

EBC po przeglądzie

Dziś w centrum uwagi:

- **Obawy przed kolejną falą epidemii oraz rozprzestrzenianiem się bardziej zaraźliwych wariantów wirusa skutkowały przeceną na globalnych rynkach akcji i wzrostem cen obligacji.** W rezultacie rentowności amerykańskich obligacji spadły – 30-letnich papierów obniżyły się poniżej 1,90%, a rentowności 10-letnich obligacji zbliżyły się do poziomu 1,25%. Są to najniższe wartości od lutego. Spadki nie ominęły także krajowego parkietu. Po presją pozostawał złoty, który w relacji do euro przejściowo osłabił się do poziomu 4,55.
- **Uzupełnieniem po wczorajszej decyzji RPP i publikacji wstępnych wyników lipcowej projekcji NBP będzie konferencja prasowa prezesa NBP A.Głapińskiego.** Spodziewamy się potwierdzenia dotychczasowego *forward guidance* prezentowanego m.in. w artykule dla Financial Times'a, czyli stopniowej zmiany narracji, w której podwyżka stóp będzie możliwa najwcześniej po publikacji listopadowej projekcji inflacyjnej. Dopełnieniem konferencji A.Głapińskiego będzie publikacja *minutes* i wyników głosowań po czerwcowym posiedzeniu. Podobnie jak na poprzednich posiedzeniach, spodziewamy się odnotowania wniosku o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej oraz wniosku o obniżenie oprocentowania tych rezerw (oba bezskuteczne).

Przegląd wydarzeń ekonomicznych:

- **POL: RPP, zgodnie z oczekiwaniami, nie wprowadziła zmian w parametrach polityki pieniężnej – stopach procentowych** (stopa referencyjna: 0,10%), programie QE i kredycie wekslowym. W [komunikacie](#) Rada odnotowała m.in. że **niepewność dotycząca dalszego przebiegu ożywienia wzrosła wskutek nowych mutacji wirusa.** W nowej projekcji ścieżka inflacji została podniesiona w górę. **Wynik posiedzenia wpisuje się w nasz scenariusz bazowy z ostatniego Kwartałnika Ekonomicznego (Uodpornieni?)** - nadal zakładamy, że **początek normalizacji polityki pieniężnej, który w pierwszym etapie dotyczyć będzie programu QE, nastąpi nie wcześniej niż w listopadzie.** Więcej w Makro Flashu, [„Krajowa polityka pieniężna na razie bez zmian”](#).
- **EBC: Europejski Bank Centralny zakończył pierwszy od 2003 roku i trwający 18 miesięcy przegląd strategiczny, który dotyczył polityki pieniężnej.** Naszym zdaniem zmiany mają nieznacznie gołębi charakter – oddalają w czasie ewentualne podwyżki stóp. Po pierwsze (informowaliśmy o tym również wczoraj), **podniesiony został cel inflacyjny z „nieznacznie poniżej 2%” do 2% w średnim terminie z symetrycznymi odchyleniami.** Ze względu na uporczywie niską inflację i trudności związane z dolnym

Zespół Analiz Makroekonomicznych

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

[@PKO_Research](#)

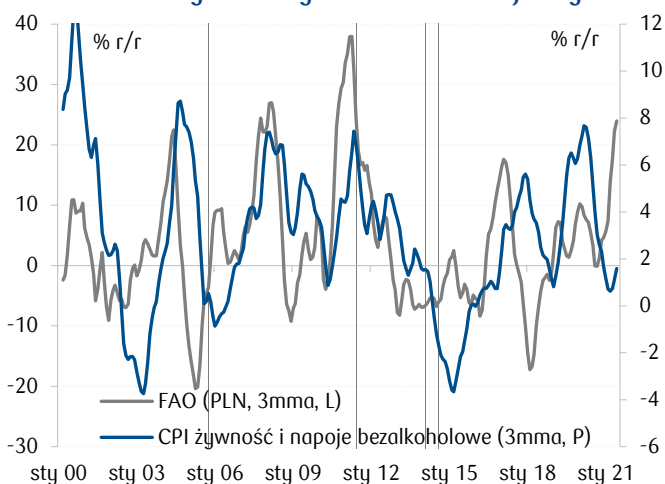
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Notowania rynkowe:

