

Nokaut?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Po serii słabych danych z amerykańskiej gospodarki wzrosły oczekiwania na obniżki stóp procentowych, co spowodowało wzrost cen akcji oraz spadek rentowności obligacji. Podczas skróconej sesji przed amerykańskim Dniem Niepodległości, indeks S&P 500 zmierzał w kierunku nowego rekordu. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych spadły o ok. 9pb. W Polsce rynki żyły decyzją RPP o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie oraz aktualizacją prognoz inflacji. Złoty umocnił się w okolice 4,30 względem EUR i 3,98 względem USD. Rentowności obligacji krajowych obniżyły się na całej długości krzywej.
- Dzisiaj w strefie euro zainteresowanie wzbudzą dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle w maju (oczekiwany jest wzrost o 0,5% m/m po kwietniowym spadku) oraz protokół z czerwcowego posiedzenia EBC. W kraju najważniejszym wydarzeniem będzie konferencja Prezesa NBP. W kontekście nowej projekcji inflacji szczególnie interesująca będzie ocena Prezesa A.Głapińskiego dot. perspektyw dla parametrów polityki pieniężnej, w obliczu coraz pewniejszego powrotu inflacji do celu w 2026, a więc w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.
- Wrażeń dostarczy także świat polityki. W Wielkiej Brytanii odbędą się przedterminowe wybory parlamentarne, które wg sondaży przyniosą nokaut rządzącej od 14 lat Partii Konserwatywnej przy potencjalnie największym w historii zwycięstwie Partii Pracy (może zdobyć nawet blisko 500 mandatów w liczącej 650 miejsc Izbie Gmin).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL:** RPP utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie, w tym referencyjną na poziomie 5,75%. Decyzja wpisala się zarówno w nasze, jak i rynkowe oczekiwania. Komunikat po posiedzeniu zawierał główne wskazania z najnowszej projekcji inflacji i PKB. W 2024 NBP oczekuje inflacji CPI porównywalnej do marcowego scenariusza zakładającego przedłużenie tarcz (3,7%) oraz znacznie niższej niż w przypadku pełnego wycofania tarcz. Niższa inflacja wynika z niższego punktu startowego, tylko częściowego odmrożenia cen energii oraz słabszego wzrostu cen bazowych.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

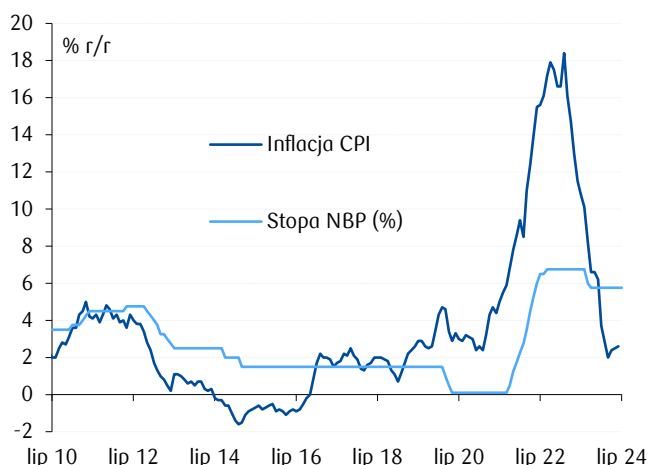
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

