

## EBC zmienia cel inflacyjny

### Dzisiaj w centrum uwagi:

- Indeksy akcyjne za oceanem odnotowały spadki, w przeciwieństwie do cen obligacji, które rosły w oczekiwaniu na gołębie minutes FOMC. Dokument okazał się jednak mniej gołębi niż oczekiwano, co ograniczyło skalę spadku rentowności i pozwoliło na kontynuację umocnienia USD. Ceny ropy nadal zniżkowały, a inwestorzy obawiali się o niekontrolowany wzrost podaży surowca na rynku w obliczu braku porozumienia w ramach OPEC.
- Najwięcej uwagi przyciągnie dziś posiedzenie RPP i publikacja wstępnych wyników lipcowej projekcji NBP dla PKB i inflacji** (cały Raport o inflacji poznamy w poniedziałek, 12 lipca). Naszym zdaniem Rada nie zmieni ani stóp, ani *forward guidance*, o czym przesądził już w zasadzie niedzielny wywiad A.Głapińskiego dla Financial Times. 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 jutrzejszej konferencji prasowej A.Głapińskiego.
- Wśród drugoplanowych publikacji kolejny odczyt *initial jobless claims* może pokazać dalszy spadek tygodniowej liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA. Na Węgrzech spodziewane jest jedynie nieznaczne spowolnienie inflacji CPI w czerwcu, co oznacza, że utrzymują się argumenty za dalszymi podwyżkami stóp. Dane o niemieckim handlu zagranicznym w maju pokażą kontynuację wzrostu niemieckiego eksportu, co pozytywnie wpływa także na polską gospodarkę.

### Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- EUR:** Z informacji uzyskanych przez agencję Bloomberg wynika, że EBC zamierza podnieść cel inflacyjny do 2% (do tej pory "nieznacznie poniżej 2%") oraz pozwolić na jego tymczasowe przekraczanie przez stopę inflacji. Taki ruch umożliwiłby utrzymanie ultraluznej polityki banku przez dłuższy czas.
- USA:** [Minutes FOMC](#) z czerwcowego posiedzenia Komitetu okazały się mniej gołębie niż przypuszczano. Co prawda nie osiągnięto jeszcze celu „istotnego postępu ożywienia

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

[@PKO\\_Research](#)

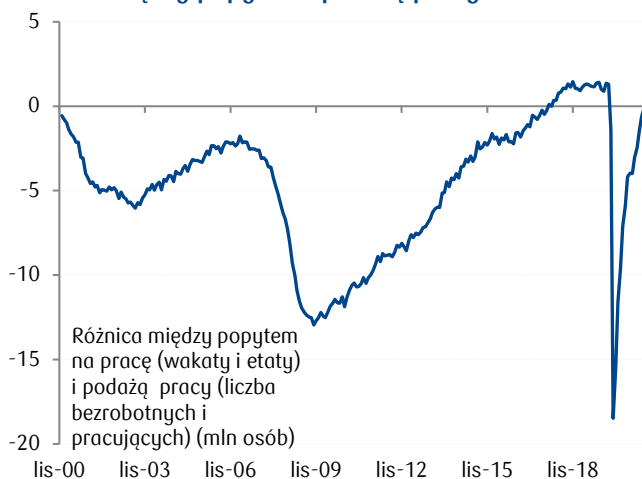
[www.pkobp.pl/centrum-analiz](http://www.pkobp.pl/centrum-analiz)

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2021-07-07	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,5358	0,6
USDPLN	3,8441	0,8
CHFPLN	4,1542	0,7
GBPLN	5,3069	0,7
EURUSD	1,1800	-0,3
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	0,41	-2
PL5Y	1,26	-6
PL10Y	1,63	-8
DE10Y	-0,29	-2
US10Y	1,32	-5
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	67 917,3	1,9
DAX	15 692,7	1,2
S&P500	4 358,1	0,3
Nikkei**	28 197,0	-1,6
Shanghai Comp.	3 553,7	0,7
<b>Surowce:</b>		
Złoto	1803,55	0,0
Ropa Brent	73,49	-1,6

