosty cen ropy wynikają zdaniem EBC przede wszystkim z wpływu zbyt niskiej podaży i szybkiego postpandemicznego wzrostu gospodarczego. Z kolei w przypadku cen gazu, wg wyliczeń modelowych, kluczowe znaczenie mają czynniki specyficzne, a nie zmienne makro. Jedną ze strukturalnych przyczyn niskiej podaży ropy i gazu są trwale niższe inwestycje w sektorze po znacznych spadkach cen ropy w 2014. W artykule przedstawiono również argumenty za zmniejszeniem zależności rynku gazu od ropy po tym, jak po 2015 zaczęto w Europie rezygnować z indeksacji cen gazu do cen ropy na rzecz cen rynkowych (TTF Dutch). Przy założeniu rynkowych (spadkowych) ścieżek cen gazu i ropy (na podstawie kontraktów futures) i ze względu na silny dezinflacyjny efekt wysokiej bazy możliwe byłoby obniżenie inflacji w 2023 ([link](#)). Ekonomiści EBC przygotowali również kolejną miarę „fundamentalnej presji inflacyjnej” – inflację o niskiej intensywności importu – LIM1. Wskaźnik ten, obejmujący

Ceny skupu podstawowych towarów rolnych na tle inflacji żywnościowej CPI



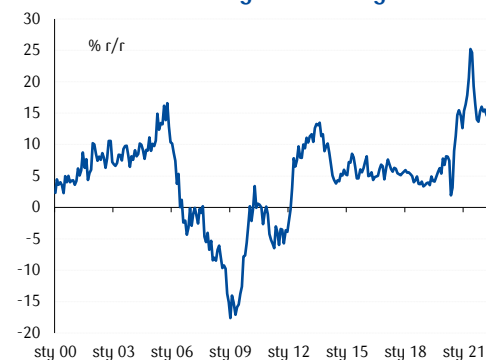
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Liczba sprzedanych domów na rynku wtórnym w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Medianowa cena sprzedaży nieruchomości na rynku wtórnym w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

głównie usługi i składający się z ok. 30-40% koszyka inflacyjnego, wskazuje, że choć znaczna część inflacji w strefie euro jest importowana, to wewnętrzna presja inflacyjna również istotnie wzrosła w ciągu ostatniego roku ([link](#)). Opublikowano też dwa przeglądowe artykuły opisujące [wpływ wojny w Ukrainie na rynek energii](#) oraz na [ceny żywności](#).

