

## Czas na redukcję bilansu

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- **Na rynkach nastąpiło lekkie pogorszenie nastrojów inwestycyjnych.** Pierwszy dzień redukcji bilansu Fed przyniósł początkowo lekkie wzrosty amerykańskich indeksów akcyjnych. Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich lekko wzrosły, sygnalizując spadek obaw inwestorów o wzrost gospodarczy, a także wzmocnienie oczekiwań na podwyżki stóp w USA. Notowania dolara przez większą część dnia niewiele się zmieniały, ale pod koniec europejskiej sesji EURUSD „osunął się” poniżej 1,07. W oczekiwaniu na czwartkowe posiedzenie OPEC rosły ceny ropy naftowej. OPEC zrewidował o ponad 26% w dół prognozy nadpodaży ropy na 2022, a rynek nadal nie ma pewności co do tego, czy rosnące ceny energii i żywności sprawią, że globalna gospodarka pogrąży się w recesji. Sytuację na rynku odmieniły jednak nieoficjalne doniesienia wskazujące na możliwość znaczącego wzrostu wydobycia w Arabii Saudyjskiej. W kraju złoty lekko się osłabił (EURPLN zbliżał się do 4,60), a rentowności obligacji obniżały się.
- **Dziś dużo uwagi przyciągną dane z rynku pracy w USA.** Raport ADP będzie preludeum do kluczowego raportu w piątek (NFP za maj), a dodatkowo poznamy tygodniowe statystyki nt. wniosków o zasiłek dla bezrobotnych.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: PMI dla krajowego przetwórstwa w maju spadł silniej od oczekiwań, do 48,5 pkt.** (z 52,4 pkt. w kwietniu). To pierwszy odczyt poniżej neutralnego poziomu 50,0 pkt. od czerwca 2020. Najważniejsze w strukturze PMI subindeksy produkcji oraz nowych zamówień gwałtownie spadły. Indeks wskazuje na szybko kurczącą się przestrzeń do dalszej ekspansji przemysłu. Więcej w Makro Flashu: „[PMI poniżej 50 pkt. pierwszy raz od czerwca 2020](#)”.
- **EUR: Finalne PMI za maj potwierdziły korektę indeksu do poziomu najniższego od listopada 2020** (54,6 pkt. vs 55,5 pkt. w maju). Wpływ na wyniki przetwórstwa, oprócz tradycyjnych już braków podaży, wysokich cen surowców oraz kurczącego się popytu wskutek wysokiej niepewności, mógł mieć także zwrot konsumentów w kierunku usług. Dotyczy to w szczególności konsumpcji usług turystycznych, która po raz pierwszy od 2 lat nie jest prawie w ogóle obciążona dodatkowymi wymogami. Zwrot

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

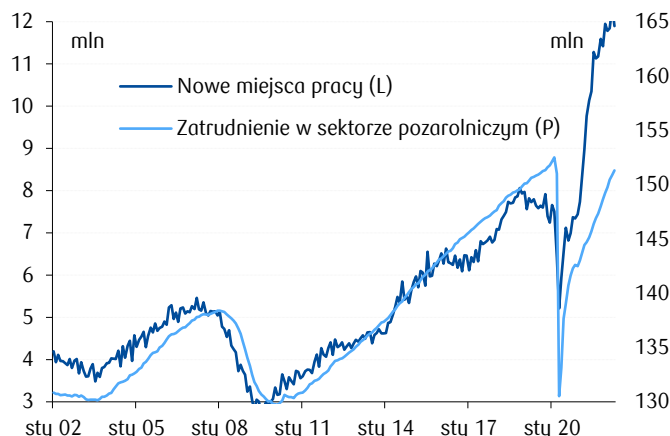
www.pkobp.pl/centrum-analiz

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2022-06-01	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,5925	0,3
USDPLN	4,3052	0,7
CHFPLN	4,4678	0,1
GBPPLN	5,3818	0,0
EURUSD	1,0668	-0,4
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	6,68	-3
PL5Y	6,86	-11
PL10Y	6,51	-12
DE10Y	1,18	5
US10Y	2,93	9
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	57 025,5	-0,7
DAX	14 340,5	-0,3
S&P500	4 101,2	-0,7
Nikkei**	27 402,4	-0,2
Shanghai Comp.**	3 190,6	0,3
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1843,85	-0,1
Ropa Brent	116,47	-5,3

