



# Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Andrzej Kamiński**  
Ekonomista  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**  
Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

17 czerwca 2024

## Informacje na dziś

- PL:** Dziś o godz. 14:00 Narodowy Bank Polski opublikuje dane o inflacji bazowej w maju. Szacujemy, najszerzej analizowany wskaźnik bazowy - inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się w maju do 3,8-3,9% r/r z 4,1% r/r. Oznaczałoby to, że w ujęciu m/m, wyniósł 0,1% m/m, wobec 0,7% m/m miesiąc wcześniej. Taki spadek wynika, naszym zdaniem, w części z sezonowości, a inflacja bazowa przyspieszy w ujęciu m/m. Inflacja bazowa nadal znajduje się powyżej celu inflacyjnego i nie daje argumentów do obniżek stóp proc.

## Wydarzenia i komentarze

- PL:** Inflacja CPI wyniosła w maju 2,5% r/r wobec 2,4% r/r w kwietniu, co jest zgodne z szybkim szacunkiem GUS opublikowanym dwa tygodnie temu. Wolniejszej zwwyżce inflacji w maju sprzyjała kontynuacja dezinflacji cen żywności. Ponadto, w maju spadły ceny paliw i nośników energii (w ujęciu m/m), jednak ze względu na czynniki bazowe, ich roczne dynamiki nieco przyspieszyły. Według naszych szacunków obniżyła się także inflacja bazowa. Wskaźnik CPI bez cen żywności i energii wyniósł, w naszej ocenie, 3,8-3,9% r/r wobec 4,1% r/r w maju. Oznaczałoby to, że w ujęciu m/m inflacja bazowa wzrosła o zaledwie 0,1%, tj. najniższej w tym roku. Sprzyjały temu spadki cen w kategorii odzież i obuwie, co wiązać należy z sezonowymi wyprzedzami. Wyraźnie (o 9,3% m/m) spadły też ceny turystyki zorganizowanej za granicą. Dynamika cen usług pozostaje jednak wysoka i w maju wyniosła 6,2% r/r, podobnie jak w kwietniu. W tym obszarze postęp w dezinflacji pozostaje znacznie słabszy. W kolejnych miesiącach inflacja będzie rosła, a w lipcu wybije się poza przedział dopuszczalnych odchyżeń inflacji od celu NBP. To w dużej mierze efekt spodziewanego wzrostu cen energii, ale też nieznacznego odbicia inflacji bazowej. Wysoka dynamika płac, w warunkach odradzającego się popytu konsumpcyjnego będzie utrudniała postęp dezinflacji, szczególnie w zakresie cen usług. Trwały powrót inflacji do celu NBP pozostaje odległą perspektywą. Naszym głównym scenariuszem na 2024 r. pozostaje stabilizacja stóp procentowych oraz obniżki stóp w 2025 r., ale w łącznej skali nie większej niż 100 pkt baz.
- CN:** Sprzedaż detaliczna w Chinach wzrosła w maju o 3,7% r/r, co jest wynikiem nieco lepszym niż konsensus rynkowy. Od początku roku natomiast sprzedaż zwiększyła się o 4,1% r/r. Słabsze od oczekiwań okazały się natomiast wyniki produkcji przemysłowej, która w maju wzrosła o 5,6% r/r. Aktywność gospodarcza w Chinach stopniowo odradza się, wspierana odbudową popytu konsumpcyjnego, jednak słabość części gospodarek rozwiniętych, ogranicza tempo wzrostu także gospodarki Państwa Środka.
- US:** Indeks nastrojów konsumenckich w Stanach Zjednoczonych, opracowywany przez Uniwersytet Michigan spadł w czerwcu, według wstępnych danych, do 65,6 pkt z 69,1 pkt miesiąc wcześniej, co okazało się odczytem sporo poniżej oczekiwań. Sądzimy, że nastroje amerykańskich konsumentów są pod negatywnym wpływem nadal uporczywej inflacji i wysokich stóp procentowych Fed. Pomimo tego, wydatki gospodarstw domowych są główną siłą napędzającą wzrost gospodarki USA. Dynamika konsumpcji najpewniej będzie stopniowo słabła i wraz z niższą inflacją skłoni Fed do rozpoczęcia cięć stóp procentowych przez Fed jeszcze w tym roku.

