

NBP zareaguje najwcześniej na jesieni

W tym tygodniu w centrum uwagi:

- Światowe rynki akcji zakończyły ubiegły tydzień na zielono w związku z mieszanym wydźwiękiem odczytu z amerykańskiego rynku pracy. Inwestorzy zapewne uznali, że odczyt - choć dobry - nie jest wystarczająco silny, by móc przyspieszyć decyzję Fedu w kwestii normalizacji polityki pieniężnej. Po piątkowym odczycie NFP dolar osłabił się a rentowności amerykańskich obligacji spadały. Wzrosła cena złota. Cena ropy Brent ustabilizowała się w okolicy 76 USD/b po wstrzymaniu rozmów w ramach OPEC+ (powrót do stołu negocjacyjnego dziś o 15:00) z uwagi na konflikt między ZEA a Arabią Saudyjską (i innymi członkami kartelu) dotyczący ograniczeń czasowych dla podniesienia limitu wydobycia.
- W tym tygodniu najwięcej uwagi przyciągnie **posiedzenie RPP (czw.) i publikacja wstępnych wyników lipcowej projekcji NBP dla ścieżki PKB i inflacji** (cały Raport o inflacji poznamy w poniedziałek, 12 lipca). Naszym zdaniem Rada nie zmieni ani stóp, ani *forward guidance*. Niższy odczyt inflacji za czerwiec (4,4% r/r) doskonale wpasował się w narrację gołębiej większości, która uważa (naszym zdaniem niesłusznie) podwyższoną inflację za zjawisko przejściowe i zewnętrzne. Dla Rady ważnym czynnikiem ryzyka pozostaje również pandemia i jej dotkliwość podczas ewentualnej jesiennej fali. Dlatego naszym zdaniem Rada wstrzyma się z decyzjami przynajmniej do listopada, kiedy znany będzie zarówno przebieg pandemii jak i kolejna projekcja NBP. Projekcja lipcowa może natomiast być przyczynkiem do stopniowej zmiany narracji prowadzonej przez Radę. W związku z powyższym, z uwagą będziemy się przysłuchiwać oczekiwanej w przyszłym tygodniu (ale jeszcze nie zapowiedzianej) **konferencji prasowej A.Głapińskiego**. Pod koniec tygodnia poznamy również *minutes* (pt.) z **posiedzenia RPP w czerwcu**.
- Na świecie uwagę przyciągną *minutes* FOMC (śr.), które mogą rzucić nieco więcej światła na rozpoczętą w ramach Komitetu dyskusję na temat *taperingu*.
- Początek miesiąca jak zwykle oznacza relatywnie ubogie kalendarium odczytów danych makroekonomicznych. Wśród nielicznych które poznamy warto zwrócić uwagę na wskaźniki koniunktury za lipiec, w tym **indeks ZEW** (wt., powinien potwierdzić energiczne odbicie w niemieckiej gospodarce), **Sentix dla strefy euro** (pon.) oraz finalny odczyt czerwcowego **PMI dla europejskich usług** (pon.). Po drugiej stronie Atlantyku opublikowany zostanie indeks **ISM dla usług** (wt.).

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

[@PKO_Research](#)

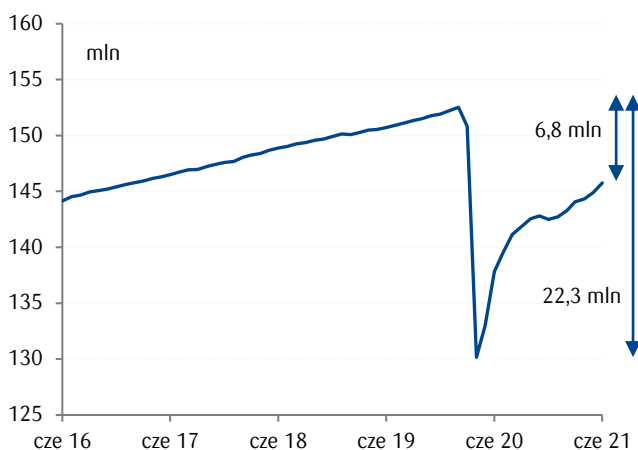
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

