

CitiWeekly

Złoty wciąż nie jest zbyt silny dla eksporterów

■ W maju porusaliśmy temat [realnego wzrostu wartości złotego](#). Realne umocnienie w dużym stopniu to efekt wysokiej inflacji, ale od tego czasu doszło również do dalszej nominalnej aprecjacji polskiej waluty w relacji do głównych walut. Na przykład kurs EUR/PLN spadł o ok. 10 groszy w pobliże poziomu 4,40, a notowania USD/PLN z poziomów powyżej 4,10 przejściowo znalazły się poniżej granicy 4,0.

■ Umocnienie złotego, oprócz pozytywnych efektów takich jak ograniczenie inflacji, może stanowić problem dla eksporterów, których sprzedaż na rynkach zagranicznych może stawać się mniej konkurencyjna. Jak wskazują [badania NBP](#), kursem granicznym przy którym polski eksport staje się nieopłacalny jest poziom 4,24 dla pary EUR/PLN (przedział ufności: 4,08-4,41), a w przypadku USD/PLN jest to 3,91 (przedział ufności: 3,67-4,14). Oznacza to, że rynkowy kurs wobec głównych walut nie przełamał dotychczas poziomu opłacalności, choć niewątpliwie „bufor konkurencyjności” zawężił się w porównaniu z poprzednimi kwartałami.

■ Wyniki ankiety NBP pokazują również, że w przychodach ze sprzedaży zagranicznej zaledwie 1,8% stanowi nieopłacalny eksport. Odsetek eksporterów, którzy raportują nieopłacalny eksport wynosi 11% i wzrósł w II kw. o 1 pp wobec I kw. tego roku, choć jednocześnie znajduje się blisko dołków z 2017 roku. Dane NBP pokazują, że historycznie eksport był najbardziej nieopłacalny na początku 2008 roku (dane od 2008 r.) kiedy 11% przychodu z eksportu było nieopłacalne.

■ Oprócz wspomnianego pozytywnego wpływu aprecjacji waluty na spadek inflacji, silniejszy złoty zwiększa również opłacalność importu. Eksporterzy mogą w tym wypadku ponosić niższe koszty towarów wykorzystywanych przy produkcji. W minionych miesiącach na sytuację po stronie kosztowej pozytywnie mógł wpływać również spadek cen surowców. W sumie powyższe czynniki zapewne pomogły złagodzić wpływ aprecjacji na aktywność eksporterów.

■ Kurs opłacalności podąża z pewnym opóźnieniem za sytuacją rynkową, dlatego ewentualne dalsze stopniowe umocnienie złotego nie musi stanowić istotnego zagrożenia dla eksporterów. Uważamy jednak, że bank centralny najprawdopodobniej nie zamierza już swoimi działaniami sprzyjać aprecjacji polskiej waluty. Zdaniem G. Masłowskiej z RPP „nadmierna aprecjacja - powyżej granicy opłacalności eksportu – byłaby ryzykiem dla gospodarki”.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 23	4,50	4,09	5,23	1,10	6,75	2,45	3,85
III KW 24	4,53	3,91	5,15	1,16	5,50	2,00	3,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 18.08.2023 r. Pozostałe prognozy z 19.07.2023 r.

Wykres 1. Pomimo ostatniego umocnienia złotego wobec euro, kurs wciąż nie przełamał bariery opłacalności.



Źródło: Citi Handlowy, NBP, Haver Analytics

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mroccka

Spis treści

Nr str.

- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Dalsza poprawa salda obrotów bieżących



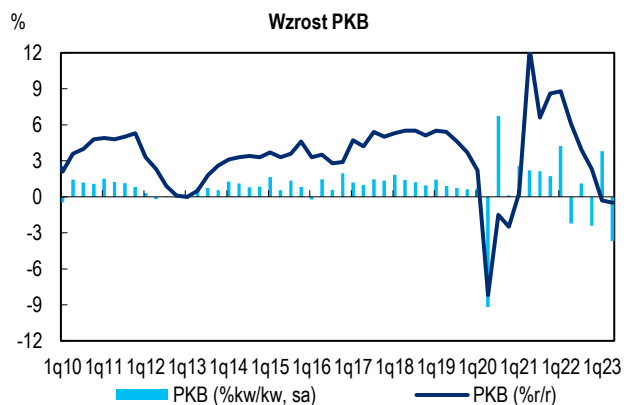
■ W czerwcu saldo rachunku bieżącego było dodatnie i wyniosło 2,432 mld EUR wobec rewizji z maja na poziomie 1,479 mld EUR. Tak pozytywny wynik jest efektem wzrostu nadwyżki w handlu usługami.

■ Czerwcowe dane ukazały słabość zarówno eksportu, jak i importu. Eksport zanotował wzrost o 1,7% r/r, a spadki odnotowano w kategoriach towarów zaopatrzeniowych, paliw oraz dóbr konsumpcyjnych (głównie odbiorniki telewizyjne, meble oraz sprzęt AGD). Z kolei wartość importu zmniejszyła się o 5,8% r/r. Jediną kategorią, w której nie odnotowano spadku były środki transportu, na które złożył się wzrost importu części motoryzacyjnych oraz samochodów osobowych.

■ Dwunastomiesięczne saldo na rachunku obrotów bieżących zmieniło się w nadwyżkę (0,1% PKB).

