

## Niższa inflacja opóźnia podwyżki stóp

### Dzisiaj w centrum uwagi:

- Amerykańskie rynki pozostawały w trendzie bocznym. Z jednej strony, argumentów za silniejszym ożywieniem dostarczyły lepsze od oczekiwań dane ADP oraz dane o koniunkturze w Europie. Z drugiej strony, rosły obawy przed rozwojem kolejnej fali epidemii. Na rynku krajowym widoczny był wpływ niższej od oczekiwanej inflacji. Odsunięcie się CPI od poziomu 5,0% r/r zmniejszyło presję na podwyżki stóp NBP, szczególnie na najbliższym, lipcowym posiedzeniu. Skutkowało to spadkiem rentowności obligacji (10-letnich o 10pb - a do rana 15pb - i 2-letnich o 5pb). Nieznacznie osłabił się również złoty.
- Dzisiejsza sesja będzie **stać pod znakiem wskaźników koniunktury zza granicy**. Już w nocy poznaliśmy dane o koniunkturze w chińskim przemyśle. Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa powinien wskazać na dalszą poprawę nastrojów (kons. 57,5 pkt, maj 57,2 pkt.) na fali rosnących zamówień i lepszych oczekiwań. Poznamy też zrewidowane odczyty wskaźników PMI dla strefy euro, Niemiec oraz Stanów Zjednoczonych. Na koniec dnia czeka nas **ISM dla amerykańskiego przetwórstwa** (kons. 61,0 pkt. maj 61,2 pkt.), który potwierdzi poprawę koniunktury. Jak co tydzień poznamy **liczbę nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** (kons. 390 tys., poprzednio 411 tys.), które powinny kontynuować spadki - z jednej strony ze względu na systematyczny wzrost aktywności gospodarczej, a z drugiej z uwagi na obniżoną wysokość zasiłków w coraz większej liczbie stanów.
- Riksbank** nie podejmie wg nas decyzji o zmianie polityki pieniężnej. Sytuacja w szwedzkiej gospodarce wyraźnie się poprawiła w ostatnich miesiącach, szczepienia postępują sprawnie, ale inflacja jest nadal poniżej celu.

### Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- POL:** Inflacja CPI w czerwcu spowolniła do 4,4% r/r (PKO: 4,6%; kons.: 4,5% r/r) z 4,7% w maju. To pierwszy spadek inflacji CPI od lutego. Przyczyną spadku były efekty statystyczne, które doprowadziły do obniżki dynamiki rocznej cen paliw oraz silniejszy od naszych oczekiwań spadek inflacji bazowej z 4,0% r/r w maju do ok. 3,6-3,7% r/r w czerwcu. Więcej w Makro Flash: [Upały i inflacja zelżały](#).
- POL:** NBP zrewidował (istotnie) saldo obrotów bieżących (w ujęciu 12M po marcu do 3,1% z 3,7% PKB). Na rewizję złożyły się: obniżona nadwyżka w usługach (4,3% PKB vs 4,55%) oraz dużo wyższy deficyt dochodów pierwotnych (3,6% vs 3,05%). Nadwyżka towarowa została zrewidowana w górę (2,8% PKB vs 2,6%). Opublikowane równolegle

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

[@PKO\\_Research](#)

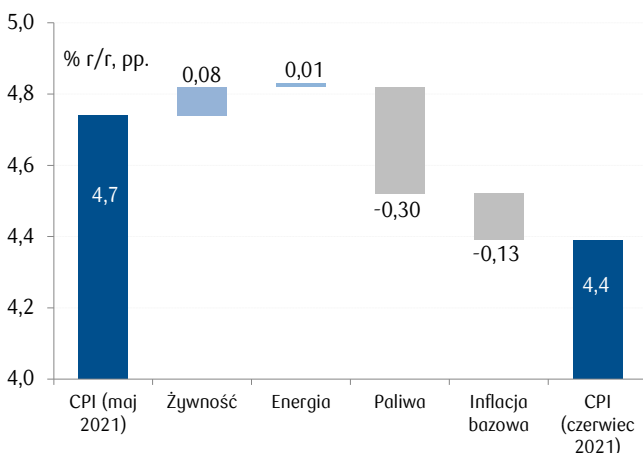
[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