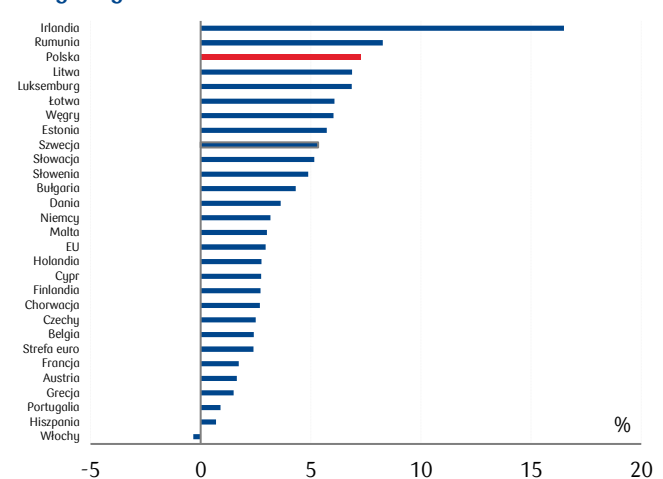
Źródło: Refinitiv, Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji.  
\*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Różnica między popytem i podażą pracy w USA



Źródło: Reuters Datastream, Macrobond, KE, PKO Bank Polski.

### Prognozy KE: zmiana PKB w 2022 vs 2019



gospodarczego” wskazywanego jako konieczny do normalizacji polityki pieniężnej, ale wielu członków Komitetu zaznaczyło, że **warunki do rozpoczęcia zmniejszania wielkości programu skupu aktywów mogą wystąpić (nieco) wcześniej niż przypuszczano na poprzednich posiedzeniach**. Do omawiania planów dotyczących dostosowania ścieżki i składu skupu aktywów ma dojść na nadchodzących spotkaniach. Potwierdzono jednocześnie zamiar powiadomienia z dużym wyprzedzeniem o planowanych decyzjach. Niektórzy uczestnicy wskazali, że w świetle presji cenowej na rynku mieszkaniowym, wskazane będzie wcześniejsze ograniczenie skupu MBSów niż papierów skarbowych. Pojawiły się jednak także głosy za proporcjonalnym cięciem skupu. Wciąż podkreślano dużą niepewność związaną z prognozami makro.