Źródło: Haver, NBP, szacunki Citi Handlowy

Wykres 3. Problem z odsezonowaniem



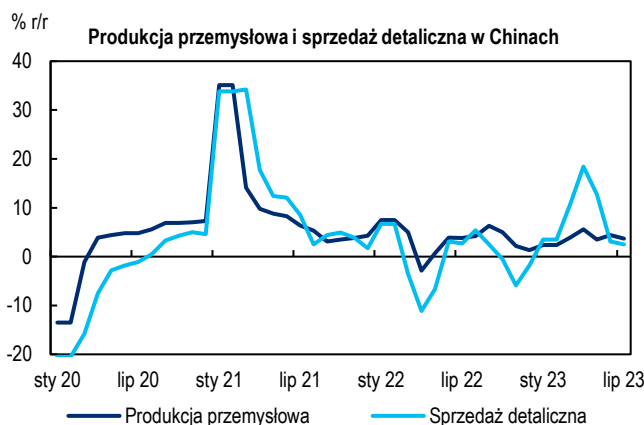
■ Według szybkiego szacunku GUS, PKB w II kwartale spadł o 0,5% r/r. Dane okazały się nieco niższe niż konsensus (-0,3%) oraz trochę mniej pesymistyczne niż nasza prognoza (-1,0%). Podejrzewamy, że głównym czynnikiem oddziałującym na spadek PKB w poprzednim kwartale była konsumpcja prywatna.

■ W ujęciu kwartalnym PKB spadł o 3,7% wobec wzrostu o 3,8% kw/kw w I kwartale. GUS wciąż nie rozwiązał problemu z właściwym wyrównaniem sezonowym danych kwartalnych. Oczekując na publikację pełnego rozbięcia danych, pozostawiamy naszą prognozę całorocznego wzrostu PKB na poziomie 0,9% r/r.

■ W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o inflacji bazowej, która w lipcu ponownie się obniżyła i wyniosła 10,6% r/r wobec 11,1% r/r w czerwcu. Odczyt ten jest najniższy od sierpnia zeszłego roku.

Źródło: Haver, GUS, Citi Handlowy

Wykres 4. Słabe dane z Chin



■ Sprzedaż detaliczna w Chinach w lipcu wzrosła zaledwie o 2,5% r/r wobec wzrostu o 3,1% r/r w czerwcu i konsensusu na poziomie 4,0% r/r. Poniżej oczekiwań okazała się również produkcja przemysłowa, która w lipcu wzrosła o 3,7% r/r (w czerwcu: 4,4%; konsensus: 4,3%).

■ Zaskoczeniem okazało się również zawieszenie publikacji chińskich danych dotyczących bezrobocia wśród młodzieży w wieku 16-24 lat. Jako powód Narodowe Biuro Statystyczne Chin podało złożoność metodologii klasyfikacji wiekowej.

■ W ostatnich dniach Ludowy Bank Chin zdecydował się na obniżkę stóp procentowych 1Y MLF, OMO oraz 1Y LPR o odpowiednio 15, 10 i 10 punktów bazowych, pozostawiając 5Y LPR na niezmiennym poziomie. Obniżanie stóp to odpowiedź na słabą sytuację w Chinach w ostatnich miesiącach (co ostatecznie potwierdziły również odczyty za lipiec) i ma na celu pobudzenie gospodarki.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 sie WTOREK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	-4,6	-3,3	-4,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VII	4,21	4,15	4,16
23 sie ŚRODA							
9:30	DE	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	VIII	40,0	38,7	38,8
9:30	DE	PMI dla usług (wstępny)	pkt	VIII	51,0	51,5	52,3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	VIII	42,0	42,5	42,7
10:00	EUR	PMI dla usług (wstępny)	pkt	VIII	50,5	50,5	50,9
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VII	--	7,8	7,9
15:45	USA	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	VIII	49,3	48,9	49,0
15:45	USA	PMI dla usług (wstępny)	pkt	VIII	51,5	52,5	52,3
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	VII	0,702	0,707	0,697
24 sie CZWARTEK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VII	5,0	5,0	5,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	VII	-4,1	-4,0	4,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	235	240	239
25 sie PIĄTEK							
08:00	DE	PKB - finalny odczyt	% kw/kw	2Q	0,0	0,0	-0,1
10:00	DE	Indeks oczekiwań Ifo	pkt	VIII	84,0	83,8	83,5
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	VIII	--	71,2	71,2

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	682	692	819	947
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,392	3,668
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,526	24,910
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	6,9	5,1	0,9	3,0
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	4,4	0,2
Konsumpcja (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	-0,5	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	-1,1	4,5
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	1,9	5,4
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-2,7	6,8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	7,2	5,8
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,9	5,9
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	12,4	9,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,7	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	6,25	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,44	5,26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,50	5,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,93	3,85
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,14	3,87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,50	4,56
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,56	4,52
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	-8,0	-17,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	-1,0	-1,9
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	-16,8	-27,1
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	388,2	430,1
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	404,9	457,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	46,9	52,7
Saldo dochodów pierwotnych	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-35,3	-39,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-4,8
Saldo pierwotne sektora	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,3	-3,7	-2,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,3	41,6

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 Trzciolek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażyстка

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 jedyne 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.