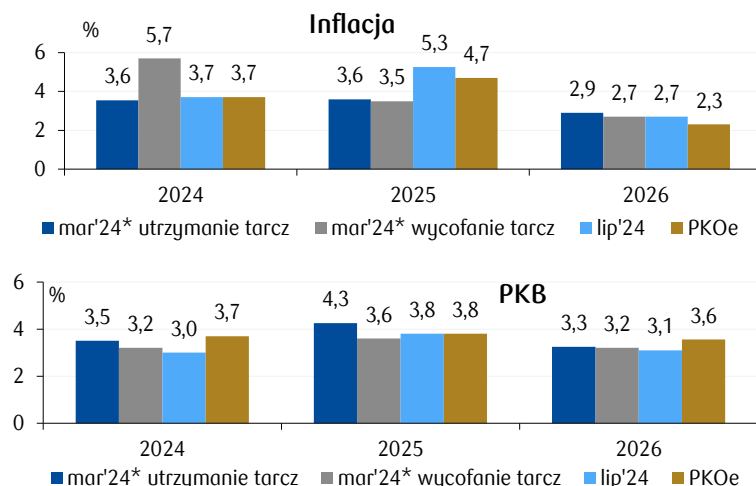
	Wartość 2024-07-03	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2985	-0,3
USDPLN	3,9785	-0,9
CHFPLN	4,4149	-0,6
GBPPLN	5,0784	-0,2
EURUSD	1,0805	0,6
Obligacje:		
PL2Y	5,12	-4
PL5Y	5,63	-2
PL10Y	5,78	-3
DE10Y	2,56	-5
US10Y	4,35	-9
Indeksy akcyjne:		
WIG	87 927,1	0,5
DAX	18 374,5	1,2
S&P500	5 537,0	0,5
Nikkei**	40 871,9	2,0
Shanghai Comp.**	2 969,5	-0,9
Surowce:		
Złoto	2363,24	1,5
Ropa Brent	87,34	1,3

Źródło: 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.

Inflacja i stopa referencyjna NBP



Projekcje PKB i inflacji*

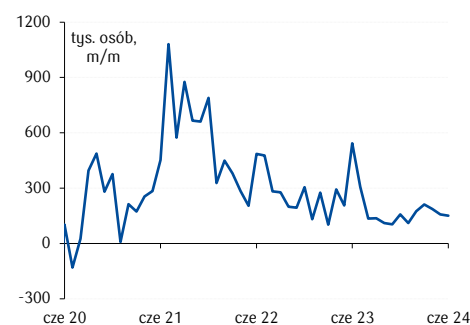


Źródło: NBP, PKO Bank Polski. *w przypadku prognoz NBP wykres przedstawia średnią z górnej i dolnej granicy przedziałów, w których inflacja znajdzie się z 50% prawdopodobieństwem.

Nowa projekcja prawdopodobnie nie uwzględni nowych taryf URE ogłoszonych pod koniec czerwca (cut-off date 14.06). Na 2025 prognozowany jest znaczący wzrost inflacji (do 5,3%), powyżej poprzedniej projekcji i naszych prognoz (uwzględniających nowe taryfy URE). Oczekiwana inflacja na 2026 pozostaje bez zmian względem marcowego scenariusza z wycofaniem tarcz (2,7%) i jest niższa niż w alternatywnym scenariuszu z pełnym utrzymaniem tarcz. Prognoza PKB na 2024 została nieco obniżona (do 3,0%), a na 2025 podwyższona (do 3,8%) w porównaniu do bazowego scenariusza z marca. Szczegóły projekcji zostaną przedstawione w piątek, w Raporcie o Inflacji. W [komunikacie](#) Rada oceniła, że pomimo ożywienia, dynamika aktywności gospodarczej w Polsce pozostaje niska, co sprzyja dezinflacji, która jest również wspierana przez umocnienie kursu złotego. Wymowa komunikatu nie zmieniła się jednak istotnie, co pokazuje, że projekcja nie wpłynęła na ocenę Rady dot. perspektyw inflacji i kształtu optymalnej polityki pieniężnej. Więcej w Makro Flashu: [Lipcowa projekcja z nieco niższą inflacją w 2026.](#)