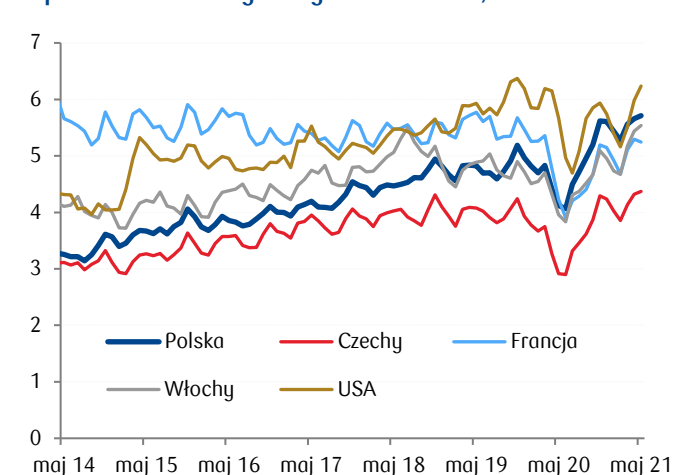
	Wartość 2021-07-08	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,5533	0,4
USDPLN	3,8410	-0,1
CHFPLN	4,2031	1,2
GBPLN	5,2886	-0,3
EURUSD	1,1855	0,5
Obligacje:		
PL2Y	0,41	-1
PL5Y	1,29	3
PL10Y	1,67	4
DE10Y	-0,31	-2
US10Y	1,29	-3
Indeksy akcyjne:		
WIG	66 598,1	-1,9
DAX	15 420,6	-1,7
S&P500	4 320,8	-0,9
Nikkei**	27 832,3	-1,9
Shanghai Comp.	3 525,5	-0,8
Surowce:		
Złoto	1798,31	-0,3
Ropa Brent	74,25	1,0

Zródło: 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.

Indeks światowych cen żywności na tle krajowego CPI*



Import Niemiec z wybranych kierunków, mld euro



Zródło: Reuters Datastream, Macrobond, KE, PKO Bank Polski., * Pionowe linie oznaczają miesiące, w których wprowadzone lub zniesione zostało embargo na import polskiej żywności przez Rosję.

efektywnym ograniczeniem stóp procentowych EBC **tolerowałby „przez pewien czas inflację umiarkowaną wyższą od celu”**, aby nie dopuścić do zakotwiczenia inflacji na zbyt niskim poziomie. Drugą ważną zmianą jest rekomendacja włączenia do obecnie wykorzystywanej inflacji HICP cen związanych z kosztami zamieszkania mieszkańców będących właścicielami mieszkań (*owner occupied housing, OOH*). Zdaniem EBC indeks OOH lepiej uwzględniałby rzeczywiste koszty związane z użytkowaniem mieszkania niż obecnie wchodzące w skład inflacji HICP czynsze oraz naprawy. W skład nowego indeksu wchodzić by mogły m.in. koszty związane z zakupem lub budową mieszkania/ domu, remontami czy koszty ubezpieczenia nieruchomości. Wdrożenie tych rekomendacji i uwzględnienie OOH w HICP nie nastąpi od razu – odbędzie się to w ramach „wieloletniego projektu”. Możliwe, że europejscy statystycy będą bazować na przeprowadzonym od 2001 [badaniu Eurostatu](#). Uwzględnienie OOH oznaczałoby podwyższenie inflacji HICP o ok. 0,1-0,2 pp. **Trzecią ważną zmianą jest uwzględnienie kwestii klimatycznych w ramach instytucjonalnych polityki pieniężnej.** EBC planuje m.in. (1) poszerzyć wykorzystywane narzędzia analityczne o moduły i wskaźniki związane ze zmianami klimatu, (2) uwzględniać kwestie klimatyczne w kontekście oceny ryzyka, zabezpieczeń i dopuszczania aktywów w programach skupu aktywów oraz (3) przeprowadzić „klimatyczne stress testy” bilansów Eurosystemu. Zmiany w strategii EBC można odebrać jako nieznacznie gołębie, tzn. odsuwające w czasie ewentualne zacieśnienie monetarne (m.in. przez uznanie, że inflacja może tymczasowo przekraczać cel). Jednocześnie Ch.Lagarde na konferencji prasowej stwierdziła, że nie należy tak tego rozumieć. Wypowiedź ta może ograniczyć gołębi przekaz płynący z ogłoszonych zmian.