- **USA:** Liczba wakatów w USA (miara popytu na pracę) była po maju już tylko o 107 tys. mniejsza od liczby bezrobotnych (podaż pracy). Jest to kolejny sygnał, że kryzys pandemiczny jest inny od poprzednich oraz że nierównowaga na rynku pracy może już wkrótce być istotnym źródłem wzrostu presji kosztowej (inflacyjnej). Powyższe potwierdzają inne szczegóły wczorajszej publikacji wyników ankiety JOLTS, m.in. liczba dobrowolnych odejść z pracy, która co prawda spadła do 3,6 mln wobec rekordowych 4,0 mln w kwietniu, ale i tak była trzecim najwyższym odczytem w historii badania.
- **GER:** Produkcja przemysłowa spadła w maju o 0,3% m/m, podobnie jak miesiąc wcześniej (w ujęciu r/r produkcja wzrosła o 17,3% vs 27,6% w kwietniu). W strukturze odczytu zauważalny jest wzrost produkcji towarów konsumpcyjnych (4,1% m/m) oraz dóbr pośrednich (0,6% m/m), przy jednoczesnym spadku produkcji dóbr inwestycyjnych (-3,4% m/m). Odczyt wpisuje się we wtorkową publikację nowych zamówień w niemieckim przemyśle, która pokazała duży spadek popytu ze strony gospodarek spoza UE (gdzie trafiają dobra inwestycyjne). Na niemiecką gospodarkę oddziałują także problemy związane z łańcuchami dostaw i dostępnością komponentów produkcyjnych. Odczyt pokazuje, że po dość solidnym ożywieniu trwającym od 2h20, niemiecki przemysł wchodzi w okres przestoju.
- **POL:** Nowe [prognozy Komisji Europejskiej](#) pokazały bardziej optymistyczny obraz polskiej gospodarki. PKB ma wg nich wzrosnąć o 4,8% w 2021 (vs 4,0% poprzednio) i 5,2% w 2022 (vs 5,4% prognozowane w maju). Jednocześnie do odpowiednio 4,2% i 3,1% zrewidowano prognozy inflacji HICP (z 3,5% i 2,9% oczekiwanych wiosną). Komisja prognozuje, że po szybkim wzroście cen w 1h21 inflacja wyhamuje w 2h21, aby w 2022 ustabilizować się w okolicy 3%. Z kolei w przypadku PKB spodziewa się, że przyspieszenie wzrostu odnotowane w 3q21 (w ujęciu k/k sa) będzie większe niż to, które mamy już za sobą w 2q21. Z nowych prognoz Komisji bije optymizm. Komisja podniosła oczekiwania wobec wzrostu gospodarczego dla większości państw. Gospodarka strefy euro ma urosnąć o 4,8% w 2021 i 4,5% w 2022 (wobec odpowiednio 4,3% i 4,4% prognozowanych w maju). Po 2022 jedynie we Włoszech PKB ma być niższe niż w 2019.
- **POL:** Ruch samochodów ciężarowych na drogach krajowych w tygodniu 28 czerwca - 4 lipca wzrósł o 13% r/r (podobnie jak wobec analogicznego okresu 2019). Ruch aut osobowych był o 2% większy niż w uśrednionym tygodniu lipca 2020. W porównaniu z wcześniejszym tygodniem ruch pojazdów ciężarowych nie zmienił się, a aut osobowych był o 2% wyższy.

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 2 lipca</b>						
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
<b>Poniedziałek, 5 lipca</b>						
EUR: PMI w usługach (cze, rew.)	10:00	pkt.	58,0	58,0	--	58,3
EUR: Indeks Sentix (lip)	10:30	pkt.	28,1	30,0	--	29,8
<b>Wtorek, 6 lipca</b>						
GER: Zamówienia w przemyśle (maj)	8:00	% r/r	80,2	56,6	--	54,3
GER: Indeks Instytutu ZEW (lip)	11:00	pkt.	79,8	75,0	--	63,3
EUR: Sprzedaż detaliczna (maj)	11:00	% r/r	23,9	8,0	--	9,0
USA: ISM dla usług (cze)	16:00	pkt.	64,0	63,8	--	60,1
<b>Środa, 7 lipca</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	27,6	16,1	--	17,3
USA: Raport JOLTS (maj)	16:00	--	--	--	--	--
USA: Minutes z posiedzenia FOMC	20:00	--	--	--	--	--
<b>Czwartek, 8 lipca</b>						
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	--	--
<b>POL: Stopa referencyjna NBP</b>	--	%	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	
<b>Piątek, 9 lipca</b>						
CHN: Inflacja CPI (cze)	3:30	% r/r	1,3	1,3	--	--
CHN: Inflacja PPI (cze)	3:30	% r/r	9,0	8,8	--	--
<b>POL: Minutes z posiedzenia RPP</b>	<b>14:00</b>	--	--	--	--	--