### Notowania rynkowe:

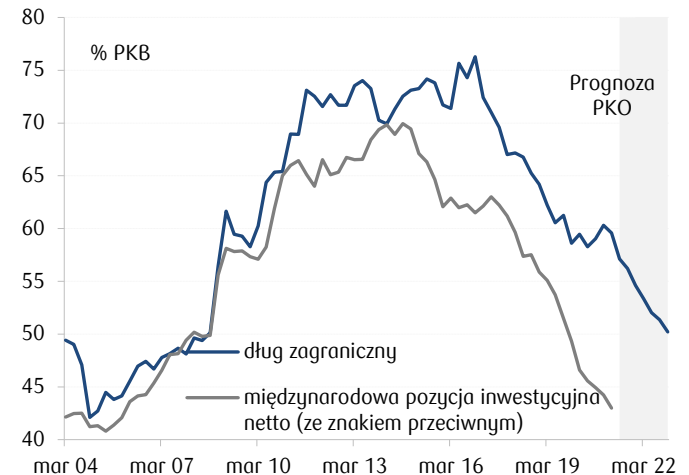
	Wartość 2021-06-30	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,5148	0,0
USDPLN	3,8070	0,4
CHFPLN	4,1186	0,0
GBPPLN	5,2732	0,3
EURUSD	1,1859	-0,4
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	0,39	-2
PL5Y	1,28	-14
PL10Y	1,65	-13
DE10Y	-0,20	-3
US10Y	1,44	-4
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	66 067,2	-1,8
DAX	15 531,0	-1,0
S&P500	4 297,5	0,1
Nikkei**	28 654,8	-0,5
Shanghai Comp.	3 591,2	0,5
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1765,43	0,4
Ropa Brent	75,25	-0,1

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 zmian inflacji CPI



### Zadłużenie zagraniczne



Źródło: GUS, NBP, Macrobond, PKO Bank Polski.

dane o zadłużeniu zagranicznym pokazały jego spadek po 1q21 poniżej 60% PKB. Już niedługo będzie jeszcze niżej (por. wykres na 1. stronie) biorąc pod uwagę ok. 10% wzrostu nominalnego PKB w tym roku i ponad 3% PKB nadwyżki na rachunku obrotów bieżących (oraz ciągły napływ funduszy UE i bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski). Granica 50% PKB jest już na horyzoncie.

- **EUR: Inflacja HICP w czerwcu (flash) wyniosła 1,9% r/r (kons.: 1,8% r/r, maj: 2,0% r/r).** Za nieznaczną obniżką stał przede wszystkim efekt statystyczny na cenach energii – wygasa wpływ niskiej zeszłorocznej bazy. Wzrost cen energii spowolnił z 13,1% r/r w maju do 12,5% r/r w czerwcu. Inflacja bazowa obniżyła się zgodnie z oczekiwaniami z 1,0% r/r w maju do 0,9% r/r. Rosnąc zaczynają ceny dóbr niezwiązanych z energią – oznaka przerzucania przez firmy rosnących kosztów na konsumentów. Wczorajsze dane wpisują się w narrację EBC o (tylko) przejściowym charakterze inflacji i potrzebie ostrożnego procesu normalizacji prowadzonej polityki pieniężnej. Utrzymujemy nasze przekonanie, że EBC podniesie stopy jako ostatni z dużych banków centralnych. Warto pamiętać, że w kolejnym miesiącu inflacja będzie wyższa ze względu na wpływ obowiązującej w Niemczech w 2h20 przejściowej obniżki stawek VAT.
- **USA: W sektorze pozarolniczym wg raportu ADP przybyło w czerwcu aż 692 tys. etatów (kons.: 600 tys.).** Zdecydowana większość z tych nowych miejsc pracy powstała w usługach (624 tys.), w szczególności w sektorze HoReCa i rekreacji (332 tys.) oraz edukacji i zdrowiu (123 tys.). Struktura branżowa jasno wskazuje na wpływ luzowania obostrzeń i powrotu wspomnianych branż do pracy. Pozytywne zaskoczenie w ADP pozwala mieć nadzieję na solidny odczyt oficjalnych danych o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym (NFP) w piątek.
- **POL: Wczoraj dwóch członków jastrzębiej frakcji w RPP zaapelowało o podwyżki stóp procentowych.** E.Gatnar stwierdził, że wysoka inflacja powinna ciągle wywoływać niepokój, nawet pomimo niewielkiego jej obniżenia w czerwcu. Po raz kolejny zaproponował sygnałną podwyżkę o 15 pb, co łagodnie rozpoczęłoby proces normalizacji polityki pieniężnej i ograniczyłoby oczekiwania inflacyjne. K.Zubelewicz uważa, że aby ustabilizować inflację wokół celu należałoby utrzymywać stopę referencyjną w okolicy 2,50%. Wzrost stóp do 1,50% byłby jego zdaniem „całkowicie zrozumiały”. Zubelewicz nie widzi też przeszkód do podwyżek stóp przy dalszym prowadzeniu programu skupu aktywów, za który odpowiedzialny jest Zarząd NBP.
- **GER: Stopa bezrobocia w Niemczech w czerwcu pozostała bez zmian** względem maja i wyniosła 5,9%. Przed pandemią bezrobocie w Niemczech wynosiło 5,0%.
- **CHN: PMI dla chińskiego przetwórstwa przemysłowego wg Caixin w czerwcu wyniósł 51,3 pkt i utrzymał się na poziomie zbliżonym do tego z poprzednich dwóch miesięcy.** Chińskiemu przemysłowi doskwierają ograniczenia epidemiczne oraz wysokie wzrosty cen surowców, które próbuje kontrolować chiński rząd.