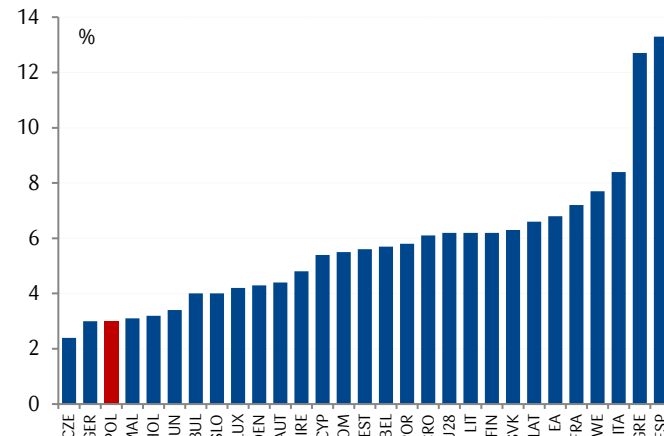
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji. \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Luka między popytem a podażą pracy w USA



Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

### Stopa bezrobocia zharmonizowanego w UE w kwietniu



konsumentów nie był jednak wystarczający, aby podtrzymać ekspansję sektora usługowego na wysokim poziomie. Ta w maju nieco się osłabiła (PMI dla usług obniżył się do 56,3 pkt. z 57,7 pkt.), co może odzwierciedlać negatywny wpływ szoku inflacyjnego na skłonność do konsumpcji. Publikowane na początku tygodnia dane o koniunkturze konsumenckiej w strefie euro potwierdzają, że wojenny szok cenowy ciągle wywiera negatywny wpływ na nastroje.

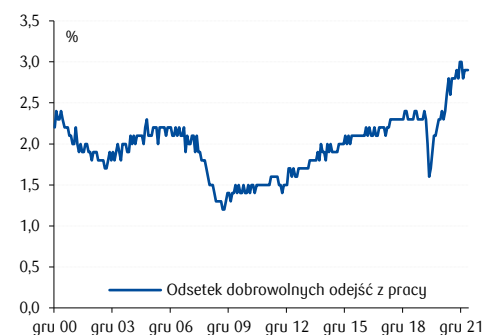
- UK: Finalny PMI w przetwórstwie za maj potwierdził spadek do 54,6 pkt.** (z 55,8 pkt. w kwietniu), czyli do poziomu najniższego od stycznia 2021. Za spadkiem indeksu stały słabe wyniki sektora produkującego dobra konsumpcyjne. Ma to związek z wysoką inflacją, będącą pokłosiem wzrostu cen energii, której efektem jest ograniczenie konsumpcji realnej (zostało to nazwane w Wielkiej Brytanii „kryzysem kosztów życia”). Dodatkowo problemami doskwierającymi brytyjskim firmom z obszaru przetwórstwa przemysłowego (wg ich wskazań) są kwestie związane z brexitem, opóźnienia w logistyce, a także wojna w Ukrainie.
- USA: ISM dla przetwórstwa w maju poprawił się, sięgając 56,1 pkt.** (wobec 55,4 pkt. w kwietniu). Wzrost subindeksu zamówień rozwiewa nieco obawy, że amerykańska gospodarka może zaraz wpaść w recesję. Indeks pokazał także, że lekko spadły opóźnienia w realizacji dostaw, co może oznaczać, że szczyt kolejnej fali zatorów w globalnej logistyce jest już za nami. Nadal problemem są pracownicy, a raczej ich brak – subindeks zatrudnienia spadł poniżej poziomu 50 pkt., sygnalizując spadek zatrudnienia w przemyśle. Jest to skutek rozgranego rynku pracy oraz bardzo dużej luki między popytem a podażą skutkującej dużą rotacją personelu, co potwierdzają także **wyniki kwietniowej ankiety JOLTS**. Liczba nowych miejsc pracy w kwietniu pozostała w okolicach historycznych maksimów (11,4 mln wobec 11,5 mln w marcu), podobnie jak odsetek dobrowolnych odejść z pracy (por. wykres obok).
- EU: Zharmonizowana (LFS/BAEL) stopa bezrobocia w Polsce w kwietniu utrzymała się na poziomie 3,0%. Polska jest nadal wśród 3 państw UE z najniższą stopą bezrobocia** (2 miejsce, razem z Niemcami, po Czechach). W całej strefie euro stopa bezrobocia w kwietniu wyniosła 6,8%, a w UE 6,2%. Z punktu widzenia EBC dane potwierdzają skomplikowane okoliczności, w których bank musi kształtować jednolitą politykę pieniężną dla państw znajdujących się w mocno zróżnicowanej sytuacji gospodarczej – w Hiszpanii i Grecji stopa bezrobocia wynosi odpowiednio 12,7% i 13,3%, a w Niemczech i Holandii jest poniżej 4%.
- POL: Komisja Europejska zaakceptowała w środę polski KPO.** Krok ten umożliwi wypłatę przez UE 23,9 mld EUR dotacji i 11,5 mld EUR pożyczek w ramach Funduszu Odbudowy. U.von der Leyen oświadczyła, że plan znacząco przyczyni się do dekarbonizacji gospodarki Polski, jednocześnie zwiększając jej niezależność energetyczną. Plan zawiera również szereg środków mających na celu poprawę klimatu inwestycyjnego w kraju czy zwiększenie aktywności zawodowej. Szefowa Komisji dodała, iż zatwierdzenie tego planu wiąże się z wyraźnymi zobowiązaniami Polski w zakresie niezawisłości sądownictwa, które będą musiały zostać spełnione przed dokonaniem jakiegokolwiek faktycznej płatności. Wniosek Komisji trafi teraz do Rady UE, która ma cztery tygodnie na jego przyjęcie.
- EUR: A.Holtzman z EBC ocenił wczoraj, że ostatni, rekordowy poziom inflacji w strefie euro wzmacnia argumenty za podniesieniem w lipcu stóp procentowych przez EBC o 50pb.**
- EUR: Prezes EBC, Ch.Lagarde, stwierdziła, że EBC jest otwarty na propozycje, które mają zachęcić banki do finansowania zielonych inwestycji.** Te miałyby nie tylko wspierać politykę klimatyczną, ale też ułatwić gospodarstwom