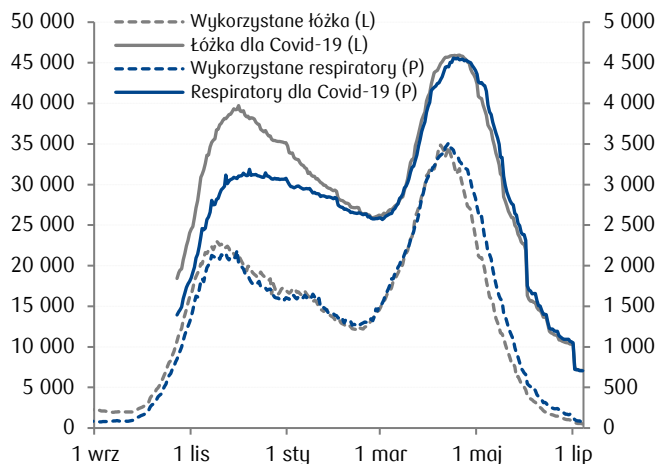
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-07-07	-1D	-7D	-28D
<b>Chorzy</b>					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	103	96	104	428
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	84	85	103	395
Aktualnie chorzy (stan)	os.	153 096	153 043	153 104	155 279
Zajęte łóżka	szt.	504	546	924	2 742
Hospitalizowani/chorzy	%	0,3	0,4	0,6	1,8
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	7,1	7,7	8,9	8,9
Zajęte respiratory	szt.	73	78	153	388
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	14,5	14,3	16,6	14,2
Zajęte/dostępne respiratory	%	10,3	11,0	14,4	25,7
<b>Testy</b>					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	42 891	49 463	50 088	58 099
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	39 794	40 822	41 421	48 280
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	0,2	0,2	0,3	0,8
<b>Działania antyepidemiczne</b>					
Osoby na kwarantannie	os.	101 915	104 225	74 745	59 658
Osoby na kwarantannie/chorzy	szt.	0,7	0,7	0,5	0,4
<b>Zgony</b>					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	19	10	16	108
Średnia dzienna z 7 dni	os.	13	13	18	54
Śmiertelność łączna	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Śmiertelność bieżąca*	%	7,5	7,4	6,8	3,7

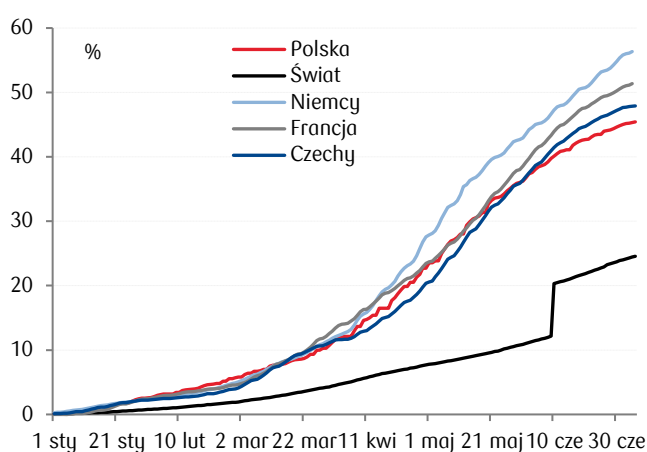
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. \*Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

### Obciążenie służby zdrowia



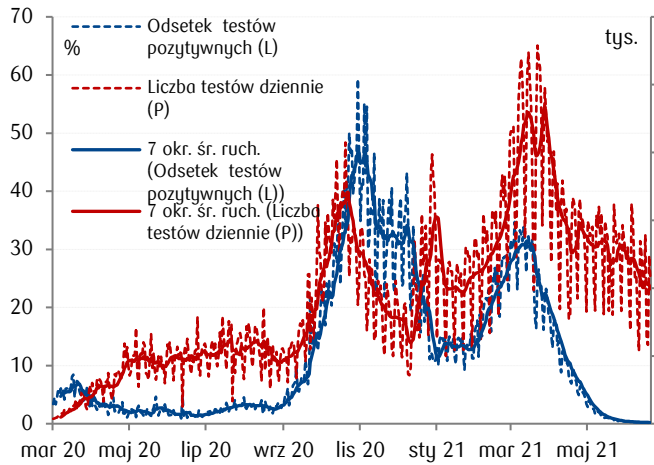
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