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 25 czerwca</b>						
EUR: Podaż pieniądza M3 (maj)	10:00	% r/r	9,2	8,6	--	8,4
USA: Dochody Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	-13,1	-2,9	--	-2,0
USA: Wydatki Amerykanów (maj)	14:30	% m/m	0,9	0,3	--	0,0
USA: Deflator PCE (maj)	14:30	% r/r	3,6	3,9	--	3,9
USA: Inflacja bazowa PCE (maj)	14:30	% r/r	3,1	3,5	--	3,4
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (cze, rew.)	16:00	pkt.	82,9	86,8	--	85,5
<b>Wtorek, 29 czerwca</b>						
EUR: Koniunktura konsumencka (cze, rew.)	11:00	pkt.	-5,1	-3,3	--	-3,3
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (cze)	11:00	pkt.	114,5	116,1	--	117,9
GER: Inflacja CPI (cze, wst.)	14:00	% r/r	2,5	2,4	--	2,3
GER: Inflacja HICP (cze, wst.)	14:00	% r/r	2,4	2,2	--	2,1
USA: Ceny nieruchomości (kwi)	15:00	% r/r	134	14,5	--	14,9
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (cze)	16:00	pkt.	120,0	119,0	--	127,3
<b>Środa, 30 czerwca</b>						
GER: Stopa bezrobocia (cze)	9:55	%	6,0	5,9	--	5,9
<b>POL: Inflacja CPI (cze, wst.)</b>	<b>10:00</b>	<b>% r/r</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>
EUR: Inflacja bazowa (cze, wst.)	11:00	% r/r	1,0	0,9	--	0,9
EUR: Inflacja HICP (cze)	11:00	% r/r	2,0	1,8	--	1,9
USA: Raport ADP (cze)	14:15	tys.	886	600	--	692
<b>Czwartek, 1 lipca</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (cze)	3:45	pkt.	52,0	51,9	--	51,3
<b>POL: PMI w przetwórstwie (cze)</b>	<b>9:00</b>	<b>pkt.</b>	<b>57,2</b>	<b>57,5</b>	--	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	0,00	0,00	--	--
GER: PMI w przetwórstwie (cze, rew.)	9:55	pkt.	64,4	64,9	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (cze, rew.)	10:00	pkt.	63,1	63,1	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (cze)	14:30	tys.	411	390	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (cze, rew.)	15:45	pkt.	62,1	62,6	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (cze)	16:00	pkt.	61,2	61,0	--	--
<b>Piątek, 2 lipca</b>						
EUR: Inflacja PPI (maj)	11:00	% r/r	7,6	9,5	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (cze)	14:30	tys.	559	695	--	--
USA: Stopa bezrobocia (cze)	14:30	%	5,8	5,7	--	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (cze)	14:30	% r/r	2,0	3,6	--	--
USA: Bilans handlowy (maj)	14:30	mld USD	-68,9	-70,9	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (maj)	16:00	% m/m	-0,6	1,3	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (maj, rew.)	16:00	% m/m	-0,8	2,3	--	--