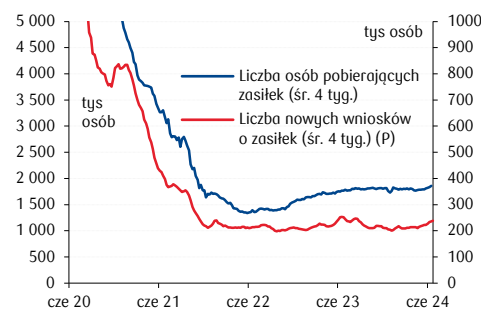
- **USA:** Według raportu ADP liczba miejsc pracy w sektorze prywatnym w czerwcu wzrosła o 150 tys. (kons.: 160 tys.). Tym samym czerwiec był trzecim miesiącem z coraz mniejszym przyrostem zatrudnienia. Dane za maj zostały zrewidowane w górę, ze 152 tys. do 157 tys. Za lwią część wzrostu zatrudnienia w czerwcu odpowiadał sektor usług (136 tys.), w którym zatrudnienie wzrosło w niemal wszystkich kategoriach. W sektorze towarów wzrost zatrudnienia (14 tys.) był wypadkową wzrostu w budownictwie (27 tys.) oraz redukcji zatrudnienia w górnictwie i wydobywaniu (-8 tys.) oraz w przetwórstwie (-5 tys.). Wzrost płac osób nie zmieniających pracy spowolnił w czerwcu do 4,9% r/r z 5,0% r/r w maju, zaś dla osób zmieniających pracę wyhamował do 7,7% r/r z 7,8% r/r miesiąc wcześniej. W piątek czeka nas publikacja najważniejszych danych z rynku pracy – zatrudnienia poza rolnictwem, dynamiki wynagrodzeń i stopy bezrobocia.
- **USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wyniosła 238 tys. i była zbliżona do oczekiwań. Jednocześnie, po raz 9. z rzędu wzrosła liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku (do 1,86 mln, tj. poziomu najwyższego od listopada 2021), sygnalizując narastające problemy ze znalezieniem pracy dla osób bezrobotnych. O schłodzeniu koniunktury na rynku pracy świadczy również dość niska liczba ofert pracy w relacji do liczby bezrobotnych i zatrudnionych, a także niewielka skłonność pracowników do dobrowolnej zmiany zatrudnienia, widoczna w ankietach JOLTS z ostatnich miesięcy.
- **USA:** Wskaźnik ISM w usługach obniżył się w czerwcu do 48,8 pkt. z 53,8 pkt. w maju. Był to już drugi odczyt poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. w ostatnich 3 miesiącach. Wskaźnik aktywności biznesowej spadł znacząco, do 49,6 pkt., wskaźnik nowych zamówień spadł do 47,3 pkt. (pierwszy odczyt poniżej 50 pkt. od grudnia 2022), zaś wskaźnik zatrudnienia spadł do 46,1 pkt. (6. negatywny odczyt w ciągu 7 miesięcy). Wskaźnik cen ponownie się obniżył (56,3 pkt.) wskazując, że presja cenowa maleje, choć ceny nadal rosną.
- **USA:** W maju zamówienia fabryczne spadły o 0,5% m/m po skorygowanym w dół wzroście o 0,4% m/m w kwietniu i pomimo oczekiwanego wzrostu w skali 0,2% m/m. Spadek wystąpił w zamówieniach na maszyny, sprzęt elektryczny oraz metale, podczas gdy zamówienia na sprzęt transportowy i wyroby metalowe wzrosły. Zamówienia na dobra trwałe wzrosły natomiast o 0,1% m/m, zgodnie z oczekiwaniami. Zamówienia na dobra kapitałowe niezwiązane z obronnością oraz z wyłączeniem samolotów spadły w maju o 0,6% m/m, bez korekty w stosunku do wcześniejszych szacunków.
- **EUR:** Ceny producentów spadły w maju o 4,2% r/r, po spadku o 5,7% r/r w kwietniu i w porównaniu do prognozy -4,1% r/r. To już 13. z rzędu miesiąc deflacji cen producenta, z największymi spadkami odnotowanymi w sektorze