- **CHN:** W czerwcu inflacja CPI wyniosła 1,1% r/r (kons.1,3% r/r), a PPI 8,8% r/r (kons. 8,8% r/r). W czwartek Rada Państwa Chin uznała za wskazane by Ludowy Bank Chin obniżył stopę rezerwy obowiązkowej w celu wsparcia finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Jest to tylko sugestia ze strony władz Chin – bank centralny niekoniecznie musi się do niej zastosować (nie zastosował się do podobnej sugestii np. w czerwcu 2020). Chińczycy obawiają się osłabienia tempa wzrostu gospodarki i popytu wewnętrznego. Działalność firm z sektora MSP ogranicza również trudność w dostępie do surowców (m.in. metali). Obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej w Chinach oznaczałoby krok w odwrotnym kierunku niż planują inne duże banki centralne (Fed, BoE), w których toczy się dyskusja o terminie zaostrzenia polityki monetarnej.
- **HUN:** Inflacja CPI wzrosła w czerwcu do 5,3% r/r z 5,1% r/r w maju i przebiła rynkowe oczekiwania (kons. 5,0% r/r). Za wyższy od spodziewanego odczyt odpowiadają silniejszy wzrost cen żywności (3,2% r/r w czerwcu vs 2,6% r/r w maju), podwyżki cen dóbr trwałych (3,7% r/r w czerwcu i maju) oraz coraz wyższe ceny usług (3,8% r/r w czerwcu vs 2,1% r/r w maju). Wzrost cen można tłumaczyć luzowaniem restrykcji. Ceny usług w ciągu miesiąca wzrosły aż o 2%, a najsilniejsze wzrosty nastąpiły w transporcie, gastronomii oraz turystyce i rekreacji. Inflacja na Węgrzech nie odpuszcza, co zwiększa prawdopodobieństwo zaostrzenia polityki pieniężnej przez MNB – nawet na najbliższym posiedzeniu, zaplanowanym na 27 lipca.
- **GER:** Eksport dóbr w maju wzrósł o 0,3% m/m, (kons. 0,5% m/m) a import aż o 3,4% m/m (kons. -0,5% m/m). (obie zmienne po odsezonowaniu). W ujęciu rocznym dynamiki pozostają wysokie ze względu na efekty niskiej bazy. W porównaniu z lutym 2020, ostatnim miesiącem bez wpływu pandemii, eksport w maju był o 0,3% niższy, a import o 9,4% wyższy. Eksport (po odsezonowaniu) notuje trzynasty z rzędu miesiąc wzrostów w ujęciu miesięcznym, chociaż nie są one już tak spektakularne jak wcześniej. Polska umacnia się na pozycji czwartego największego, po Chinach, Holandii i USA, źródła importu Niemiec. Nasz region staje się również coraz ważniejszym odbiorcą dla niemieckiego eksportu.
- **ŚWIAT:** Globalny indeks cen żywności FAO spadł w czerwcu po raz pierwszy od maja 2020, w głównej mierze ze względu na niższe ceny tłuszczu (ale także zbóż i nabiału). Po korekcie o zmiany kursu USD światowe ceny żywności sugerują spadek presji na wzrost cen w kraju. Zważywszy jednak na przesunięcie czasowe z jakim globalne zmiany cen znajdują odbicie na krajowym rynku, indeks FAO (podobnie jak ceny skupu podstawowych produktów rolnych) wskazuje na duży potencjał do dalszego wzrostu inflacji żywności w Polsce w najbliższym czasie. Naszym zdaniem będzie on (do końca

roku) stanowił jeden z kluczowych czynników utrzymujących inflację CPI w okolicy 4,5% r/r.

- **USA: W tygodniu kończącym się 3 lipca Amerykanie złożyli 373 tys. (kons. 356 tys.) nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych.** Średnia czterotygodniowa ilość wniosków nadal spada, ale w coraz wolniejszym tempie. Liczba osób pobierających zasiłek dla bezrobotnych wynosi 3,3 mln i zmniejsza się głównie ze względu na stopniowe wycofywanie się poszczególnych stanów z hojniejszych zasiłków kryzysowych.