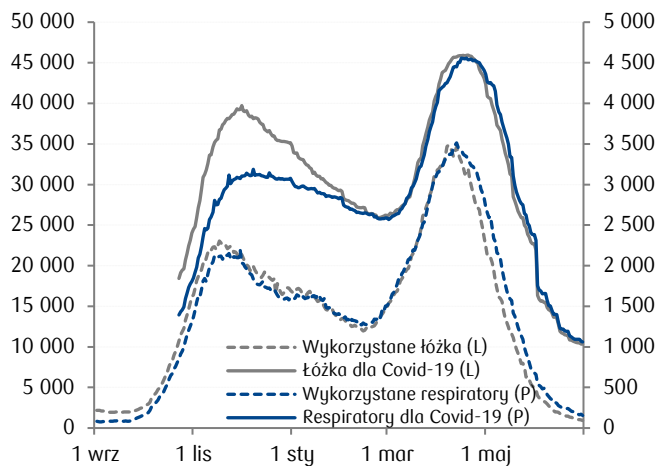
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-06-30	-1D	-7D	-28D
<b>Chorzy</b>					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	104	123	165	664
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	103	112	162	725
Aktualnie chorzy (stan)	os.	153 104	153 047	153 460	158 404
Zajęte łóżka	szt.	924	985	1 307	3 984
Hospitalizowani/chorzy	%	0,6	0,6	0,9	2,5
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	8,9	9,5	12,1	12,1
Zajęte respiratory	szt.	153	171	208	547
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	16,6	17,4	15,9	13,7
Zajęte/dostępne respiratory	%	14,4	16,0	18,6	31,2
<b>Testy</b>					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	50 088	53 830	59 936	57 059
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	41 421	42 828	48 852	53 664
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	0,3	0,3	0,3	1,4
<b>Działania antyepidemiczne</b>					
Osoby na kwarantannie	os.	74 745	72 255	61 845	66 209
Osoby na kwarantannie/chorzy	szt.	0,5	0,5	0,4	0,4
<b>Zgony</b>					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	16	26	35	128
Średnia dzienna z 7 dni	os.	18	21	29	97
Śmiertelność łączna	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Śmiertelność bieżąca*	%	6,8	6,9	5,5	4,0

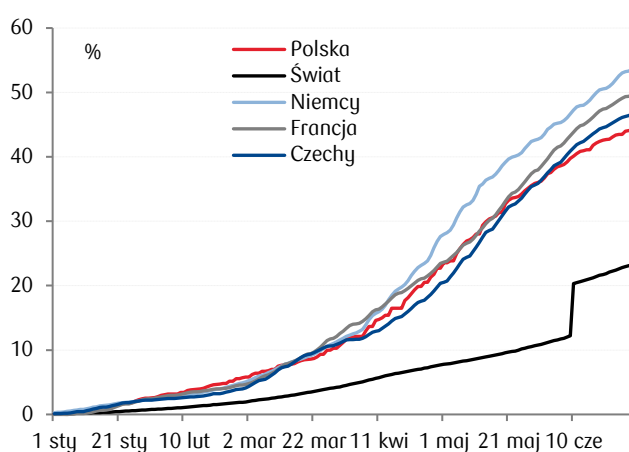
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. \*Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

### Obciążenie służby zdrowia



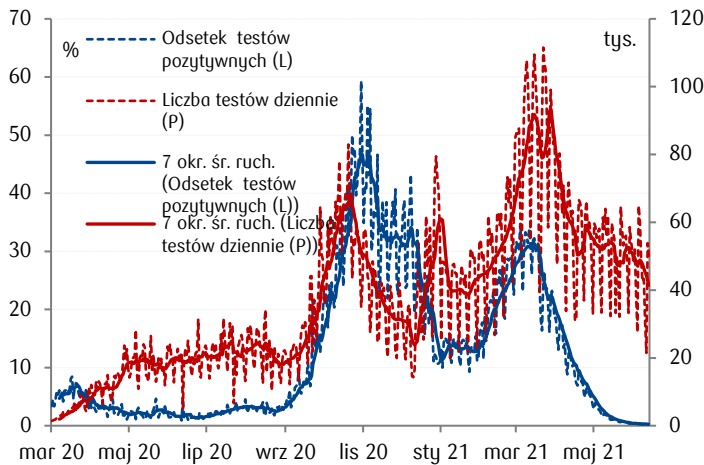
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