	Wartość 2021-07-02	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,5167	0,0
USDPLN	3,8138	0,2
CHFPLN	4,1297	0,3
GBPPLN	5,2546	0,1
EURUSD	1,1843	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	0,43	6
PL5Y	1,32	5
PL10Y	1,71	6
DE10Y	-0,24	-4
US10Y	1,43	-5
Indeksy akcyjne:		
WIG	67 027,9	0,3
DAX	15 650,1	0,3
S&P500	4 352,3	0,8
Nikkei**	28 636,5	-0,2
Shanghai Comp.	3 518,8	-2,0
Surowce:		
Złoto	1783,70	0,7
Ropa Brent	76,32	0,6

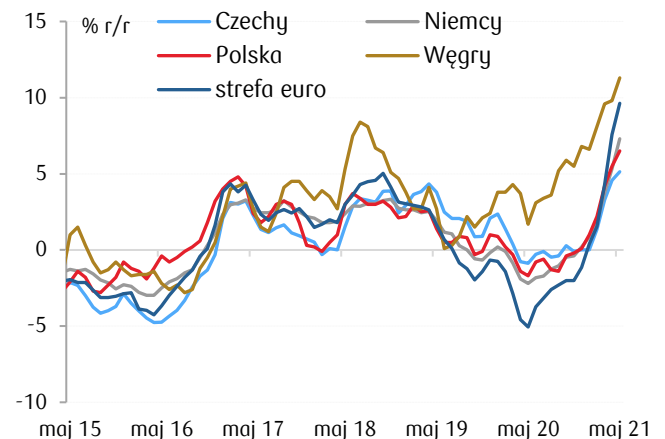
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji.
**zamknięcie dnia bieżącego.

Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w USA



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

Inflacja PPI w Europie



- Pakiet danych z niemieckiego przemysłu będzie zawierać dane o **produkcji przemysłowej za maj (śr.)** oraz informacje o **nowych zamówieniach (wt.)**. Oba wskaźniki (w ujęciu rocznym) będą nadal pod silnym wpływem efektu bazy.
- Uzupełnieniem piątkowych danych o NFP z USA będzie **raport JOLTS za maj (śr.)**. Spodziewamy się podobnych odczytów co w kwietniu – świadczących o bardzo wysokim popycie na pracę i problemach po stronie podaży pracy.
- W Europie uwagę przyciągnąć może **aktualizacja prognoz gospodarczych Komisji Europejskiej**. Szczególnie istotne będą prognozy PKB oraz deficytu i długu publicznego.