## Rynki na dziś

Awersja do ryzyka - częściowo motywowana zwyczajną ryzyka politycznego (Francja) - utrzymuje się na rynkach globalnych. Presja na przecenę złotego przybiera na sile po tym jak dziś notowania EUR/PLN otwierają się luką powyżej szczytów z kwietnia tj. ponad 4,37. Na gruncie technicznym celem staje się poziom 4,40. Kalendarium najbliższych dni nie zawiera natomiast pozycji mogących wpłynąć na poprawę sentymentu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,3694	1,1%
USD/PLN	4,0887	2,4%
CHF/PLN	4,5915	2,5%
EUR/USD	1,0700	-1,1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,85	0
WIBOR 3M	5,85	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,19	6
5Y	5,59	4
10Y	5,74	6

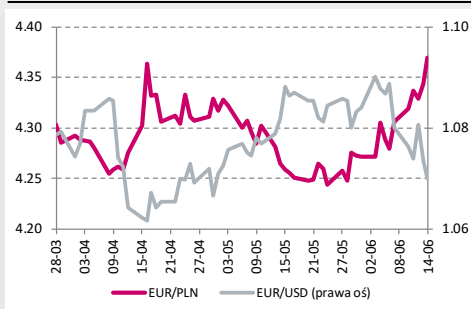
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,46	2
5Y	5,11	0
10Y	5,23	3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,36	-20
US 10Y	4,22	-8

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	83875,7	0,2
S&P 500	5431,6	0,0
Nikkei 225	38101,7	-1,8

Źródło: LSEG Datastream  
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

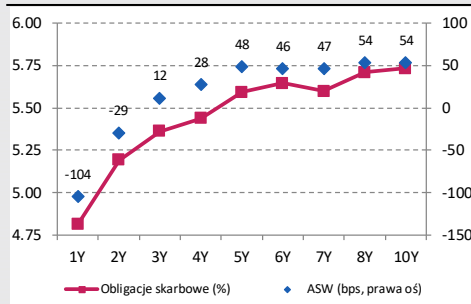
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



## Rynek krajowy

Ostatnia sesja mionego tygodnia przyniosła nawrót awersji do ryzyka na rynkach globalnych, a w konsekwencji przecenę walut rynków wschodzących, w tym złotego. Wzrost ryzyka politycznego w Europie, jaki nastąpił w poniedziałek po opublikowaniu wyników do Parlamentu Europejskiego, a przede wszystkim następstwa we Francji, przekierowały strumień kapitału w stronę bezpiecznych aktywów, w tym dolara amerykańskiego. Spadek eurodolara zwyczajowo nie sprzyja notowaniom złotego i pozostałych walut rynków wschodzących. Na wartości traciły wszystkie waluty naszego regionu, choć złoty znajdował się w czołówce najsilniej tracących walut. W ciągu dnia kurs EUR/PLN wzrósł do nawet 4,3780 tj. o blisko 3,5 grosza względem czwartkowego zamknięcia. Jeszcze silniej, bo o prawie 6 groszy wzrósł kurs USD/PLN, który na piątkowym zamknięciu notowany był na poziomie 4,10, najwyższym od połowy kwietnia. Spokojniejszy przebieg miały notowania na krajowym rynku długu, choć w trakcie piątkowej sesji nastąpił nieznaczny wzrost rentowności, pomimo zniżek rentowności na bazowych rynkach długu.