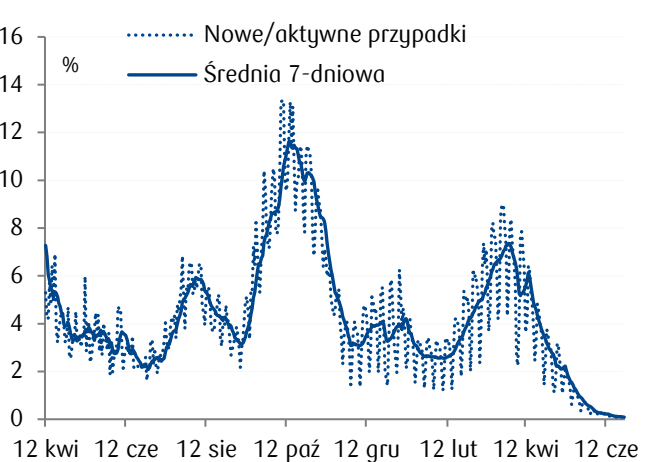


## Przegląd sytuacji epidemicznej

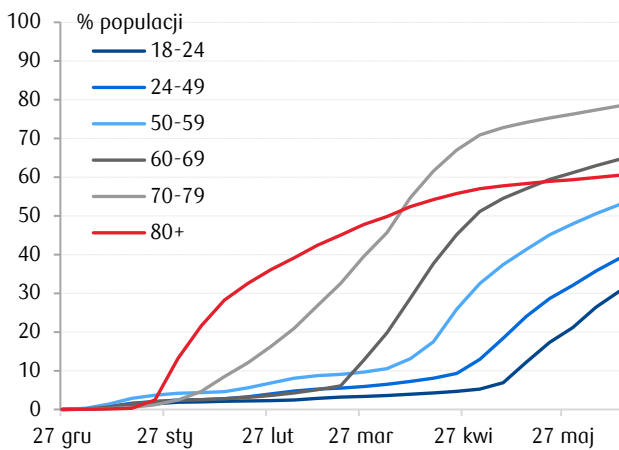
Proces testowania w Polsce



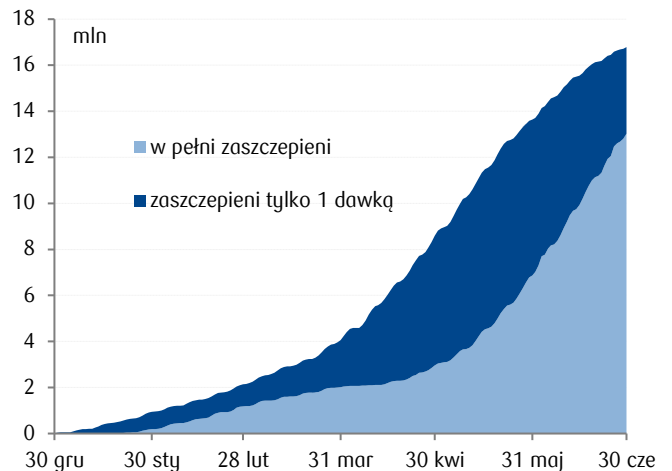
Dynamika zakażeń w Polsce



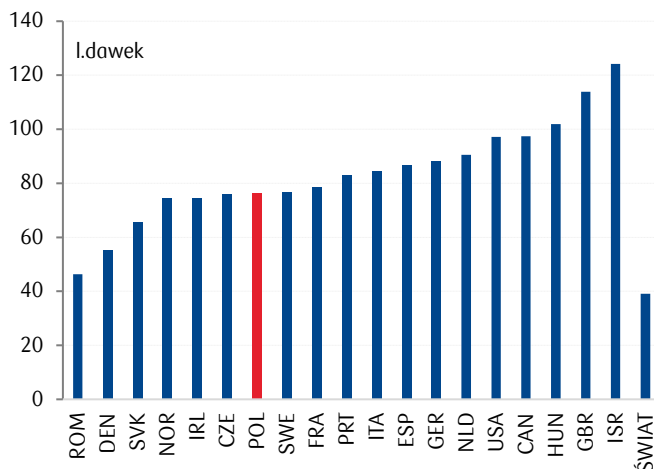
Odsetek zaszczepionej populacji pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