## Przewidywana produkcja wg badania koniunktury GUS



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Stopa rotacji personelu w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

domowym łagodniejsze przejście przez szok związany ze skokowym wzrostem cen energii.

- **USA: M.Daly** z Fed w San Francisco oraz **J.Bullard** z Fed w St. Louis poparli w swoich wypowiedziach podwyżkę stóp o 50pb na najbliższym posiedzeniu FOMC. M.Daly stwierdziła, że Fed musi szybko wycofać się z akomodacyjnej polityki, a dalsze ruchy powinny być uzależnione od napływających danych. J.Bullard z kolei ocenił, że w USA, po okresie dobrej koniunktury oczekiwany jest powrót dynamiki PKB w okolice tempa wzrostu potencjalnego, które kształtuje się w okolicy 1,75-2%. Fed ma w jego ocenie „dobry plan” obniżenia inflacji, a stopy mogłyby zacząć spadać w 2023 lub 2024. **T.Barkin** z Fed w Richmond powiedział natomiast, że w danych makro nie widać obecnie oznak recesji, a zacieśnianie polityki pieniężnej „ma sens”.
- **USA: Beżowa Księga Fed** pokazała, że tempo wzrostu gospodarczego spowalnia w części regionów, w sytuacji gdy gospodarstwa domowe i firmy muszą działać w otoczeniu wyższych stóp procentowych i związanej z wojną w Ukrainie wyższej niepewności, która ogranicza wydatki inwestycyjne. Dokument stwierdza, że w czterech regionach Fed odnotowano spowolnienie w porównaniu z poprzednią edycją badania. W ośmiu regionach ankietowani przez Fed wskazują na pogorszenie oczekiwań co do wzrostu, natomiast w trzech występują obawy związane z recesją.
- **POL: H.Wnorowski (RPP)** ocenił, że NBP nie ma innego wyjścia niż podwyższanie stóp procentowych, gdy rząd prowadzi bardzo ekspansywną politykę fiskalną.
- **UKR: Ukraiński Związek Zbożowy** szacuje, że produkcja pszenicy w sezonie 2022/23 będzie o 40% niższa niż rok wcześniej, a jej eksport spadnie o 50%. Związek szacuje, że spadek zbiorów kukurydzy sięgnie ok. 30%, a jej eksport będzie o ok. 50% mniejszy niż w poprzednich latach.