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **POL: Prezes NBP A.Głapiński** w wywiadzie udzielonym portalowi Salon24 powtórzył wcześniej powtarzaną narrację. Zdaniem A.Głapińskiego za podwyższoną inflację w Polsce odpowiadają głównie ceny paliw, wywozu śmieci i prądu, a o zacieśnianiu polityki fiskalnej i pieniężnej będzie można zacząć myśleć dopiero jak rozpocznie się wzrost inflacji spowodowany nadmiernym popytem. Prezes NBP ponownie zdystansował się od decyzji NMB i CNB o podwyżkach stóp, sygnalizując bliższe powiązanie NBP z działaniami Fedu i EBC. A.Głapiński wskazał też na istotność lipcowej i listopadowej projekcji NBP dla decyzji o ewentualnej normalizacji polityki pieniężnej. **Dużo ciekawsze deklaracje padły w wywiadzie, który ukazał się wczoraj na stronie internetowej Financial Times.** Prezes NBP stwierdził w nim, że NBP zareaguje na sytuację inflacyjną nie wcześniej niż jesienią 2021, ale być może dopiero w połowie 2022. RPP zareaguje dopiero wtedy, gdy zobaczy tendencje do napędzania wzrostu cen przez czynniki popytowe w perspektywie kilku kwartałów. Takie stanowisko jest spójne z naszymi oczekiwaniami, zgodnie z którymi RPP wstrzyma się z podejmowaniem ew. decyzji przynajmniej do listopada, gdy znane będą ew. skutki 4. fali pandemii. Prezes NBP dodał, że interwencje walutowe mogą być kontynuowane w przypadku nieakceptowalnej aprecjacji PLN.
- **USA: Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło w czerwcu o 850 tys. (kons. 695 tys.).** Po dwóch miesiącach negatywnych niespodzianek, odczyt w końcu przebił rynkowy konsensus. Praktycznie za cały wzrost odpowiadał sektor usługowy – w przemyśle przybyło jedynie 20 tys. etatów. Za 343 tys. etatów (40% zmiany) odpowiadał wzrost zatrudnienia w korzystającym na znoszeniu restrykcji sektorze HoReCa i rozrywki. W edukacji i zdrowiu przybyło tylko 59 tys. etatów – nieco mniej niż sugerowałyby to środowowy raport ADP. O 67 tysięcy wzrosło zatrudnienie w handlu detalicznym, który również korzysta na łagodzeniu restrykcji. **Stopa bezrobocia w czerwcu zaskoczyła i wzrosła do 5,9% (kons. 5,7%) z 5,8% w maju.** Wzrost ten można wiązać jednak nie z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, lecz ze zwiększoną rotacją pracowników poszukujących lepiej płatnej pracy. Wskazywałyby na to wzrost o 164 tys. do 942 tys. osób, które dobrowolnie odeszły z pracy. Poszukiwanie lepszej pracy umożliwia fakt, że wakatów jest zdecydowanie więcej niż chętnych do ich zapelnienia. Z tego też powodu **szybko rośnie przeciętna płaca godzinowa – w czerwcu o 3,6% r/r vs 2,0% r/r w maju i o 0,3% m/m.** Chociaż luka zatrudnienia względem stanu sprzed pandemii wynosi 6,8 mln etatów, narasta presja płacowa. Część z tej luki prawdopodobnie nie zniknie – z rynku na stałe odeszły m.in. osoby w wieku 55+, które zdecydowały się przejść na wcześniejszą emeryturę (w ten sposób rynek pracy opuścić mogło ok. 2-2,5 mln wcześniej pracujących). Piątkowe dane wpisują się w oczekiwany przez większość w Fed trend dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy i raczej nie przyspieszą rozpoczęcia *taperingu*.
- **POL: W stanowisku Prezesa NBP ws. walutowych kredytów mieszkaniowych,** przygotowanym dla Sądu Najwyższego wskazano, że ze *stricte* ekonomicznego punktu widzenia, proporcjonalne rozwiązanie odnośnie do umów, w przypadku których stwierdzono abuzywność tzw. klauzul przeliczeniowych, mogłoby polegać na zastąpieniu kursu określonego w umowie innym kursem określanym w sposób wynikający z przepisów prawa lub zwyczajów. Wskazano również, że z ekonomicznego punktu widzenia szczególnie trudne do uzasadnienia byłyby rozstrzygnięcia zakładające zniesienie powiązania wartości kredytu z walutą obcą przy zachowaniu oprocentowania właściwego tej walucie (kredyt złotowy oparty na stawce LIBOR) lub przyjmujące przedawnienie roszczeń banku.

- **USA:** Zamówienia fabryczne w maju wzrosły o 1,7% m/m (kons. 1,7% m/m). Jednocześnie w górę zrewidowano zamówienia za kwiecień (z -0,6% m/m do -0,1% m/m). Drugi odczyt zamówień na dobra trwałe za maj potwierdził odczyt wstępny na poziomie 2,3% m/m. Dane niezmiennie wskazują na rozgrzany popyt w amerykańskim przemyśle.
- **EUR:** Ceny producentów (PPI) wzrosły w maju o 9,6% r/r (kons. 9,5% r/r) oraz o 1,3% m/m. Wzrost w ujęciu rocznym nadal jest w dużej mierze podbijany przez efekty statystyczne na cenach energii (+25,1% r/r), ale znaczące wzrosty cen obserwuje się również w segmencie dóbr pośrednich (+9,2% r/r). W samym maju ich ceny wzrosły aż o 1,8% m/m. Jest to jasny dowód występowania doskwierających przemysłowi problemów podażowych. Te wyższe koszty są już powoli przenoszone na kolejne etapy – na ceny przemysłowych dóbr finalnych oraz ceny dóbr dla konsumentów.
- **USA:** Deficyt handlowy zwiększył się w maju do 71,2 mld dolarów (kons. 70,9 mld) z 69,1 mld w kwietniu. Eksport wzrósł o 0,6% m/m, podczas gdy import o 1,3% m/m. W ciągu ostatnich trzech miesięcy import wyniósł średnio 276 mld dolarów, podczas gdy eksport 204 mld dolarów.
- **EUR:** Ch.Lagarde (EBC) stwierdziła, że w strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, ale pozostaje ono kruche i nie jest zrównoważone. Inflacja w tym roku ma zbliżyć się do 2%, ale w kolejnych latach spowolni do ok. 1,5%.

Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 2 lipca						
EUR: Inflacja PPI (maj)	11:00	% r/r	7,6	9,5	--	9,6
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (cze)	14:30	tys.	559	695	--	850
USA: Stopa bezrobocia (cze)	14:30	%	5,8	5,7	--	5,9
USA: Przeciętna płaca godzinowa (cze)	14:30	% r/r	2,0	3,6	--	3,6
USA: Bilans handlowy (maj)	14:30	mld USD	-69,1	-70,9	--	-71,2
USA: Zamówienia fabryczne (maj)	16:00	% m/m	-0,6	1,7	--	1,7
USA: Zamówienia na dobra trwałe (maj, rew.)	16:00	% m/m	-0,8	2,3	--	2,3
Poniedziałek, 5 lipca						
EUR: PMI w usługach (cze, rew.)	10:00	pkt.	58,0	58,0	--	--
EUR: Indeks Sentix (lip)	10:30	pkt.	28,1	30,0	--	--
Wtorek, 6 lipca						
GER: Zamówienia w przemyśle (maj)	8:00	% r/r	78,9	56,6	--	--
GER: Indeks Instytutu ZEW (lip)	11:00	pkt.	79,8	75,0	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (maj)	11:00	% r/r	23,9	8,0	--	--
USA: ISM dla usług (cze)	16:00	pkt.	64,0	63,8	--	--
Środa, 7 lipca						
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	26,4	16,1	--	--
USA: Raport JOLTS (maj)	16:00	--	--	--	--	--
USA: Minutes z posiedzenia FOMC	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 8 lipca						
GER: Eksport (maj)	8:00	% m/m	0,3	0,5	--	--
GER: Import (maj)	8:00	% m/m	-1,7	-0,5	--	--
HUN: Inflacja CPI (cze)	9:00	% r/r	5,1	5,0	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:00	tys.	364	356	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	0,10	0,10	0,10	
Piątek, 9 lipca						
CHN: Inflacja CPI (cze)	3:30	% r/r	1,3	1,3	--	--
CHN: Inflacja PPI (cze)	3:30	% r/r	9,0	8,8	--	--
POL: Minutes z posiedzenia RPP	14:00	--	--	--	--	--

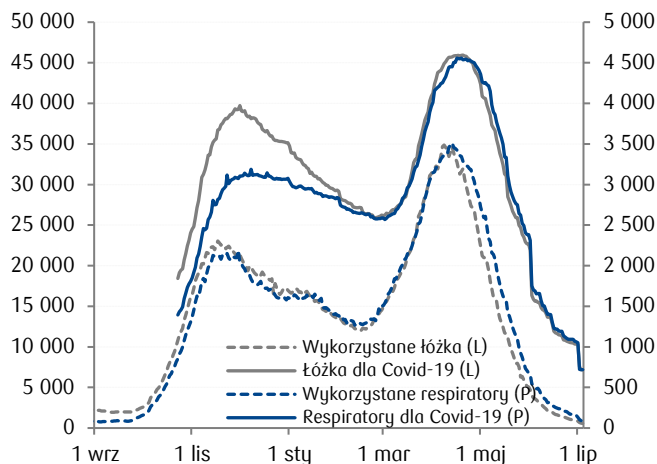
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-07-04	-1D	-7D	-28D
Chorzy					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	54	107	71	312
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	90	92	124	455
Aktualnie chorzy (stan)	os.	153 021	153 060	153 137	155 834
Zajęte łóżka	szt.	571	616	1 050	3 299
Hospitalizowani/chorzy	%	0,4	0,4	0,7	2,1
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	7,9	8,6	10,0	10,0
Zajęte respiratory	szt.	88	91	171	489
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	15,4	14,8	16,3	14,8
Zajęte/dostępne respiratory	%	12,2	12,7	15,7	29,5
Testy					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	25 310	55 691	30 658	44 710
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	41 183	41 947	45 296	47 471
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	0,2	0,2	0,3	1,0
Działania antyepidemiczne					
Osoby na kwarantannie	os.	97 094	91 819	60 566	60 494
Osoby na kwarantannie/chorzy	szt.	0,6	0,6	0,4	0,4
Zgony					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	1	18	5	13
Średnia dzienna z 7 dni	os.	15	16	22	59
Śmiertelność łączna	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Śmiertelność bieżąca*	%	7,9	7,6	7,3	4,1