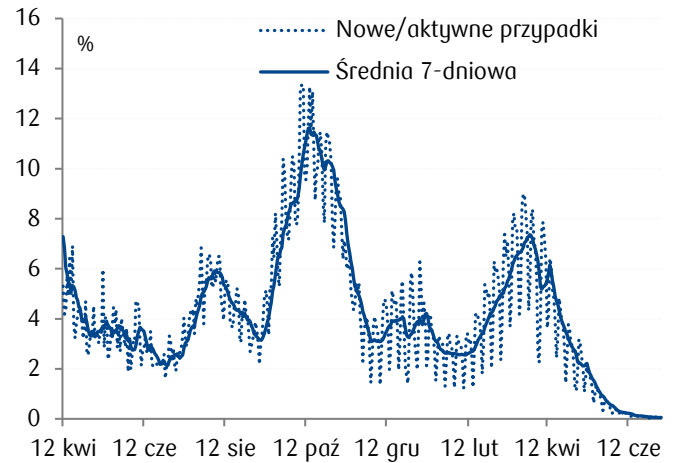


## Przegląd sytuacji epidemicznej

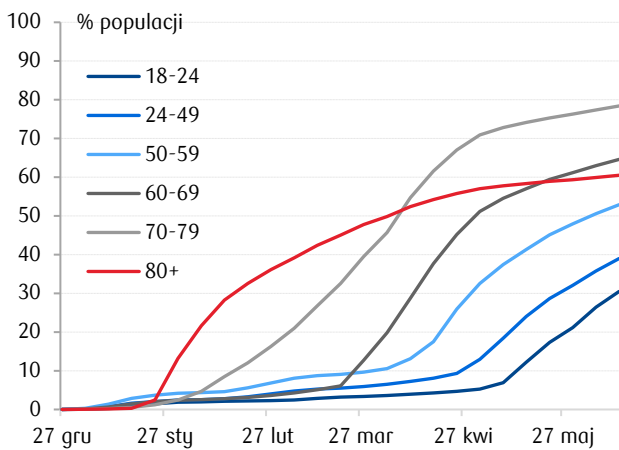
Proces testowania w Polsce



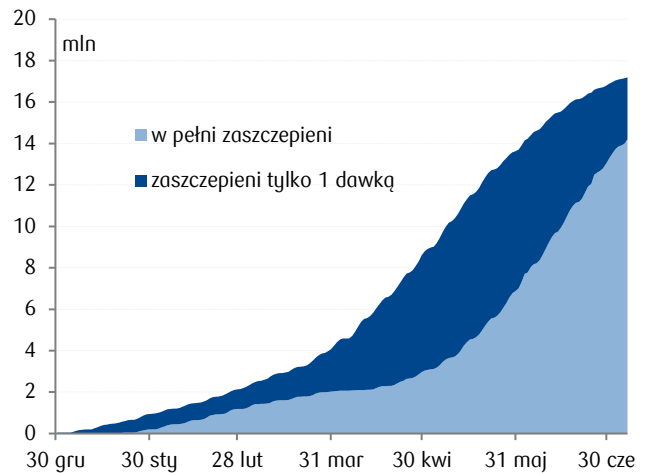
Dynamika zakażeń w Polsce



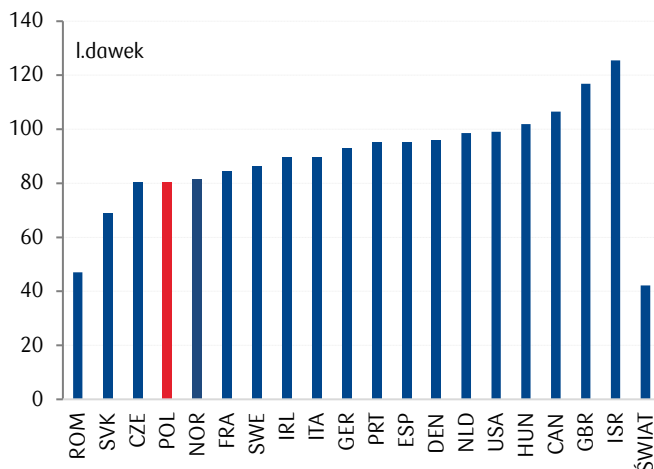
Odsetek zaszczepionej populacji pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