- **POL:** H.Wnorowski (RPP) widzi przestrzeń do co najmniej dwóch kolejnych podwyżek stóp procentowych w Polsce. Jego zdaniem równie prawdopodobne są ruchy o 75pb (tak jak dwie poprzednie podwyżki), jak i mniejsze (prawdopodobnie o 50pb), a dobrym scenariuszem dla gospodarki byłoby, gdyby po dwóch podwyżkach możliwe było zakończenie cyklu. Zdaniem H.Wnorowskiego w 4q23 „być może będzie możliwość obniżania stóp procentowych”. Ekonomista podkreślił ekspansywny charakter polityki fiskalnej, na którą RPP musi reagować kolejnymi podwyżkami stóp, ale dostrzegł też sygnały ze strony rządu dotyczące zamiarów jej ograniczenia. Według H.Wnorowskiego inflacja może ustabilizować się w okresie wakacyjnym, po czym – jeśli nie pojawią się nieprzewidziane szoki – powinna się obniżyć. Zdaniem członka RPP kurs złotego jest słabszy niż uzasadniałyby to czynniki fundamentalne.
- **EUR:** Rzecznik KE E.Mamer oświadczył, że UE zmieni myślenie o sankcjach na Rosję tylko po wycofaniu się rosyjskich wojsk z Ukrainy i zakończeniu wojny.
- **POL:** Rząd przyjął uchwałę umożliwiającą prefinansowanie projektów z KPO przez PFR. Posłużą do tego środki ze zwrotów z Tarcz Finansowych.
- **EUR:** Według włoskiego ministra energii R.Cingolaniego wśród państw UE poparcie zyskuje włoska propozycja zamrożenia cen gazu ziemnego importowanego z Rosji w celu ograniczenia presji inflacyjnej.
- **POL:** Komitet Stabilności Finansowej dot. nadzoru makroostrożnościowego (KSF-M) rekomenduje utrzymanie bufora kapitałowego na poziomie 0%. Standaryzowana luka kredytowa w relacji do długoterminowego trendu PKB wynosi -13,7%, co wskazuje na brak podstaw do zawiązania bufora. Jednocześnie wyniki modeli wczesnego ostrzegania utrzymały się na podobnym poziomie jak w poprzednich okresach (ostatnie dane uwzględnione w modelach za 4q21).
- **CHN:** Minister finansów K.Liu stwierdził, że rząd zwiększy skalę wydatków fiskalnych oraz emisji specjalnych obligacji samorządowych. Celem jest przeciwdziałanie pogorszeniu koniunktury za pomocą zwiększenia inwestycji infrastrukturalnych i ulg podatkowych dla biznesu.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 17 czerwca						
JAP: Posiedzenie BoJ	--	%	-0,1	-0,1	--	-0,1
EUR: Inflacja HICP (maj, rew.)	11:00	% r/r	7,4	8,1	--	8,1
EUR: Inflacja bazowa (maj, rew.)	11:00	% r/r	3,8	3,8	--	3,8
POL: Inflacja bazowa (maj)	14:00	% r/r	7,7	8,5	8,5	8,5
USA: Produkcja przemysłowa (maj)	15:15	% m/m	1,4	0,5	--	0,2
Poniedziałek, 20 czerwca						
GER: Inflacja PPI (maj)	8:00	% r/r	33,5	33,8	--	33,6
Wtorek, 21 czerwca						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (maj)	10:00	% r/r	14,1	14,7	14,9	13,5
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (maj)	10:00	% r/r	2,8	2,6	2,6	2,4
POL: Produkcja przemysłowa (maj)	10:00	% r/r	13,0	15,2	16,9	15,0
POL: Inflacja PPI (maj)	10:00	% r/r	23,3	24,7	24,7	24,7
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (maj)	16:00	mln	5,61	5,4	--	5,4
Środa, 22 czerwca						
POL: Produkcja budowlano-montażowa (maj)	10:00	% r/r	9,3	8,7	12,1	--
POL: Sprzedaż detaliczna (maj)	10:00	% r/r	19,0	8,8	12,7	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	5,75	6,75	7,00	--
EUR: Koniunktura konsumencka (cze, wst.)	16:00	pkt.	-21,1.	--	--	--
Czwartek, 23 czerwca						
GER: PMI w przetwórstwie (cze, wst.)	9:30	pkt.	54,8.	54,0	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (cze, wst.)	10:00	pkt.	54,6	53,7	--	--
POL: Koniunktura konsumencka (cze)	10:00	pkt.	-38,4	--	--	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	0,75	1,00	1,00	--
POL: Podaż pieniądza M3 (maj)	14:00	% r/r	8,2	8,1	8,2	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	225	--	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (cze, wst.)	15:45	pkt.	57,0	56,3	--	--
Piątek, 24 czerwca						
POL: Stopa bezrobocia (maj)	10:00	%	5,2	5,1	--	--
GER: Indeks Ifo (cze)	10:00	pkt.	93,0	92,0	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze, rew.)	16:00	pkt.	50,2	50,2	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (maj)	16:00	tys.	591	600	--	--

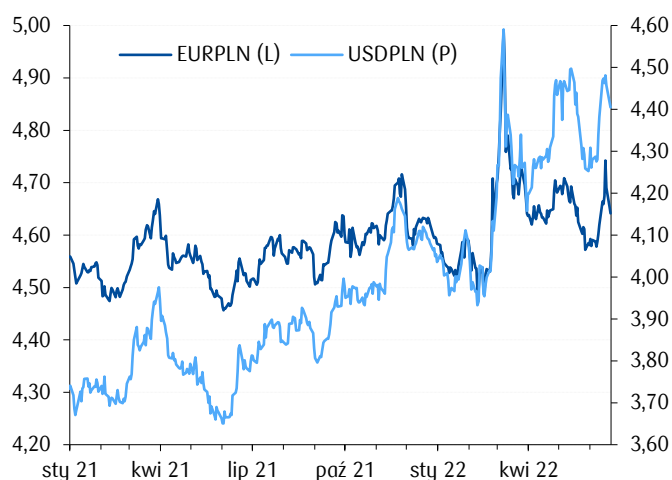
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