Zmiana zatrudnienia w sektorze prywatnym w USA wg raportu ADP



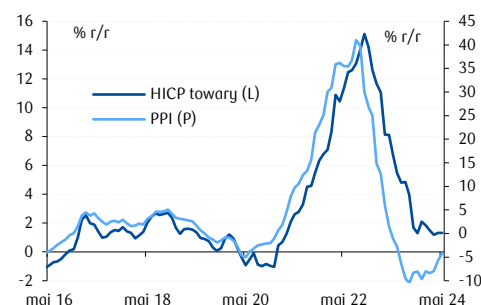
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI w strefie euro

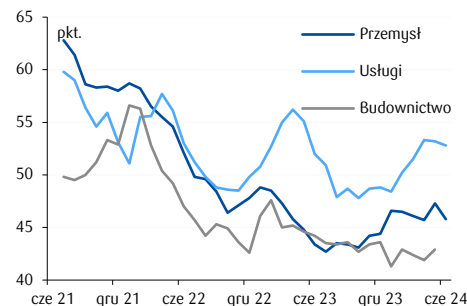


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

energii (-11,4% r/r) i dóbr pośrednich (-2,9% r/r). Po wyłączeniu cen energii, poziom cen obniżył się o 0,4% r/r.

- EUR: Złożony indeks PMI w czerwcu spadł do 50,9 pkt z 52,2 pkt. w maju. Ostateczny odczyt jest o 0,1 pkt wyższy od wstępnego.** Sektor usług przekroczył neutralny poziom 50 pkt, osiągając 52,8 pkt., podczas gdy przemysł znalazł się poniżej tej granicy, z wynikiem 45,8 pkt. **Ograniczenie wzrostu aktywności wynikało z osłabienia popytu**, gdyż liczba nowych zamówień spadła po raz pierwszy od lutego. Słabsze wyniki sprzedaży były szczególnie widoczne w sektorze mieszkaniowym. Dane ankietowe wskazują na spowolnienie presji cenowej w całej strefie euro. Indeks aktywności biznesowej spadł po raz pierwszy od października 2023, co sugeruje spowolnienie ożywienia w strefie euro, przy czym obraz ten jest zróżnicowany pomiędzy głównymi gospodarkami. Zatrudnienie w sektorze usług nadal rosło, podczas gdy w przemyśle nastąpił jego spadek. Oczekiwania dotyczące aktywności gospodarczej w przyszłości pozostawały korzystne, chociaż nieco niższe niż w poprzednim miesiącu.
- GER: Złożony indeks PMI został zrewidowany nieznacznie w dół, do 50,4 pkt. z 50,6 pkt. wstępnie szacowanych, w porównaniu do 52,4 pkt. w maju.** W sektorze usług koniunktura nieznacznie się pogorszyła (53,1 pkt. vs 54,2 pkt.), a w przetwórstwie przemysłowym pogłębiły się tendencje recesyjne (43,5 pkt. vs 45,4 pkt.). **W czerwcu nastąpił ponowny spadek napływu nowych zamówień, a zmniejszenie popytu było spowodowane głównie spadkiem sprzedaży eksportowej w przemyśle.** Wysoka presja cenowa utrzymała się w usługach, przy dalszych spadkach kosztów produkcji w przemyśle. Oczekiwania biznesowe pogorszyły się z powodu mniejszego optymizmu w firmach usługowych.
- USA: Z [protokołu](#) z ostatniego posiedzenia FOMC wynika, że w czerwcu decydenci z Fed oceniali, że obserwowane od początku 2024 tempo dezinflacji było wolniejsze niż oczekiwali w grudniu.** Jednocześnie oceniono, że wobec pewnego złagodzenia napięć na rynku pracy oraz spadku dynamiki cen, bilans ryzyk dla osiągnięcia celu inflacyjnego stał się bardziej zrównoważony. Członkowie FOMC stwierdzili, że nieodpowiednim byłoby obniżanie przedziału dla stopy fed funds bez zdobycia większej pewności, że inflacja trwale zmierza do poziomu 2%. Jednocześnie niektórzy wskazywali na możliwość dalszego podwyższania stóp, gdyby inflacja ustabilizowała się na podwyższonym poziomie lub miała wzrosnąć. Część członków FOMC sugerowała z kolei, że Fed powinien być gotowy do łagodzenia polityki pieniężnej na wypadek niespodziewanego osłabienia aktywności gospodarczej.
- USA: J. Williams (New York Fed z prawem głosu w FOMC) ocenił, że neutralna stopa procentowa, zarówno w USA, jak i strefie euro, jest bliska poziomom sprzed wybuch pandemii Covid-19, nie ma też oznak, by miary te wzrosły w tym roku.** Oznacza to, że zmiany stopy neutralnej nie wymuszają zacieśniania polityki pieniężnej.
- USA: Deficyt handlowy w maju zwiększył się do 75,1 mld USD (poziomu najwyższego od 2022) wobec 74,5 mld USD w kwietniu, co było skutkiem spadku eksportu przewyższającego spadek importu.** Pogłębienie się deficytu handlowego sygnalizuje, że w 2q24 eksport netto po raz kolejny negatywnie wpłynę na PKB w USA.