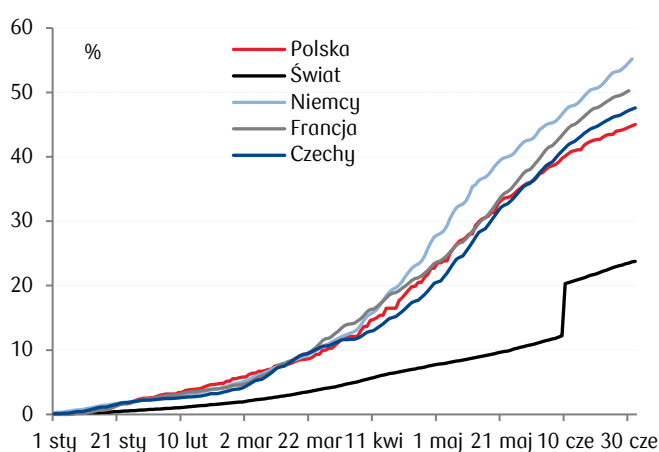
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. *Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

Obciążenie służby zdrowia



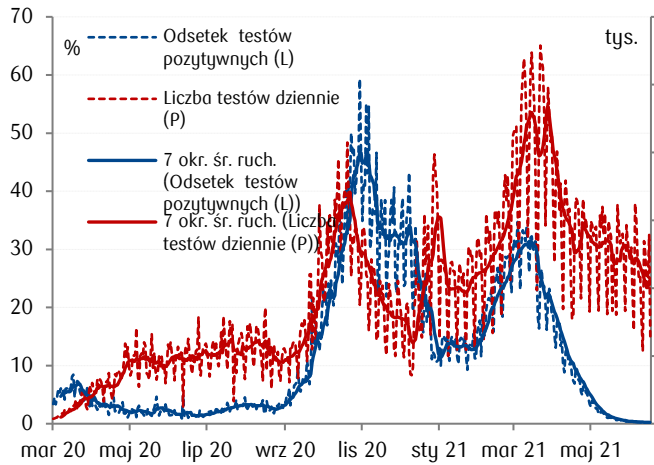
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