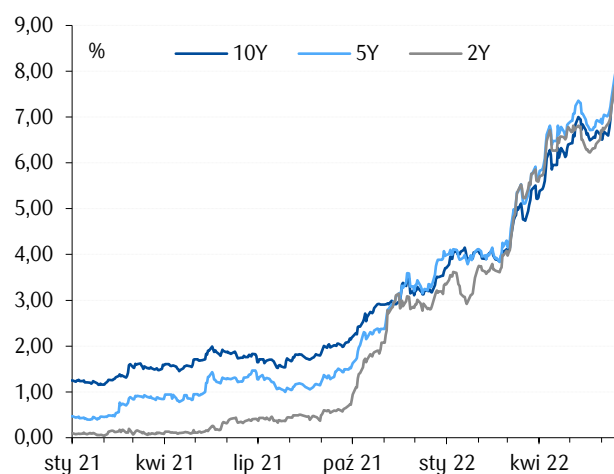
		Wartość 2022-06-21	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,6413	-0,3	-0,4	0,8	2,6	9,2
	USDPLN	4,3933	-0,5	-1,8	2,4	15,6	17,0
	CHFPLN	4,5592	-0,2	1,9	2,0	10,4	19,1
	GBPPLN	5,4034	-0,2	0,7	0,7	2,5	13,3
	EURUSD	1,0565	0,3	1,5	-1,5	-11,2	-6,7
	EURCHF	1,0180	-0,1	-2,2	-1,1	-7,1	-8,4
	GBPUSD	1,2284	0,2	2,3	-1,9	-11,7	-3,2
	USDJPY	136,14	0,9	1,1	7,6	22,9	26,4
	EURCZK	24,67	-0,1	-0,3	0,2	-3,4	-3,7
	EURHUF	394,78	-0,7	-1,0	3,0	12,3	21,8
Obligacje	PL2Y	8,07	-29	33	175	767	646
	PL5Y	8,10	-35	12	132	672	612
	PL10Y	7,73	-42	-7	116	592	533
	DE2Y	1,14	-1	-7	78	179	186
	DE5Y	1,54	-1	-3	86	209	217
	DE10Y	1,76	1	2	81	193	204
	US2Y	3,20	3	-24	72	296	142
	US5Y	3,38	4	-22	62	252	157
	US10Y	3,31	7	-18	55	183	124
Akcje	WIG	54 066,3	2,1	1,5	-4,3	-18,3	-9,0
	WIG20	1 719,1	2,3	0,9	-5,1	-22,6	-25,5
	S&P500	3 764,8	2,4	0,8	-4,5	-11,3	27,6
	NASDAQ100	11 546,8	2,5	2,1	-1,9	-19,1	49,4
	Shanghai Composite**	3 300,9	-0,2	0,4	7,5	-7,2	10,0
	Nikkei**	26 236,3	0,0	-1,5	-1,9	-9,2	23,4
	DAX	13 292,4	0,2	-0,1	-4,5	-15,0	7,7
	VIX	30,19	-2,7	-7,6	2,5	81,2	96,0
Surowce	Ropa Brent	114,7	0,3	-5,2	0,8	53,2	75,6
	Ropa WTI	109,5	0,0	-7,9	-2,4	50,3	91,2
	Złoto	1838,5	0,0	1,4	-1,5	3,2	31,9

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

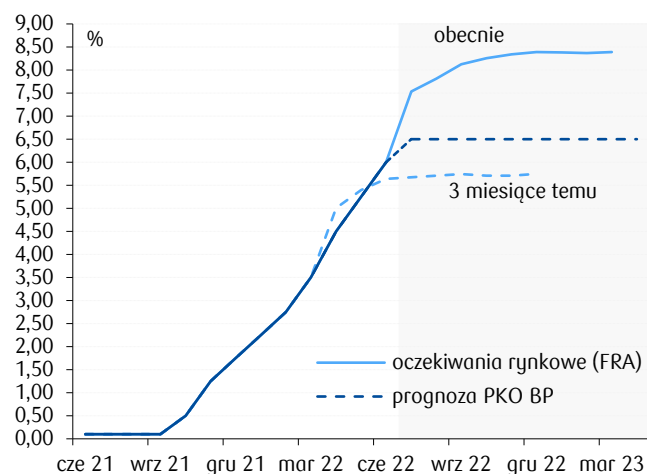
Notowania złotego wobec głównych walut



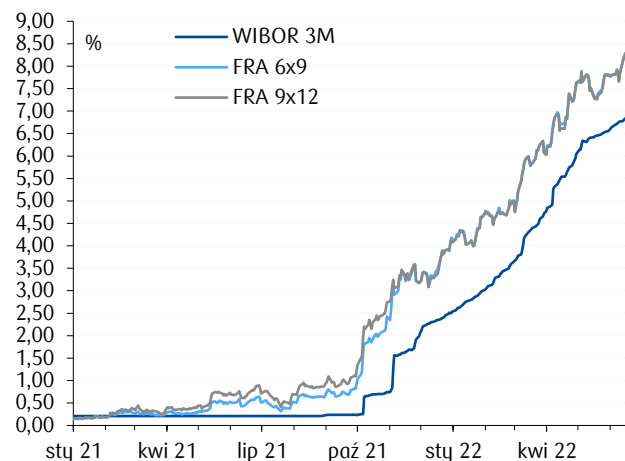
Rentowności polskich obligacji skarbowych