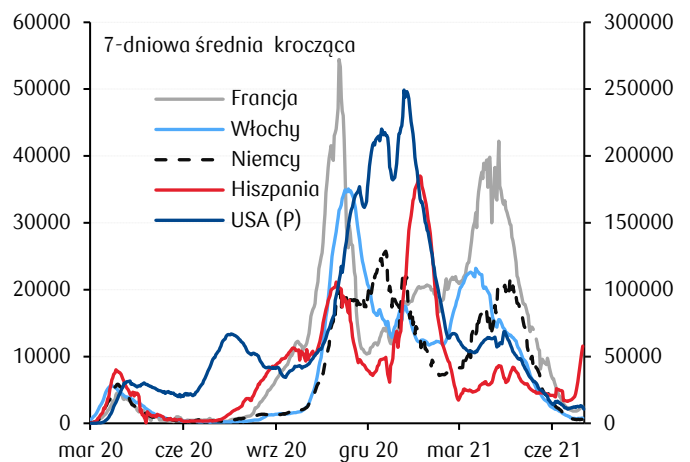
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



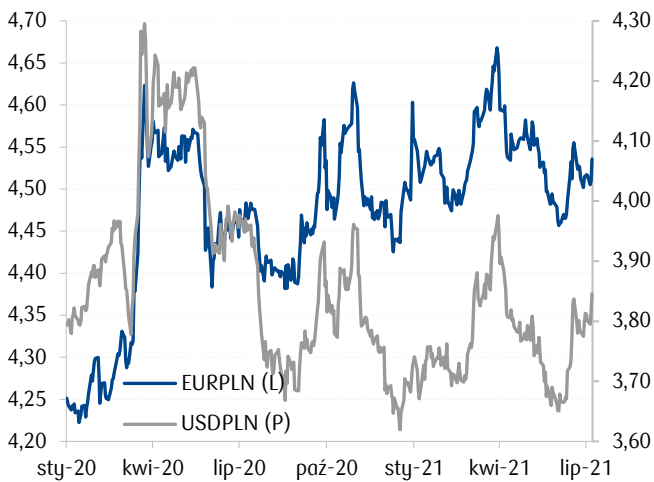
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

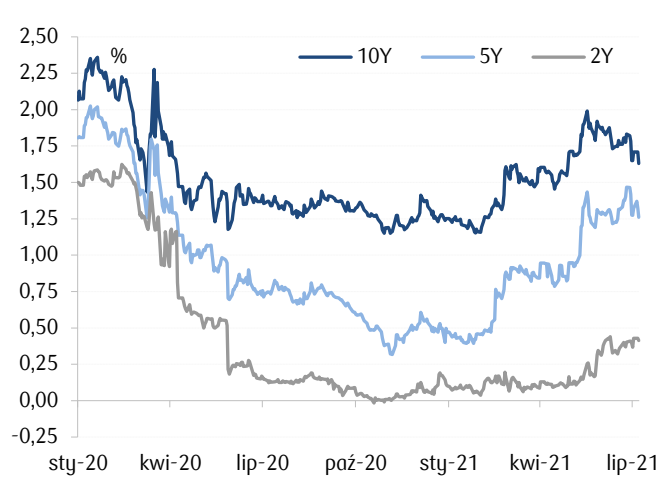
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2021-07-07	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,5358	0,6	0,5	1,6	1,4	4,0
	USDPLN	3,8441	0,8	1,0	4,9	-3,0	3,7
	CHFPLN	4,1542	0,7	0,9	1,6	-1,3	10,8
	GBPPLN	5,3069	0,7	0,6	2,3	6,6	7,8
	EURUSD	1,1800	-0,3	-0,5	-3,2	4,6	0,4
	EURCHF	1,0919	-0,1	-0,4	0,0	2,8	-6,1
	GBPUSD	1,3778	-0,2	-0,3	-2,5	9,6	3,8
	USDJPY	110,66	0,1	-0,3	1,0	2,9	0,2
	EURCZK	25,79	0,6	1,1	1,5	-3,4	-0,5
	EURHUF	357,13	1,0	1,7	3,1	0,8	10,6
<b>Obligacje</b>	PL2Y	0,41	-2	2	-3	29	-123
	PL5Y	1,26	-6	-2	-4	52	-126
	PL10Y	1,63	-8	-2	-21	26	-158
	DE2Y	-0,68	0	-2	0	-1	0
	DE5Y	-0,63	-1	-5	-1	3	-33
	DE10Y	-0,29	-2	-9	-4	13	-58
	US2Y	0,22	-1	-3	6	5	-233
	US5Y	0,78	-3	-10	4	49	-194
	US10Y	1,32	-5	-12	-17	67	-151
<b>Akcje</b>	WIG	67 917,3	1,9	2,8	2,7	33,2	20,2
	WIG20	2 285,8	2,6	3,0	3,0	26,9	6,2
	S&P500	4 358,1	0,3	1,4	3,3	38,6	57,9
	NASDAQ100	14 810,5	0,2	1,8	7,2	40,7	105,5
	Shanghai Composite	3 553,7	0,7	-1,0	-1,0	6,2	29,4
	Nikkei**	28 197,0	-1,6	-2,1	-2,3	24,7	29,4
	DAX	15 692,7	1,2	1,0	0,7	24,4	25,6
	VIX	16,20	-1,5	2,3	-9,4	-45,0	21,2
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	73,5	-1,6	-2,3	1,7	70,2	-4,7
	Ropa WTI	72,2	-1,6	-1,9	3,2	77,7	-2,2
	Złoto	1803,6	0,0	2,2	-4,6	0,5	43,7