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	--	58,3
EUR: Indeks Sentix (lip)	10:30	pkt.	28,1	30,0	--	29,8
Wtorek, 6 lipca						
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
Środa, 7 lipca						
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	--	--	--	--	--
Czwartek, 8 lipca						
GER: Eksport (maj)	8:00	% m/m	0,3	0,5	--	0,5
GER: Import (maj)	8:00	% m/m	-1,7	-0,5	--	3,4
HUN: Inflacja CPI (cze)	9:00	% r/r	5,1	5,0	--	5,3
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:00	tys.	371	356	--	373
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	0,10	0,10	0,10	0,10
Piątek, 9 lipca						
CHN: Inflacja CPI (cze)	3:30	% r/r	1,3	1,3	--	1,1
CHN: Inflacja PPI (cze)	3:30	% r/r	9,0	8,8	--	8,8
POL: Minutes z posiedzenia RPP	14:00	--	--	--	--	--

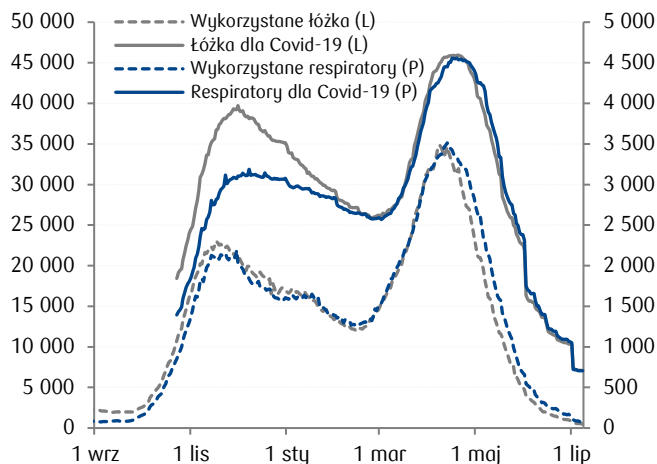
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji epidemicznej

Wskaźniki sytuacji epidemicznej w Polsce	Jednostka	2021-07-08	-1D	-7D	-28D
Chorzy					
Nowe przypadki w ciągu doby	os.	93	103	98	382
Nowe przypadki dziennie, średnia z 7 dni	os.	84	84	96	368
Aktualnie chorzy (stan)	os.	153 089	153 096	153 060	155 125
Zajęte łóżka	szt.	476	504	855	2 553
Hospitalizowani/chorzy	%	0,3	0,3	0,6	1,6
Zajęte/dostępne łóżka covidowe	%	6,7	7,1	8,3	8,3
Zajęte respiratory	szt.	76	73	130	364
Hospitalizowani wymagający respiratora	%	16,0	14,5	15,2	14,3
Zajęte/dostępne respiratory	%	10,8	10,3	12,4	24,2
Testy					
Liczba testów w ciągu doby	szt.	39 928	42 891	39 535	53 235
Liczba testów dziennie, średnia z 7 dni	szt.	39 850	39 794	40 196	48 007
Zakażenia/testy w ciągu tygodnia	%	0,2	0,2	0,2	0,7
Działania antyepidemiczne					
Osoby na kwarantannie	os.	99 467	101 915	78 577	57 127
Osoby na kwarantannie/chorzy	szt.	0,6	0,7	0,5	0,4
Zgony					
Liczba zgonów w ciągu doby	os.	21	19	23	84
Średnia dzienna z 7 dni	os.	13	13	18	53
Śmiertelność łączna	%	2,6	2,6	2,6	2,6
Śmiertelność bieżąca*	%	7,2	7,5	6,9	3,9

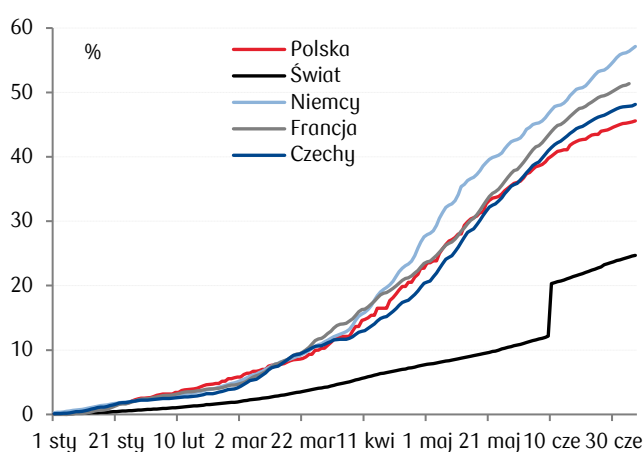
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, PKO Bank Polski. *Liczba zgonów z ostatnich 3 tygodni jako odsetek zakażeń z 3-tygodniowego okresu opóźnionego o 2 tygodnie wobec ostatnich danych.