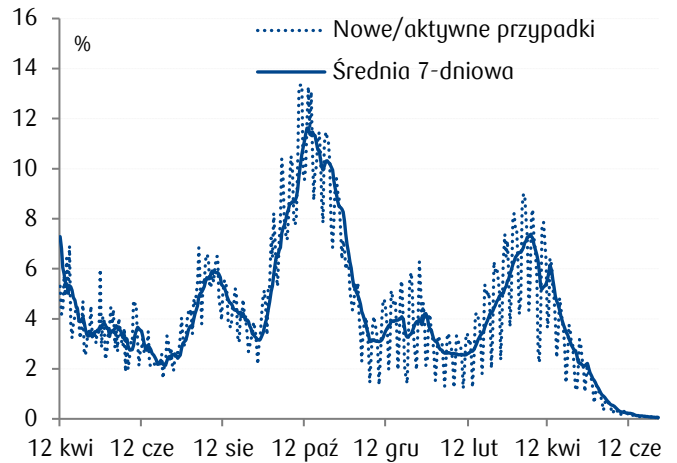


Przegląd sytuacji epidemicznej

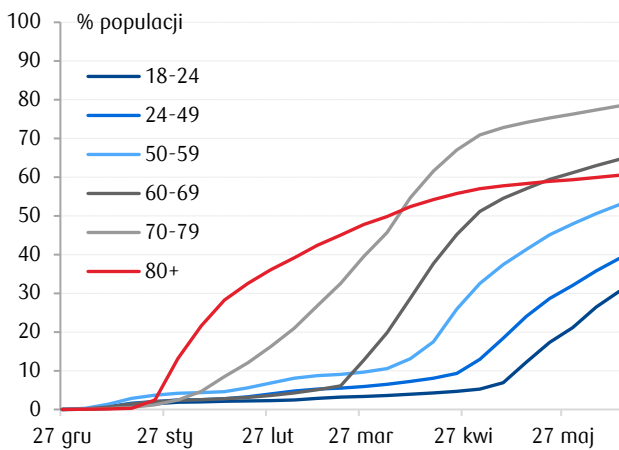
Proces testowania w Polsce



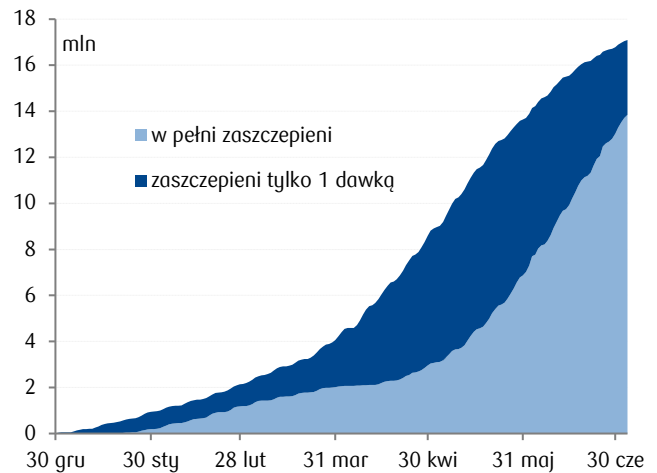
Dynamika zakażeń w Polsce



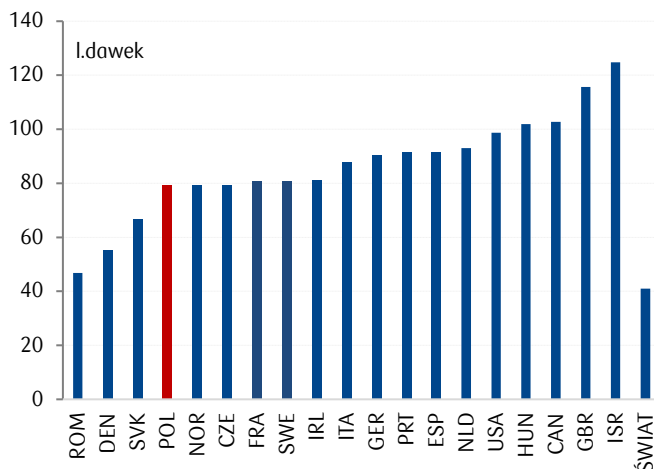
Odsetek zaszczepionej populacji pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



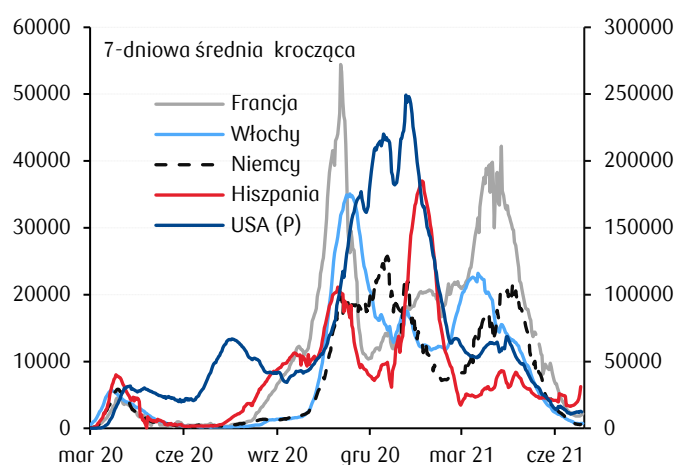
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



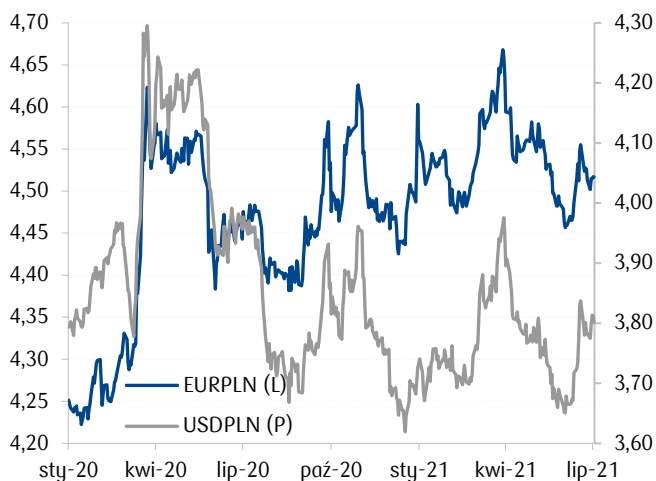
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