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

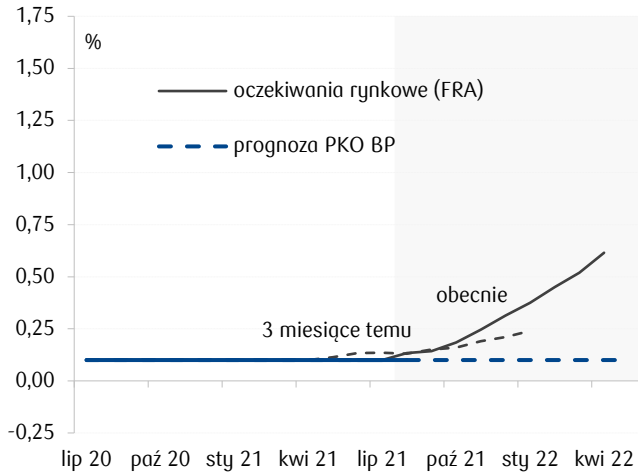
### Notowania złotego wobec głównych walut



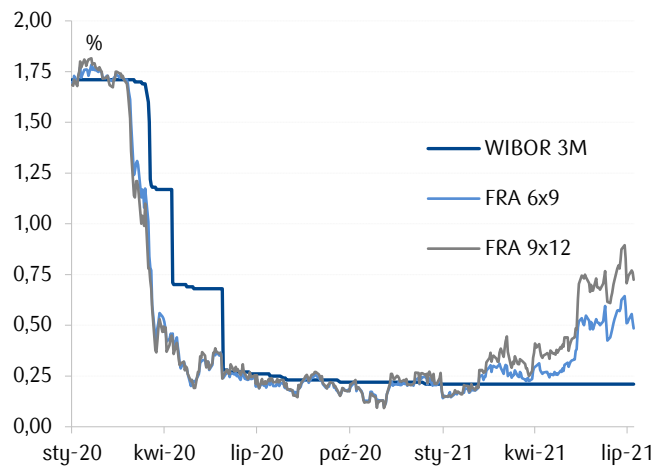
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