## Krajowy rynek stopy procentowej

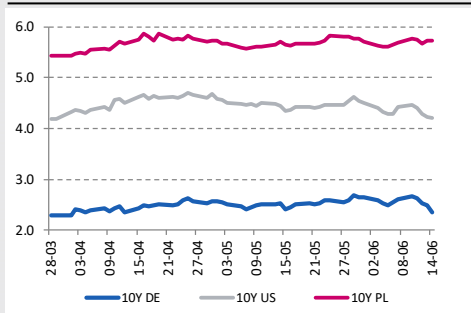


Źródło: LSEG Datastream

## Rynki zagraniczne

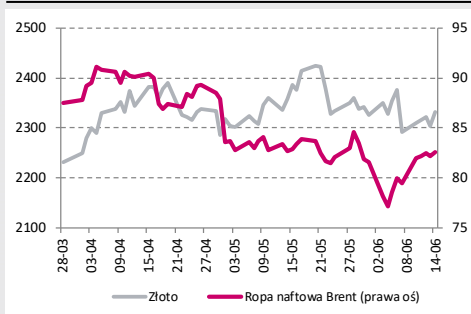
Wzrost globalnej awersji do ryzyka i wzrost niepewności co do sytuacji politycznej w części krajów strefy euro przełożył się na umocnienie dolara. Amerykańska waluta zyskiwała względem euro, co znalazło odzwierciedlenie w spadku kursu EUR/USD do 1,0670, poziomu najniższego od początku maja. Na bazowych rynkach długu piątkowa sesja przyniosła wyraźny spadek rentowności obligacji USA i Niemiec, co odzwierciedla przekierowanie kapitału w stronę bezpiecznych aktywów.

## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Źródło: LSEG Datastream

## Ceny surowców [USD]



Źródło: LSEG Datastream

## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 14 czerwca						
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Maj	2.4%	2.5%	2.5%	
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan wst.	USA	Czerwiec	69.1	65.9	72.0	
Poniedziałek 17 czerwca						
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Maj	6.7%	5.6%	6.5%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Maj	2.3%	3.7%	3.0%	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Maj	4.1%		3.8%	4.0%
Wtorek 18 czerwca						
11:00 Inflacja HICP	EZ	Maj	2.4%		2.6%	
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Czerwiec	47.1		49.9	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Czerwiec	7.25%		7.00%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Maj	0.0%		0.3%	
15:15 Produkcja przemysłowa	USA	Maj	0.0%		0.2%	
Środa 19 czerwca						
Przetarg obligacji	Polska	Czerwiec				
Czwartek 20 czerwca						
09:30 Decyzja ws. stóp procentowych	Szwajcaria	2Q	1.50%			
10:00 Przeciętne zatrudnienie r/r	Polska	Maj	-0.4%		-0.4%	-0.4%
10:00 Przeciętne wynagrodzenie r/r	Polska	Maj	11.3%		11.6%	11.2%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Maj	7.9%		1.6%	1.5%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Maj	-8.6%		-7.0%	-6.5%
13:00 Decyzja ws. stóp procentowych	UK	Czerwiec	5.25%		5.25%	
Piątek 21 czerwca						
09:30 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	Niemcy	Czerwiec	45.4		46.5	
09:30 Indeks PMI dla usług, wst.	Niemcy	Czerwiec	54.2		54.5	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	EZ	Czerwiec	47.3		48.0	
10:00 Indeks PMI dla usług, wst.	EZ	Czerwiec	53.2		53.5	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu, wst.	USA	Czerwiec	51.3		51.0	
15:45 Indeks PMI dla usług, wst.	USA	Czerwiec	54.8		53.5	
Poniedziałek 24 czerwca						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r, c.s.	Polska	Maj	4.1%		4.9%	4.2%
10:00 Produkcja budowlano-mont. r/r	Polska	Maj	-2.0%		-3.8%	-4.9%
10:00 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Czerwiec	89.3			

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet

**Millennium**  
bank