PMI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 28 czerwca						
POL: Inflacja CPI (cze, wst.)	10:00	%, r/r	2,5	2,5	2,6	2,6
USA: Dochody Amerykanów (maj)	14:30	%, m/m	0,3	0,4	--	0,5
USA: Wydatki Amerykanów (maj)	14:30	%, m/m	0,2	0,3	--	0,3
USA: Deflator PCE (maj)	14:30	%, r/r	2,7	2,6	--	2,6
Poniedziałek, 1 lipca						
CHN: PMI w przetwórstwie (cze.)	3:45	pkt.	51,7	51,5	--	51,8
HUN: Saldo handlowe (kwi., rew.)	8:30	mld HUF	1,570	1,766	--	1,750
POL: PMI w przetwórstwie (cze.)	9:00	pkt.	45	44,9	44,9	45
GER: PMI w przetwórstwie (cze., rew.)	9:55	pkt.	45,4	43,4	--	43,5
EUR: PMI w przetwórstwie (cze., rew.)	10:00	pkt.	47,3	45,6	--	45,8
GER: Inflacja CPI (cze., wst.)	14:00	%, r/r	2,4	2,3	--	2,2
GER: Inflacja HICP (cze., wst.)	14:00	%, r/r	2,8	2,5	--	2,5
USA: PMI w przetwórstwie (cze., rew.)	15:45	pkt.	51,3	51,7	--	51,6
USA: ISM w przetwórstwie (cze.)	16:00	pkt.	48,7	49,0	--	48,5
Wtorek, 2 lipca						
EUR: Inflacja HICP (cze.)	11:00	%, r/r	2,6	2,5	--	2,5
EUR: Inflacja bazowa (cze., wst.)	11:00	%, r/r	2,9	2,8	--	2,9
USA: Raport JOLTS (maj)	16:00	mln	7,919	7,95	--	8,14
Środa, 3 lipca						
GER: PMI w usługach (cze., rew.)	9:55	pkt.	54,2	53,5	--	52,8
EUR: PMI w usługach (cze., rew.)	10:00	pkt.	53,2	52,6	--	53,1
EUR: Inflacja PPI (maj)	11:00	%, r/r	-5,7	-4,5	--	-4,2
USA: Raport ADP (cze.)	14:15	tys.	157	160	--	150
USA: Bilans handlowy (maj)	14:30	mld USD	-74,5	-71,2	--	-75,1
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (cze.)	14:30	tys.	235	235	--	238
USA: Zamówienia fabryczne (maj)	16:00	% m/m	0,4	0,4	--	-0,5
USA: Zamówienia na dobra trwałe (maj, rew.)	16:00	% m/m	0,2	0,1	--	0,1
USA: Minutes Fed (cze.)	20:00	--	--	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (lip.)	--	%	5,75	5,75	5,75	5,75
Czwartek, 4 lipca						
GER: Zamówienia fabryczne (maj)	8:00	%, m/m	-0,2	1,0	--	--
EUR: Protokół z posiedzenia EBC	13:30	--	--	--	--	--
POL: Konferencja Prezesa NBP	15:00	--	--	--	--	--
Piątek, 5 lipca						
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	%, m/m	-0,1	0,3	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (maj)	8:30	%, r/r	-2,4	-1,9	--	--
HUN: Sprzedaż detaliczna (maj)	8:30	%, r/r	3,2	4,1	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (maj)	11:00	%, r/r	0,0	0,6	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (cze.)	14:30	tys.	272	185	--	--
USA: Stopa bezrobocia (cze.)	14:30	%	4,0	4,0	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (cze.)	14:30	%, r/r	4,1	3,9	--	--
ROM: Posiedzenie banku centralnego (lip.)	--	%	7,00	6,75	6,75	--