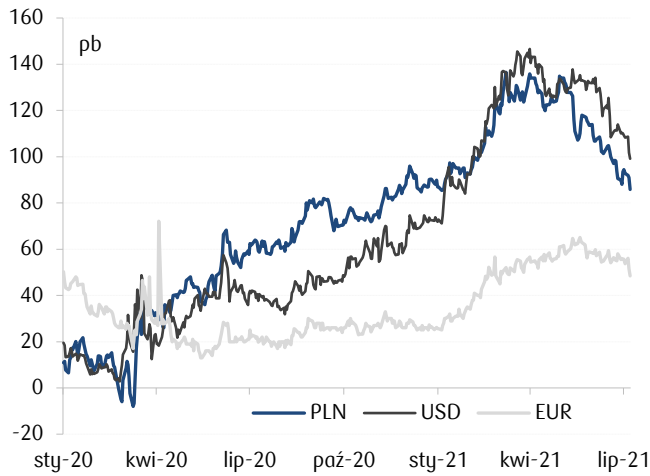
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



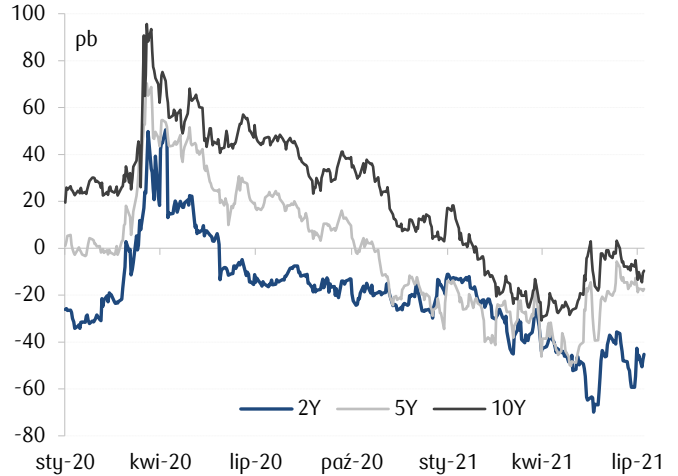
Krótkoterminowe stopy procentowe



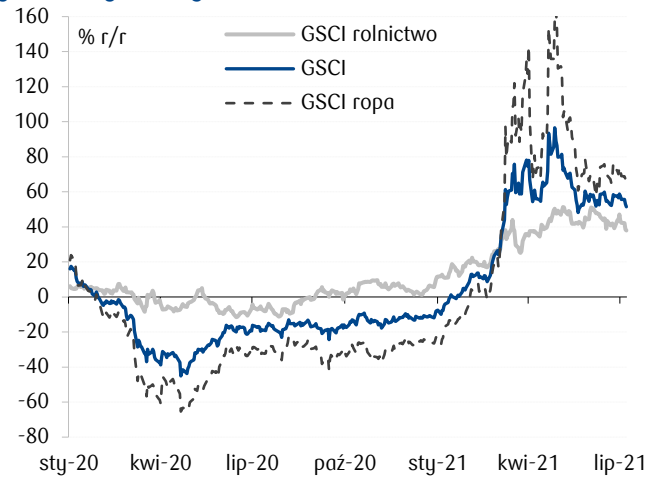
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



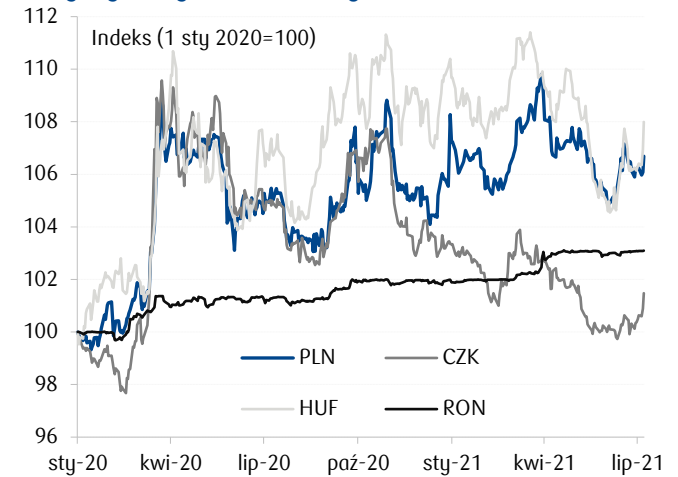
Spread asset swap dla PLN



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.

## 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:

 [@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.