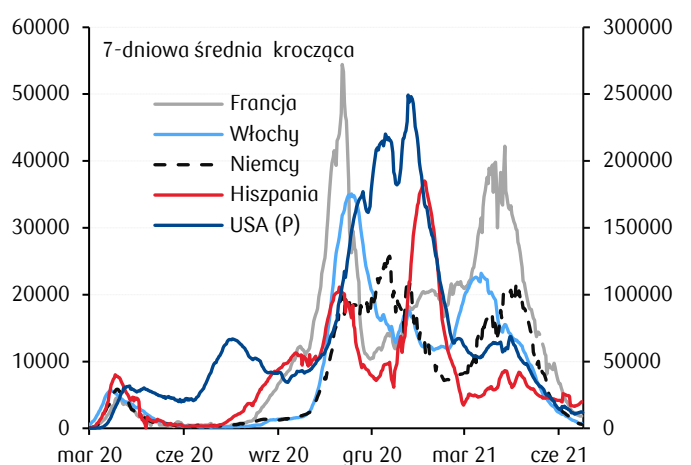
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



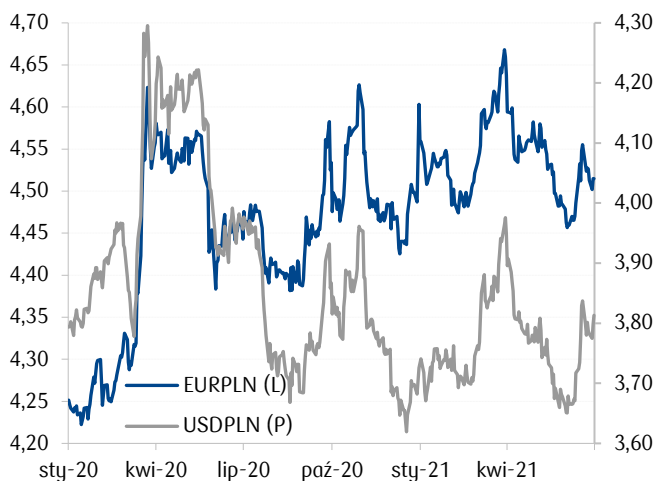
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