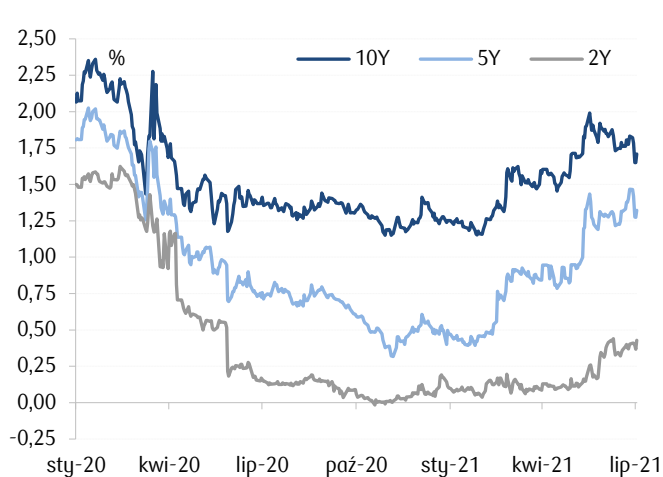
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2021-07-02	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,5167	0,0	0,1	1,3	1,2	2,9
	USDPLN	3,8138	0,2	1,0	4,0	-4,1	1,2
	CHFPLN	4,1297	0,3	0,2	1,3	-1,7	8,8
	GBPPLN	5,2546	0,1	0,1	1,3	6,2	5,6
	EURUSD	1,1843	-0,2	-0,9	-2,6	5,5	1,7
	EURCHF	1,0937	-0,3	-0,1	0,0	3,0	-5,4
	GBPUSD	1,3784	0,0	-0,9	-2,7	10,6	4,6
	USDJPY	111,32	-0,2	0,5	1,6	3,4	0,6
	EURCZK	25,57	0,1	0,3	0,5	-3,8	-2,1
	EURHUF	351,92	0,1	0,3	1,8	0,1	7,8
Obligacje	PL2Y	0,43	6	3	2	28	-124
	PL5Y	1,32	5	-15	5	61	-131
	PL10Y	1,71	6	-12	-12	36	-159
	DE2Y	-0,67	0	-3	0	0	3
	DE5Y	-0,61	-2	-5	-1	7	-30
	DE10Y	-0,24	-4	-8	-3	19	-53
	US2Y	0,24	-2	-3	9	8	-229
	US5Y	0,86	-4	-7	8	57	-187
	US10Y	1,43	-5	-10	-13	76	-141
Akcje	WIG	67 027,9	0,3	-1,4	0,2	31,6	18,9
	WIG20	2 252,2	0,1	-1,3	-0,1	24,8	4,3
	S&P500	4 352,3	0,8	1,7	2,9	39,1	60,4
	NASDAQ100	14 727,6	1,2	2,7	6,9	42,4	110,0
	Shanghai Composite	3 518,8	-2,0	-2,5	-2,0	13,9	26,3
	Nikkei**	28 636,5	-0,2	-1,5	-1,1	29,3	31,4
	DAX	15 650,1	0,3	0,3	-0,3	24,1	26,7
	VIX	15,07	-2,6	-3,5	-8,2	-45,6	-6,6
Surowce	Ropa Brent	76,3	0,6	0,1	6,0	76,7	-1,0
	Ropa WTI	75,4	0,0	1,6	8,2	85,4	1,6
	Złoto	1783,7	0,7	0,2	-5,8	0,4	42,2