## 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: 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	8,5
POL: Konsumpcja prywatna (1q)	10:00	% r/r	8,0	7,3	6,7	6,6
POL: Inwestycje (1q)	10:00	% r/r	5,2	5,4	5,0	4,3
POL: Inflacja CPI (maj, wst.)	10:00	% r/r	12,4	13,9	14,0	13,9
EUR: Inflacja HICP (maj)	11:00	% r/r	7,5	7,7	--	8,1
EUR: Inflacja bazowa (maj, wst.)	11:00	% r/r	3,5	3,5	--	3,8
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	5,40	5,90	6,00	5,90
USA: Ceny nieruchomości (mar)	15:00	% r/r	20,0	19,7	--	20,6
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (maj)	16:00	pkt.	108,6	103,9	--	106,4
<b>Środa, 1 czerwca</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (maj)	3:45	pkt.	46,0	49,5	--	48,1
POL: PMI w przetwórstwie (maj)	9:00	pkt.	52,4	52,3	52,1	48,5
GER: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	9:55	pkt.	54,6	54,7	--	54,8
EUR: PMI w przetwórstwie (maj, rew.)	10:00	pkt.	55,5	54,4	--	54,6
USA: ISM w przetwórstwie (maj)	16:00	pkt.	55,4	55,0	--	56,1
USA: Raport JOLTS (kwi)	16:00	mln	11,5	--	--	11,3
USA: Beżowa księga Fed	20:00	--	--	--	--	--
<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	--	--

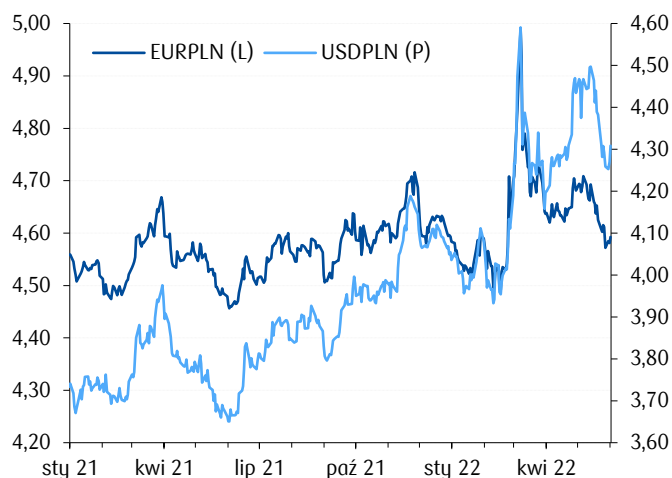
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