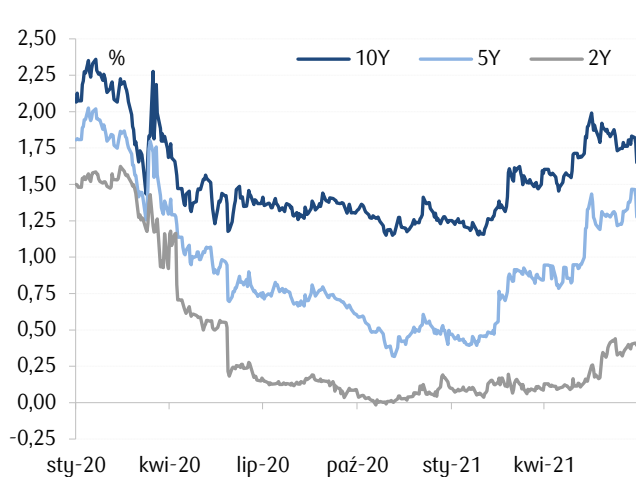
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2021-06-30	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,5148	0,0	-0,3	1,3	1,6	3,3
	USDPLN	3,8070	0,4	0,5	4,3	-3,8	1,7
	CHFPLN	4,1186	0,0	-0,3	1,4	-1,3	9,2
	GBPPLN	5,2732	0,3	-0,7	1,9	7,5	6,7
	EURUSD	1,1859	-0,4	-0,7	-2,8	5,6	1,6
	EURCHF	1,0962	0,0	0,1	-0,1	3,0	-5,4
	GBPUSD	1,3815	-0,1	-1,1	-2,5	11,8	4,6
	USDJPY	110,99	0,4	0,2	1,3	2,9	0,2
	EURCZK	25,51	0,0	0,4	0,2	-4,3	-2,0
	EURHUF	351,03	0,0	0,0	1,5	-1,0	6,7
<b>Obligacje</b>	PL2Y	0,39	-2	2	1	22	-124
	PL5Y	1,28	-14	-10	-1	55	-127
	PL10Y	1,65	-13	-15	-20	27	-156
	DE2Y	-0,66	-1	-1	1	3	2
	DE5Y	-0,59	-2	-1	-1	12	-29
	DE10Y	-0,20	-3	-2	-1	26	-51
	US2Y	0,25	0	-1	10	10	-228
	US5Y	0,88	-2	-1	8	59	-186
	US10Y	1,44	-4	-4	-15	79	-141
<b>Akcje</b>	WIG	66 067,2	-1,8	-1,0	-1,0	33,3	18,1
	WIG20	2 218,4	-1,8	-0,7	-1,5	26,1	3,9
	S&P500	4 297,5	0,1	1,3	2,1	38,6	58,1
	NASDAQ100	14 554,8	-0,1	2,0	6,4	43,3	106,7
	Shanghai Composite	3 591,2	0,5	0,7	-0,2	20,3	26,1
	Nikkei**	28 654,8	-0,5	-0,8	-1,0	28,6	28,5
	DAX	15 531,0	-1,0	0,5	-0,5	26,2	26,2
	VIX	15,83	-1,2	-3,0	-9,4	-48,0	-1,6
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	75,3	-0,1	0,0	5,3	82,4	-5,3
	Ropa WTI	73,6	0,7	0,7	7,0	87,5	-0,7
	Złoto	1765,4	0,4	-1,3	-7,3	-1,0	41,1

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

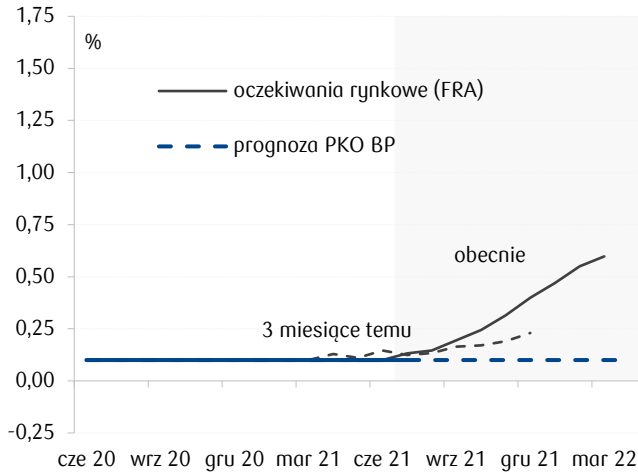
## Notowania złotego wobec głównych walut



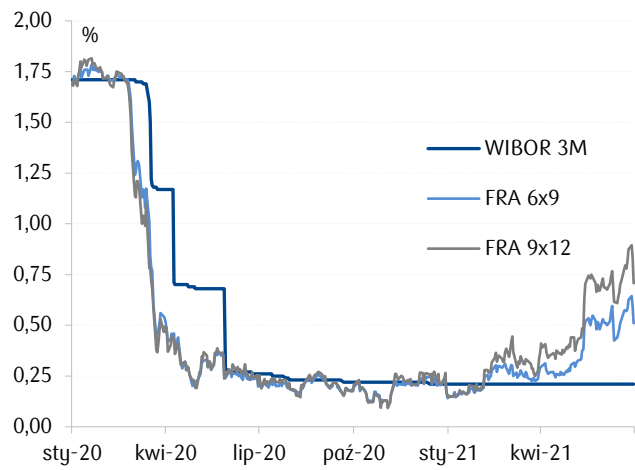
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