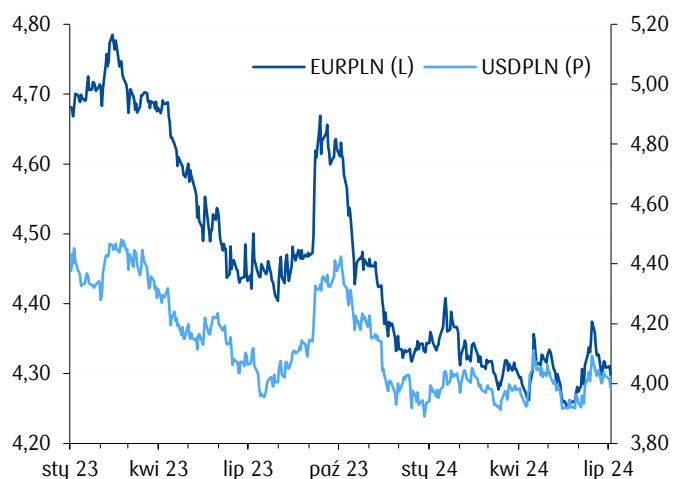
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

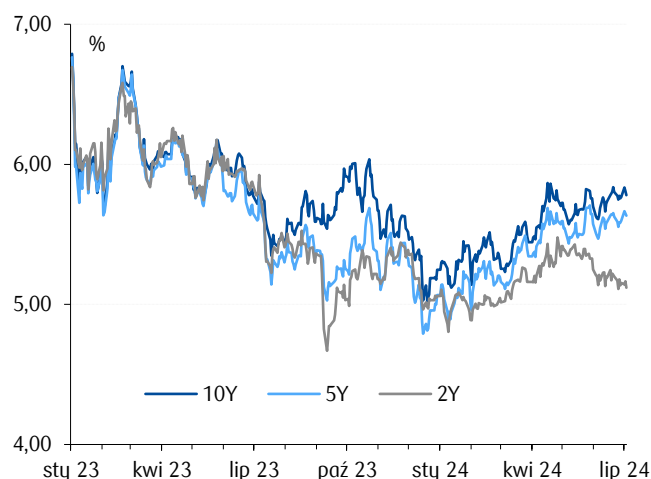
		Wartość 2024-07-03	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2985	-0,3	-0,4	0,0	-3,6	-4,8
	USDPLN	3,9785	-0,9	-1,6	0,6	-3,0	4,5
	CHFPLN	4,4149	-0,6	-2,0	-0,1	-3,4	7,2
	GBPPLN	5,0784	-0,2	-0,4	0,6	-2,8	-3,3
	EURUSD	1,0805	0,6	1,2	-0,6	-0,6	-9,0
	EURCHF	0,9737	0,3	1,6	0,2	-0,3	-11,3
	GBPUSD	1,2762	0,7	1,1	0,0	0,3	-7,4
	USDJPY	161,36	-0,1	0,5	3,2	11,7	44,7
	EURCZK	25,15	-0,1	1,1	2,1	5,8	-1,5
	EURHUF	394,78	-0,1	-0,4	0,9	3,9	12,3
Obligacje	PL2Y	5,12	-4	-6	-2	-68	475
	PL5Y	5,63	-2	5	16	3	436
	PL10Y	5,78	-3	0	17	5	413
	DE2Y	2,91	0	10	-6	-38	358
	DE5Y	2,56	-3	10	1	-9	314
	DE10Y	2,56	-5	11	6	8	276
	US2Y	4,69	-5	-5	-3	-24	443
	US5Y	4,31	-8	-3	1	7	341
	US10Y	4,35	-9	3	7	42	287
Akcje	WIG	87 927,1	0,5	0,1	3,0	32,3	31,6
	WIG20	2 543,6	0,6	0,1	4,0	26,2	13,0
	S&P500	5 537,0	0,5	1,1	3,4	24,5	28,2
	NASDAQ100	20 186,6	0,9	2,2	6,0	32,8	38,6
	Shanghai Composite**	2 969,5	-0,9	-0,1	-3,1	-7,9	-17,3
	Nikkei**	40 884,6	2,0	3,1	6,2	22,6	42,4
	DAX	18 374,5	1,2	1,2	-1,1	15,3	17,8
	VIX	14,35	0,4	3,2	-0,3	-12,8	-26,6
Surowce	Ropa Brent	87,3	1,3	2,5	11,4	13,9	15,2
	Ropa WTI	85,2	1,3	3,7	13,5	18,7	13,0
	Złoto	2363,2	1,5	2,7	0,5	22,8	33,5