Obciążenie służby zdrowia



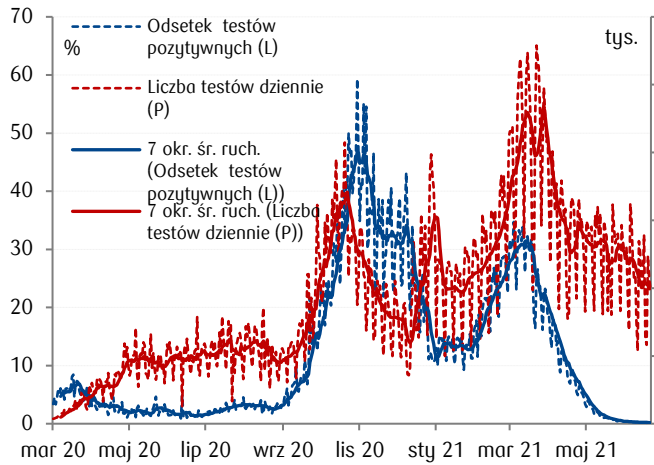
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Macrobond, PKO Bank Polski.

Zaszczepieni co najmniej jedną dawką szczepionki

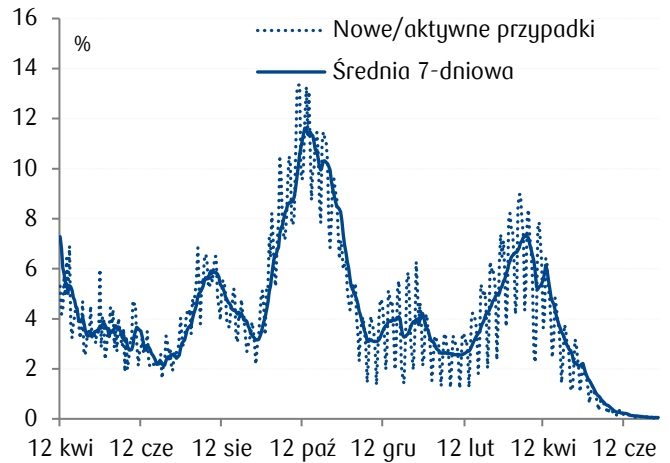


Przegląd sytuacji epidemicznej

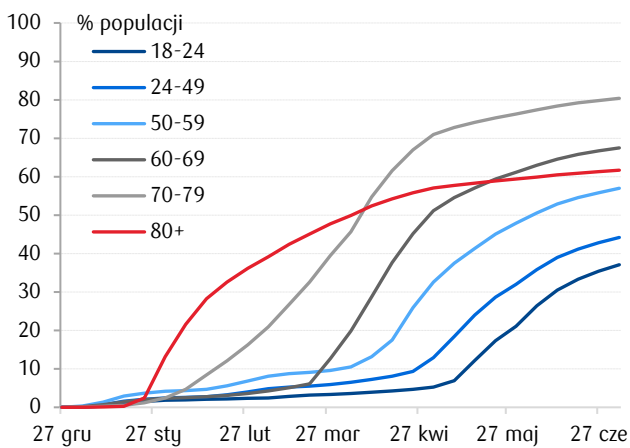
Proces testowania w Polsce



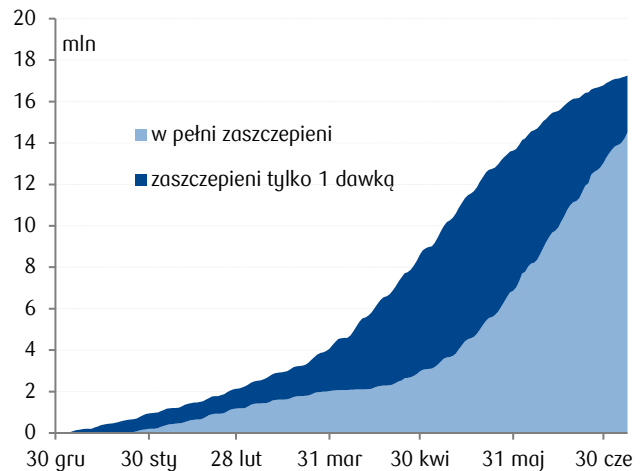
Dynamika zakażeń w Polsce