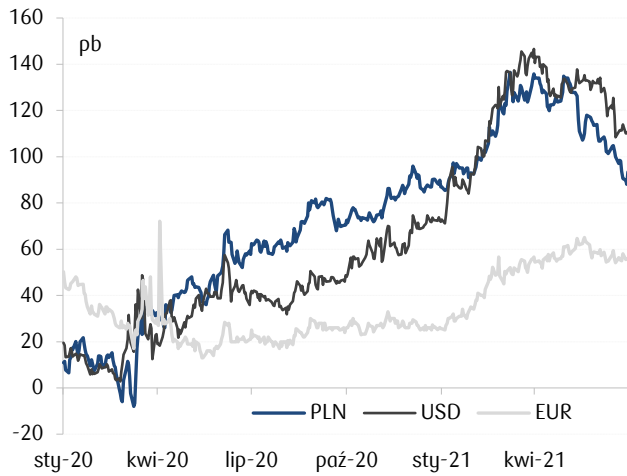
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



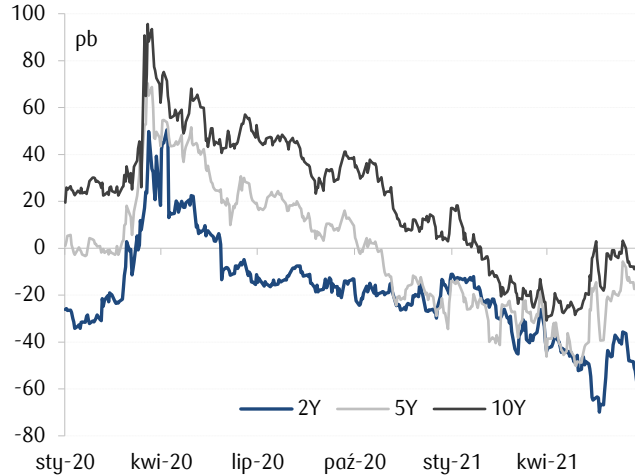
Krótkoterminowe stopy procentowe



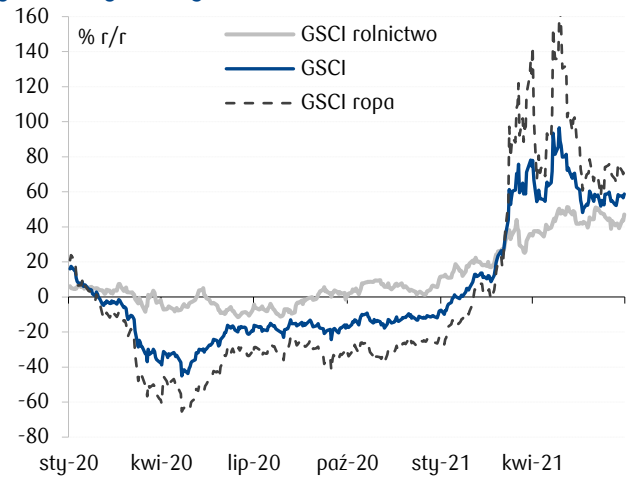
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



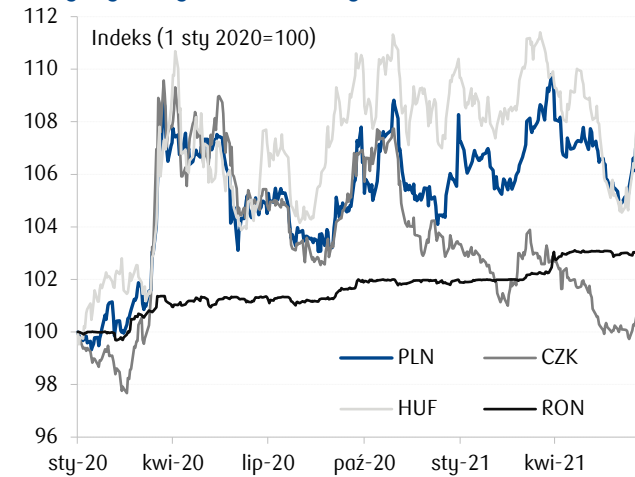
Spread asset swap dla PLN



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](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (kierownik)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA	<a href="mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl">marcin.czaplicki@pkobp.pl</a>	22 521 54 50
Urszula Kryńska	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	22 521 51 32
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	22 521 81 08
dr Michał Rot	<a href="mailto:michal.rot@pkobp.pl">michal.rot@pkobp.pl</a>	22 580 34 22

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:



Bank Polski

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.