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

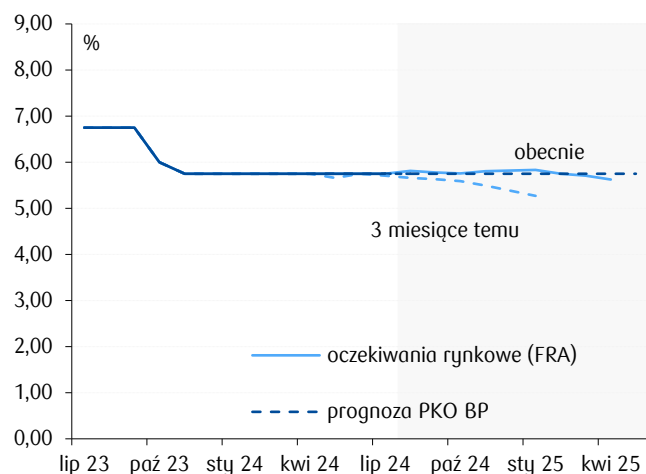
Notowania złotego wobec głównych walut



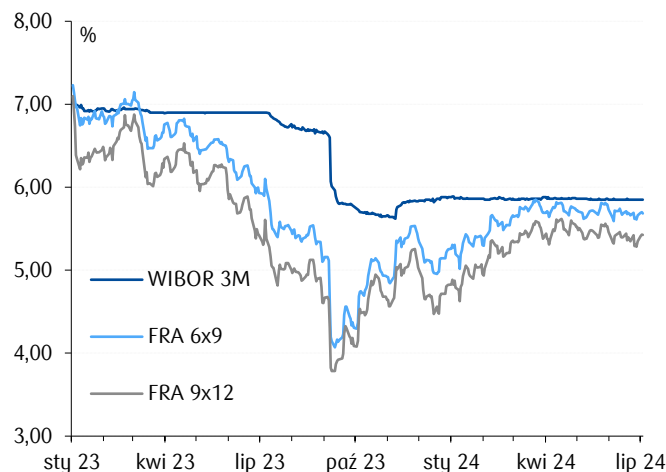
Rentowności polskich obligacji skarbowych