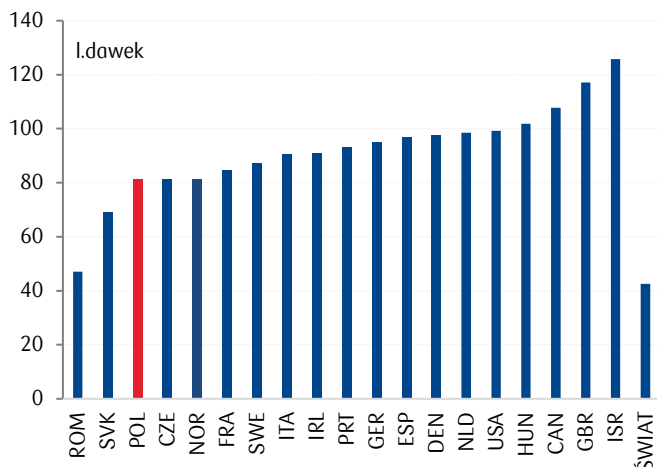
Odsetek zaszczepionej populacji pierwszą dawką wg grup wiekowych w Polsce



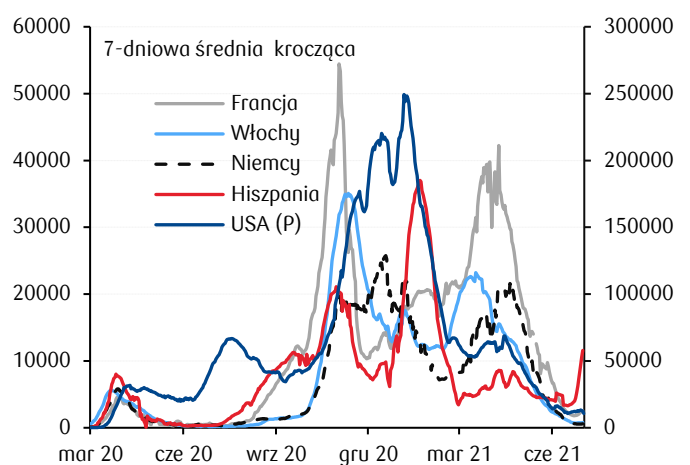
Liczba osób zaszczepionych



Liczba wykorzystanych dawek szczepionki na 100 mieszkańców



Dzienny przyrost zakażeń w wybranych krajach



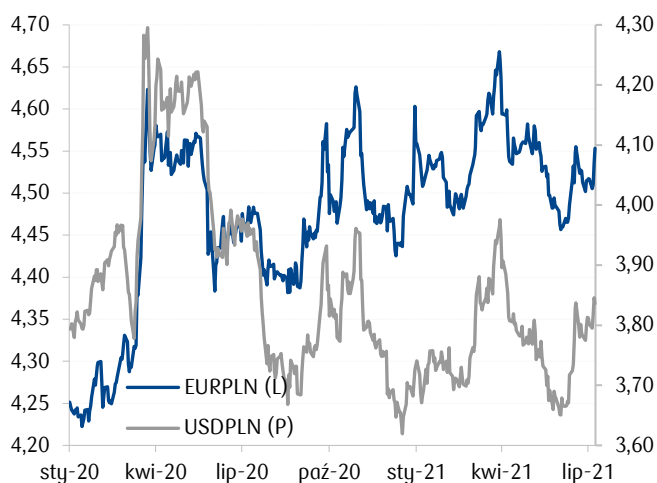
Źródło: Macrobond, Ministerstwo Zdrowia, ECDC, PKO Bank Polski