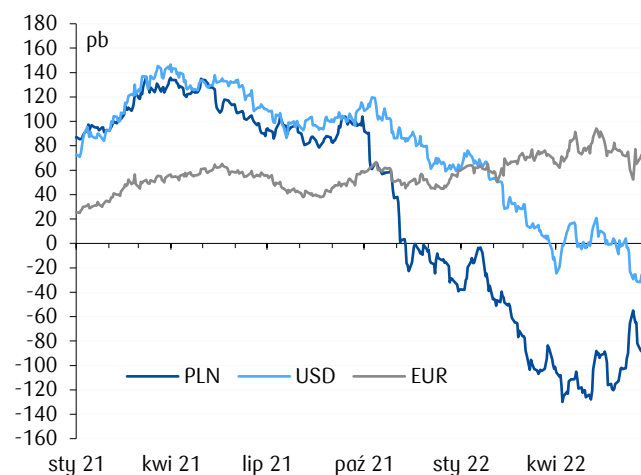
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



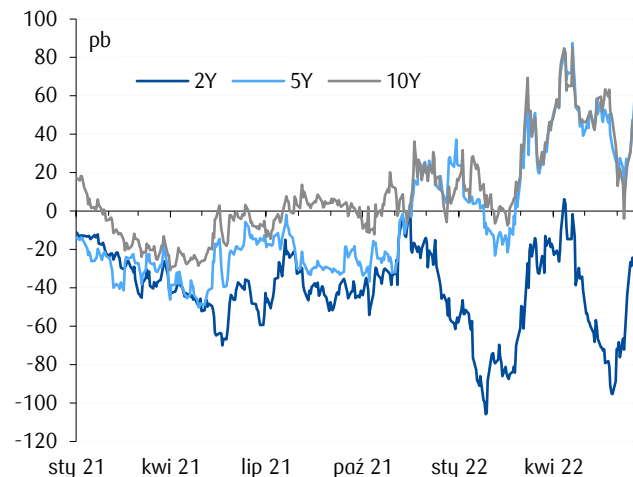
Krótkoterminowe stopy procentowe



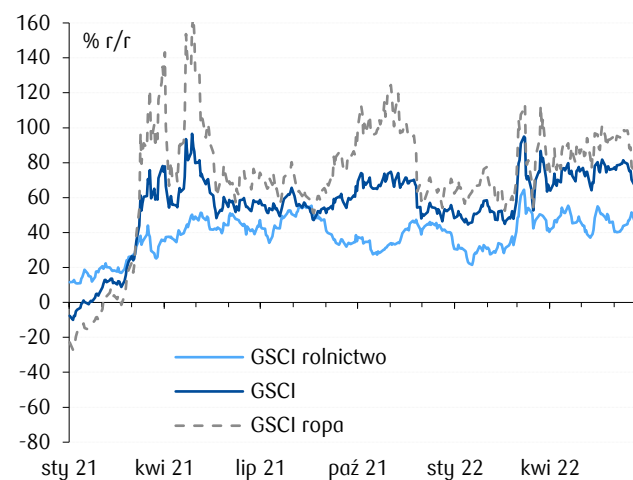
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



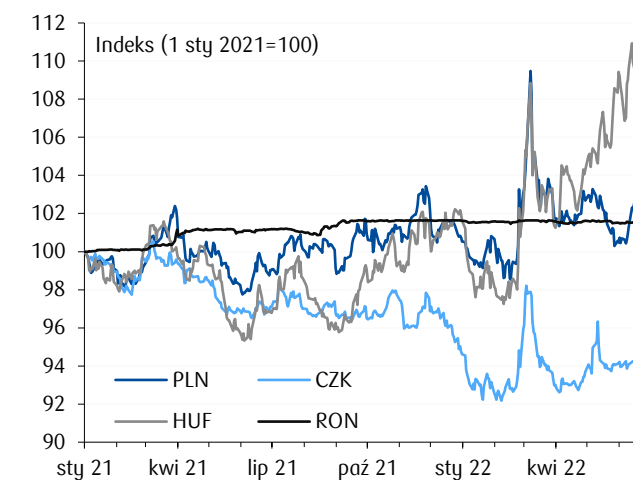
Spread asset swap dla PLN



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.

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.