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

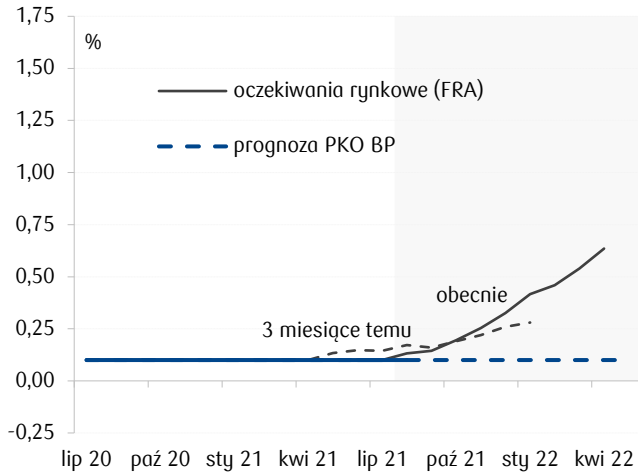
Notowania złotego wobec głównych walut



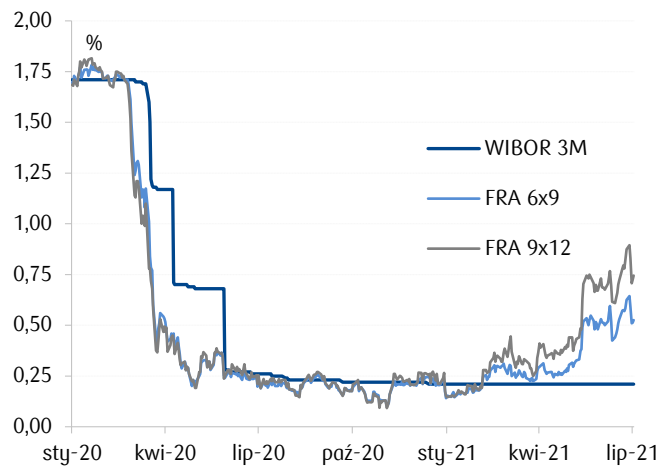
Rentowności polskich obligacji skarbowych



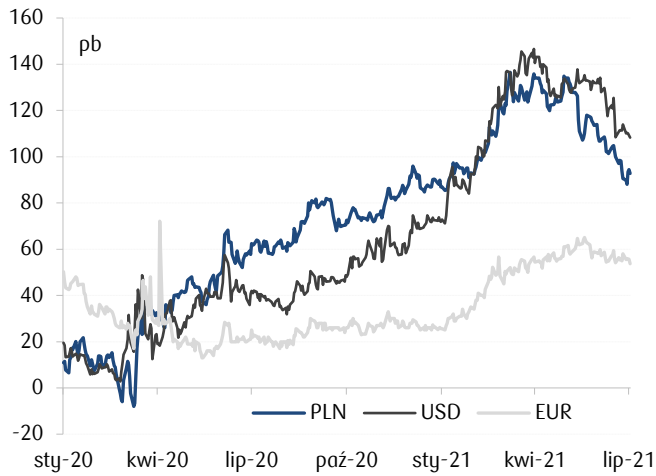
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



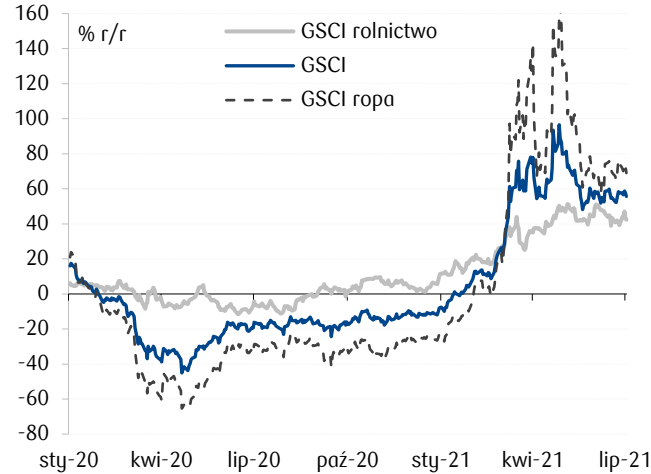
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



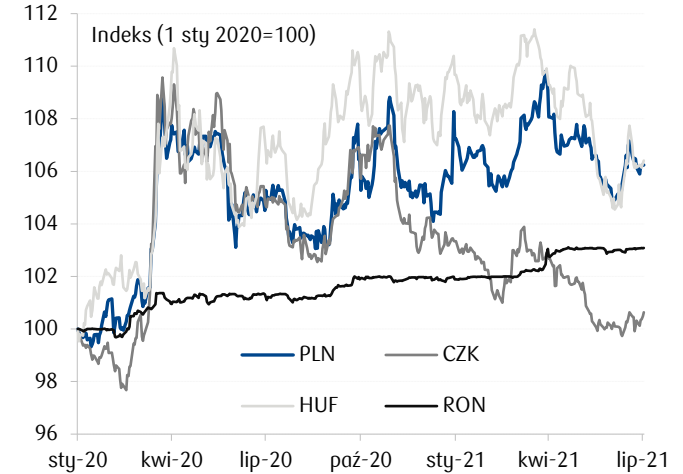
Spread asset swap dla PLN



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
dr Marcin Czaplicki, CFA marcin.czaplicki@pkobp.pl 22 521 54 50
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 platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

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.