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

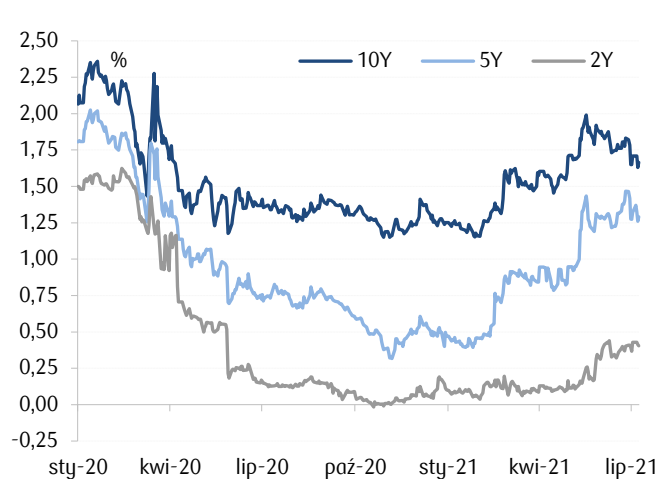
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2021-07-08	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,5533	0,4	0,8	1,9	1,6	5,4
	USDPLN	3,8410	-0,1	0,9	4,6	-3,0	4,6
	CHFPLN	4,2031	1,2	2,1	2,5	-0,4	13,4
	GBPPLN	5,2886	-0,3	0,7	1,6	6,2	8,7
	EURUSD	1,1855	0,5	-0,1	-2,6	4,7	0,8
	EURCHF	1,0833	-0,8	-1,3	-0,7	1,9	-7,0
	GBPUSD	1,3761	-0,1	-0,1	-2,7	9,3	3,8
	USDJPY	109,56	-1,0	-1,8	0,0	1,9	-1,1
	EURCZK	25,88	0,4	1,4	2,0	-2,8	0,1
	EURHUF	357,91	0,2	1,8	3,4	0,8	10,6
Obligacje	PL2Y	0,41	-1	4	3	27	-125
	PL5Y	1,29	3	2	4	55	-123
	PL10Y	1,67	4	2	-11	31	-152
	DE2Y	-0,68	-1	-2	0	-1	-1
	DE5Y	-0,61	2	-2	1	6	-32
	DE10Y	-0,31	-2	-12	-7	13	-62
	US2Y	0,19	-2	-7	4	4	-237
	US5Y	0,74	-4	-17	1	45	-201
	US10Y	1,29	-3	-19	-17	64	-157
Akcje	WIG	66 598,1	-1,9	-0,4	0,1	31,3	18,1
	WIG20	2 234,6	-2,2	-0,7	-0,1	25,0	3,9
	S&P500	4 320,8	-0,9	0,0	1,9	36,3	55,2
	NASDAQ100	14 722,1	-0,6	1,1	5,5	38,0	102,3
	Shanghai Composite	3 525,5	-0,8	-1,8	-2,4	3,6	25,2
	Nikkei**	27 832,3	-1,9	-3,0	-3,9	24,0	26,2
	DAX	15 420,6	-1,7	-1,2	-1,0	23,4	22,9
	VIX	19,00	17,3	22,7	18,0	-32,3	49,7
Surowce	Ropa Brent	74,3	1,0	-2,2	2,2	71,0	-4,9
	Ropa WTI	72,9	1,0	-3,2	3,8	78,3	-1,2
	Złoto	1798,3	-0,3	1,6	-4,9	-0,8	42,5

