

CitiWeekly

Jak realnie silny jest złoty?

■ Ostatnie tygodnie przyniosły silne umocnienie polskiej waluty, a kurs EUR/PLN spadł o ponad 20 gr od tegorocznego szczytu do około 4,58. Jeszcze większy spadek zanotowany został na parze USD/PLN, która znajduje się obecnie blisko 35 gr poniżej najwyższego poziomu od początku roku. Nominalna aprecjacja w ostatnich tygodniach przyciąga dużo uwagi, jednak spoglądając z dłuższej perspektywy polska waluta nie wyszła z trendu spadkowego wobec euro i dolara. Przed wybuchem pandemii COVID-19 para EUR/PLN była notowana w okolicach 4,25 a USD/PLN przy 3,80.

■ Z punktu widzenia konkurencyjności gospodarki istotny jest nie tyle kurs rynkowy, co realny efektywny kurs walutowy (REER). Pokazuje on zmiany wartości złotego wobec koszyka walut głównych partnerów handlowych (stąd określenie „efektywny”) po skorygowaniu o różnice w inflacji między Polską a innymi krajami (stąd „realny”). Umocnienie REER wynika zarówno z nominalnej aprecjacji waluty jak i wyższej inflacji w kraju niż za granicą.

■ W latach 2018-2021 kurs REER skorygowany o CPI pozostawał relatywnie stabilny, nie odbiegając istotnie od średniej z tego okresu. Jak jednak pokazuje wykres 1, sytuacja zmieniła się istotnie w ostatnich miesiącach. W kwietniu notowania kursu realnego osiągnęły najwyższy (tj. najsilniejszy) poziom od ponad 10 lat, przy czym ścieżka wzrostowa rozpoczęła się wraz ze zdecydowanym wzrostem polskiego CPI wobec partnerów handlowych. Nieco inny obraz pokazuje REER deflowany PPI. Zgodnie z nim jeszcze w Q3 2022 złoty był najsłabszy od 2004 roku, ale ostatnie wyraźne umocnienie sprawiło, że w lutym PLN powrócił do poziomów notowanych dwa lata temu. W tym przypadku co prawda trudno mówić o wyjątkowej sile złotego, jednak nasze dane o REER PPI nie obejmują jeszcze marca i kwietnia, a więc okresu, który zapewne widział dalsze umocnienie kursu realnego.

■ W sumie powyższe dane pokazują, że chociaż *nominalny* kurs EUR/PLN jest wciąż na historycznie stosunkowo słabych poziomach, *realne* umocnienie było („dzięki” inflacji) znacznie większe. Jednocześnie skłania to nas do sceptycyzmu co do możliwości powrotu EUR/PLN do poziomów przedpandemicznych. Z drugiej strony warto odnotować, że nawet gdyby do takiego umocnienia miało dojść, nie musi to stanowić problemu dla eksporterów - według najnowszej ankiety NBP kurs opłacalności eksportu w przypadku EUR/PLN wynosi 4,30, a dla USD/PLN 4,00.

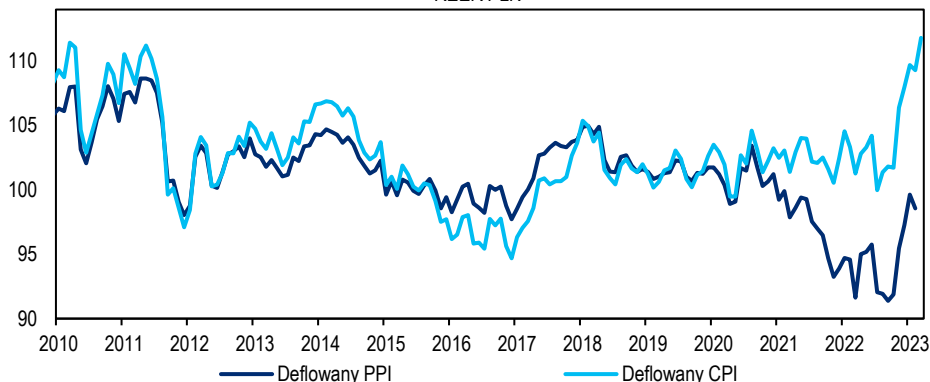
Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,67	4,10	5,25	1,14	6,75	2,50	3,55
II KW 24	4,70	4,02	5,24	1,17	6,00	2,00	-

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 18.04.2023 r. Pozostałe prognozy z 19.04.2023 r.

Wykres 1. Wysoka krajowa inflacja oznacza, że złoty realnie umocnił się znacznie bardziej niż wskazywałaby na to nominalna aprecjacja wobec walut głównych partnerów handlowych.

REER PLN



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Refinitiv.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciol@cit.com

Maciej Bącal

maciej.bacal@citi.com

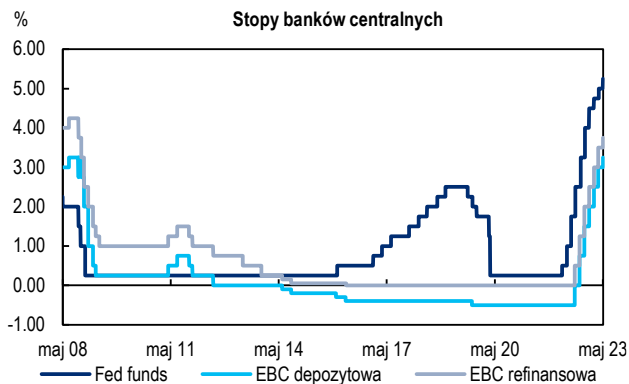
Spis treści

Nr str.

- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Fed i EBC podniosły stopy procentowe o 25 pb

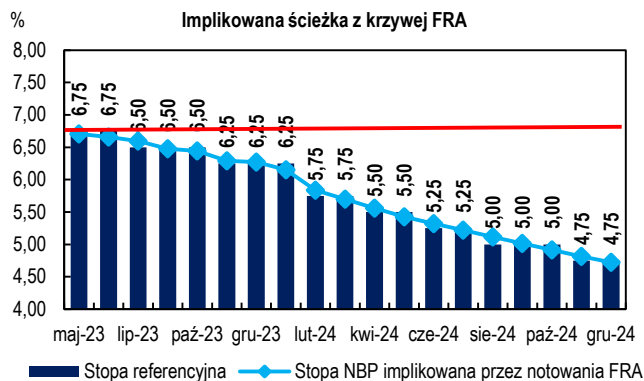


Amerykański bank centralny podwyższył stopę funduszy federalnych w maju o 25 pb do przedziału 5%-5,25%. Z komunikatu FOMC usunięto sugestię wskazującą na dalsze podwyżki stóp procentowych, sygnalizując jednocześnie, że kolejne kroki będą uzależnione od napływających danych. Wydzwięk komunikatu był gołębi, przyczyniając się do wzrostu oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych przed Fed jeszcze w tym roku. Mocny raport z rynku pracy w USA studził jednak gołębie nastroje po posiedzeniu FOMC.

Na podwyżkę stóp procentowych o 25 pb zdecydował się również EBC (stopa depozytowa: 3,25% oraz refinansowa: 3,75%). Ch. Lagarde podkreśliła jednak, że presja cenowa w strefie euro pozostaje silna, negując tym samym pogłoski o możliwej pauzie w cyklu zacieśniania polityki. EBC podjęło również decyzję o zakończeniu reinwestycji w ramach programu APP począwszy od lipca.

Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

Wykres 3. Nasila się gołębi przekaz przed posiedzeniem RPP



Oczekujemy, że na śródownym posiedzeniu RPP nie zmieni parametrów polityki pieniężnej, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 6,75%.

Krzywa FRA wskazuje na przestrzeń do obniżek stóp już we wrześniu, a do końca roku skala zmian może sięgnąć 50 pb. Takie założenie pokrywa się ze zdaniem niektórych członków RPP, którzy w swoich publicznych wypowiedziach podkreślają znaczną skalę dezinflacji w najbliższych miesiącach.

Naszym zdaniem faktyczna przestrzeń do obniżek stóp pojawi się dopiero w 2024 roku. Wysoka i lepka inflacja bazowa stanowi czynnik przemawiający za brakiem obniżek w bieżącym roku.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Refinitiv

Wykres 4. Wysokie wykorzystanie emisji obligacji poza aukcjami powinno utrzymać się w bieżącym roku



Rząd planuje przekazać blisko 7 mld PLN w formie obligacji skarbowych na dokapitalizowanie CPK. Dla porównania, w 2021 r. na potrzeby CPK wyemitowano obligacje w kwocie 2,2 mld PLN.

Od 2019 roku rząd zwiększył wykorzystanie obligacji przekazywanych różnym instytucjom państwowym. W ubiegłym roku na te potrzeby wyemitowano papiery skarbowe na kwotę ponad 25 mld PLN, co przekładało się na 20% udział w łącznej emisji hurtowej.

W tym roku przekazano już papiery o wartości nominalnej 4,6 mld PLN. Ta kwota może okazać się znacznie wyższa, gdyż ustawa budżetowa przewiduje emisję papierów wysokości do 15 mld PLN, a ustawa o budżecie zawiera wzmiankę o 20 mld PLN na potrzeby Funduszu Reprywatyzacji. W związku z tym widzimy przestrzeń do utrzymania emisji poza aukcjami na poziomie 20% w tym roku.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
09 maj WTOREK							
9:30	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	2.6	1.9	2
10 maj ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	V	6.75	6.75	6.75
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	IV	23.8	24.2	25.2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	IV	0.5	0.4	0.1
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	IV	0.4	0.3	0.1
11 maj CZWARTEK							
3:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	IV	0.5	0.3	0.7
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	IV	13.1	--	15
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	IV	0.2	0.3	-0.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	235	245	242
12 maj PIĄTEK							
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	--	-4.1	-4.6

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	690	803	922
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 624	3 068	3 366	3 690
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 858	18 107	21 101	24 262
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0
Stopa bezrobocia (%)	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,6	5,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	0,3	4,1
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,5	0,3	3,5
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,2	-0,2	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-1,1	3,6
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,5	2,9	7,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	5,5	-0,3	6,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,2	5,6
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,2	6,7
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	10,3	8,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,2	2,5	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letnich	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	6,05	5,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	4,06	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,70	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,69	4,70
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-21,4	-17,4	-17,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,1	-2,2	-1,9
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-26,0	-22,8	-23,2
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,9	391,3	435,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	364,0	414,1	458,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	37,8	43,4	48,5
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,1	-35,4	-39,3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-3,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,7	-5,6	-0,7	-2,0	-3,7	-1,5
Dług publiczny (polska metodologia)	48,3	46,4	43,2	47,5	43,8	39,4	40,1	39,1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 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. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.