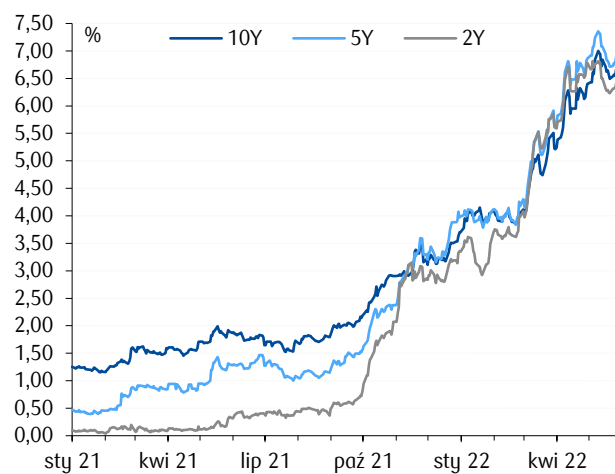
		Wartość 2022-06-01	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,5925	0,3	-0,5	-1,8	2,9	7,3
	USDPLN	4,3052	0,7	-0,4	-2,9	18,1	12,7
	CHFPLN	4,4678	0,1	-0,5	-1,0	9,8	16,9
	GBPPLN	5,3818	0,0	-0,6	-2,9	4,2	11,6
	EURUSD	1,0668	-0,4	-0,1	1,1	-12,9	-4,8
	EURCHF	1,0280	0,1	0,0	-0,8	-6,2	-8,1
	GBPUSD	1,2497	-0,8	-0,4	0,0	-11,8	-1,1
	USDJPY	129,94	1,0	2,0	0,0	18,8	19,9
	EURCZK	24,74	0,0	0,2	0,4	-2,7	-4,1
	EURHUF	396,13	-0,2	2,1	4,6	14,3	22,7
<b>Obligacje</b>	PL2Y	6,68	-3	36	-14	635	501
	PL5Y	6,86	-11	7	-22	556	477
	PL10Y	6,51	-12	-4	-10	463	388
	DE2Y	0,54	3	21	25	119	118
	DE5Y	0,89	5	23	16	145	146
	DE10Y	1,18	5	23	20	135	138
	US2Y	2,66	12	16	5	252	82
	US5Y	2,94	13	22	5	213	109
US10Y	2,93	9	18	2	132	85	
<b>Akcje</b>	WIG	57 025,5	-0,7	1,5	0,6	-14,0	-1,4
	WIG20	1 822,6	-1,1	1,4	0,6	-18,4	-18,6
	S&P500	4 101,2	-0,7	3,1	-4,6	-2,4	49,4
	NASDAQ100	12 548,4	-0,7	5,1	-7,3	-8,1	79,8
	Shanghai Composite**	3 190,6	0,3	2,7	4,7	-12,0	10,4
	Nikkei**	27 402,4	-0,2	2,7	2,2	-4,9	34,3
	DAX	14 340,5	-0,3	2,4	2,6	-7,9	21,6
	VIX	25,69	-1,9	-9,4	1,1	43,5	36,2
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	116,5	-5,3	1,9	5,6	65,5	89,4
	Ropa WTI	115,3	0,5	2,4	6,9	70,2	116,5
	Złoto	1843,9	-0,1	-0,3	-1,3	-2,9	39,7

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

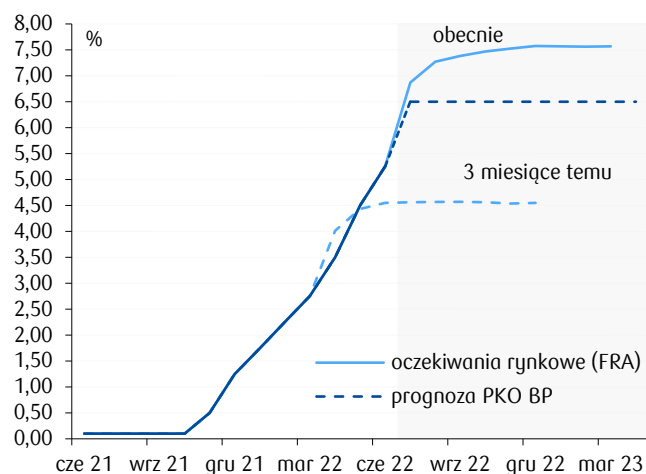
## Notowania złotego wobec głównych walut



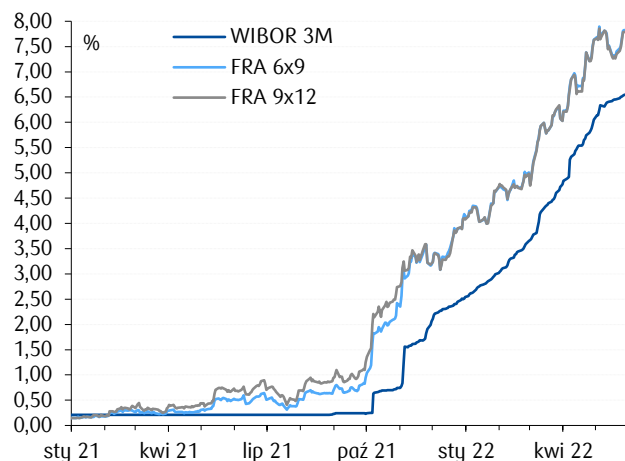
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