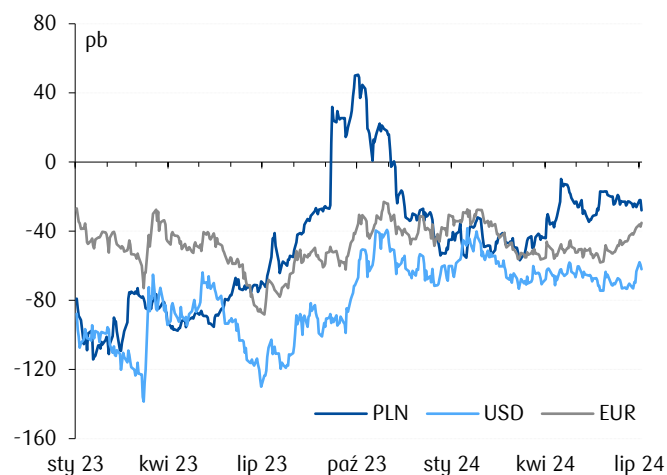
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



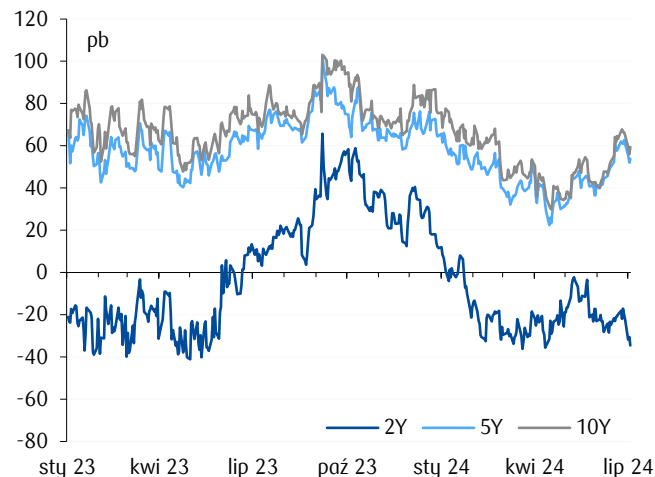
Krótkoterminowe stopy procentowe



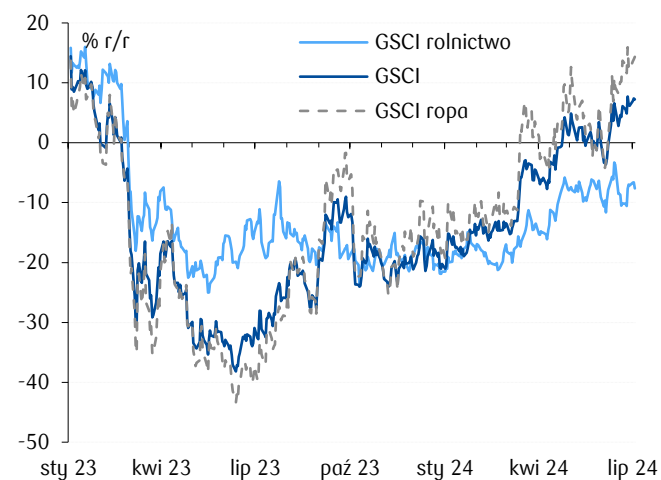
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



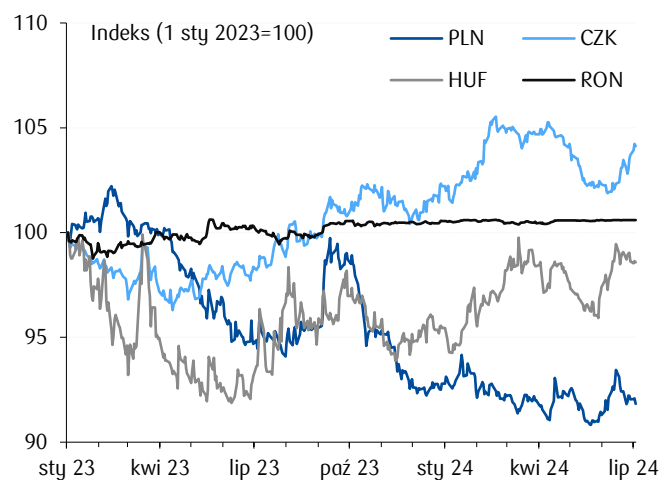
Spread asset swap dla PLN



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.