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

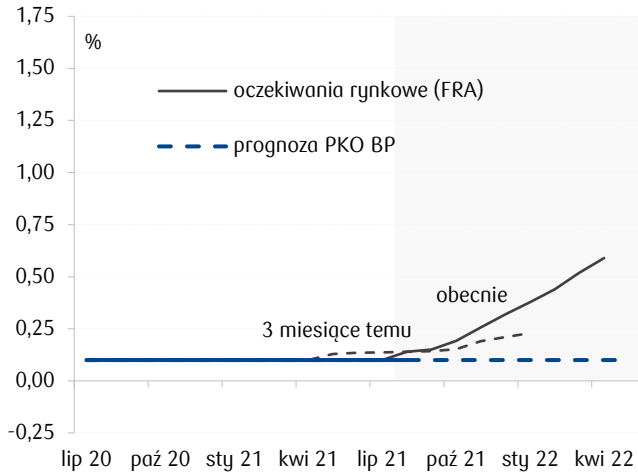
Notowania złotego wobec głównych walut



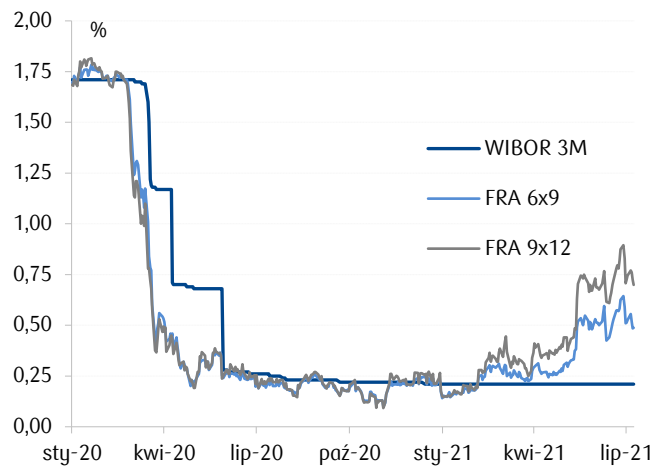
Rentowności polskich obligacji skarbowych



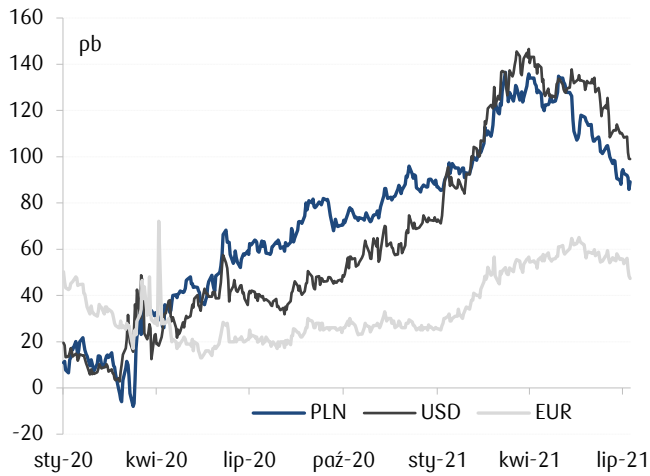
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



Krótkoterminowe stopy procentowe



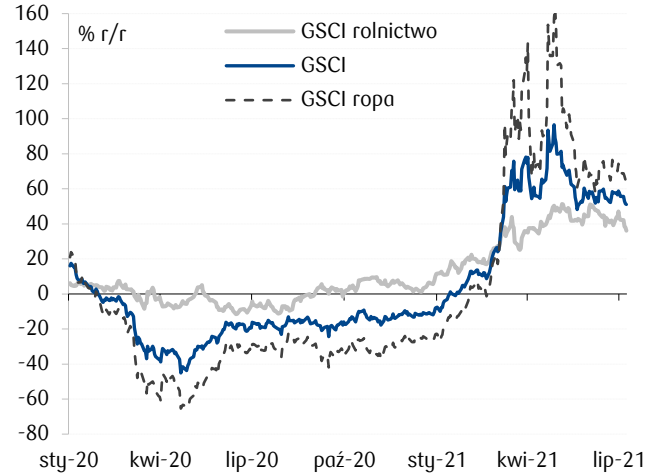
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



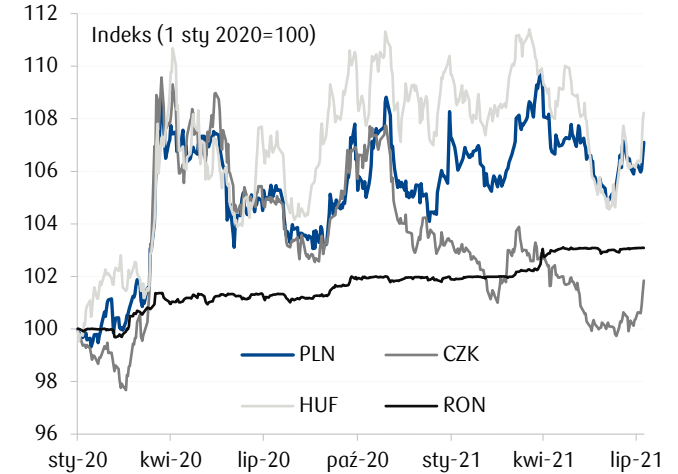
Spread asset swap dla PLN



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.

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.