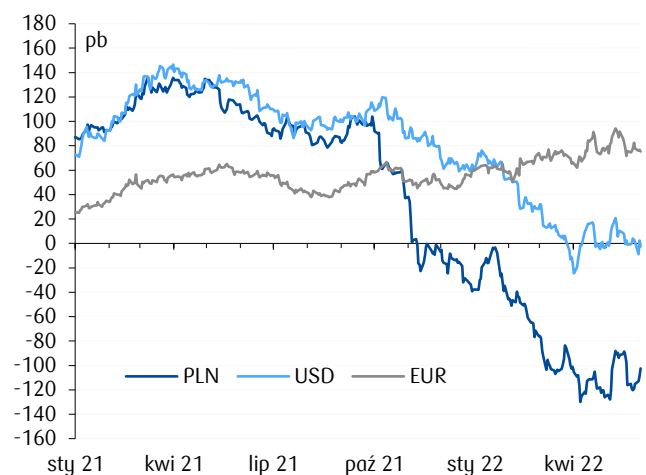
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



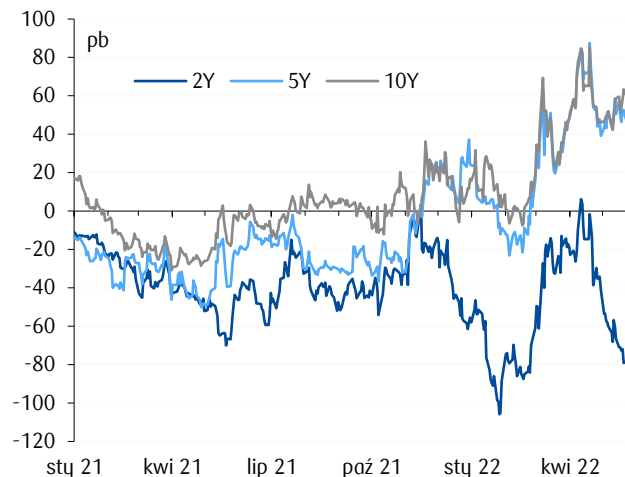
### Krótkoterminowe stopy procentowe



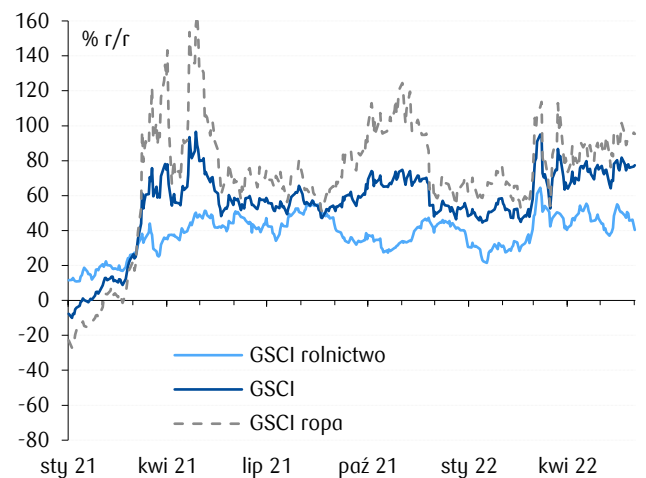
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



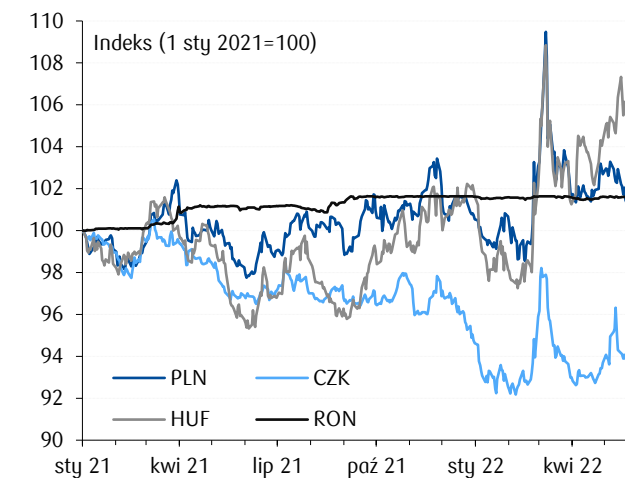
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

