

CitiWeekly

Czy interwencja słowna wystarczy aby wzmocnić złotego?

- Zaskakująco wysoka obniżka stóp procentowych (aż o 75 pb) przez Radę Polityki Pieniężnej stała się przyczyną osłabienia kursu złotego. Para EUR/PLN od zamknięcia 5 września (dzień przed decyzją RPP) przesunęła się z okolic poziomu 4,48 zauważalnie w górę w kolejnych dniach, notując szczyt powyżej poziomu 4,68 (12 września).
- Podczas konferencji prasowej, prezes NBP podkreślał, że kurs złotego jest płynny, a bank nie zamierza interweniować na rynku walutowym. Słowna interwencja przyszła ze strony prezesa PFR, który wskazał przedział 4,40–4,60 jako optymalny dla złotego wobec euro. Jednocześnie P. Borysa stwierdził, że możliwa jest stabilizacja waluty poprzez zarządzanie jej płynnością.
- Zmiana kursu polskiej waluty w interwałach dziennych przeważnie jest skorelowana z wydarzeniami globalnymi, które w uproszczeniu są widoczne w notowaniach kursu euro do dolara i cen akcji na amerykańskiej giełdzie (indeks S&P 500), a także powiązane z notowaniami walut z regionu Europy Środkowo-Wschodniej, czyli korony i forinta. Nasza analiza wskazuje, że osłabienie z 6 września (decyzja RPP) oraz umocnienie z 13 września (wypowiedź P. Borysa) zauważalnie odbiegały od oczekiwanej modelowej zmiany kursu EUR/PLN (wykres 1).
- Wśród narzędzi do zarządzania płynnością PFR już w zeszłym roku wymieniał bazę w swapach walutowych. W październiku ubiegłego roku 1Y basis swap wobec euro notowany był powyżej 280 pb, co odzwierciedlało silny niedobór złotego na rynku. Wzrost bazy w ostatnich dniach mógł wynikać nie tylko z działań PFR, ale też wyższej premii za ryzyko, na co wskazuje szeroki spread obligacji wobec kontraktów IRS. Ponadto Ministerstwo Finansów może powrócić do aktywniejszej wymiany środków ze swojego rachunku walutowego (7,6 mld EUR na koniec sierpnia).
- Naszym zdaniem presja na osłabienie złotego będzie się utrzymywała, co może prowadzić do testu poziomu 4,70 przed końcem roku. Uważamy, że ujemne realne stopy procentowe w Polsce w połączeniu z dalszymi obniżkami stóp procentowych będą tworzyły negatywne środowisko dla złotego. Wśród czynników, które w krótkim terminie mogą przeciwdziałać umocnieniu PLN znajduje się kampania wyborcza oraz relacje z UE. Nowe obietnice przedwyborcze rodzą ryzyko zwiększenia i tak już wysokiego deficytu fiskalnego. Z drugiej strony Polska wciąż nie otrzymuje środków z unijnego Funduszu Odbudowy, a według doniesień prasowych narasta ryzyko opóźnienia w napływie środków również z nowej perspektywy budżetowej na lata 2021-2027.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

+48-22-657-7750
arkadiusz.trzciotek@citi.com

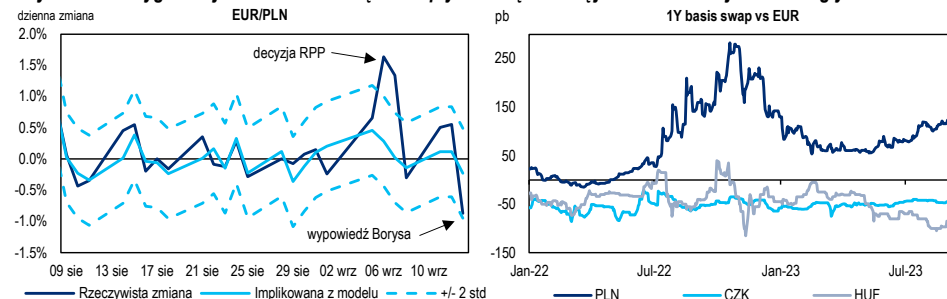
Zuzanna Mroccka

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,70	4,39	5,40	1,07	5,50	2,25	3,65
IV KW 24	4,59	4,10	5,28	1,12	5,00	2,00	3,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 13.09.2023 r. Pozostałe prognozy z 19.07.2023 r.

Wykres 1. Zmiany złotego w ostatnich dniach istotnie odbiegały od wycen wynikających z notowań innych aktywów. PFR sygnalizuje możliwość zarządzania płynnością złotową jak to miało miejsce w ubiegłym roku.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Refinitiv modelowa zmiana EUR/PLN wyjaśniana przez zmiany EUR/USD, S&P 500, EUR/CZK i EUR/HUF.

Spis treści

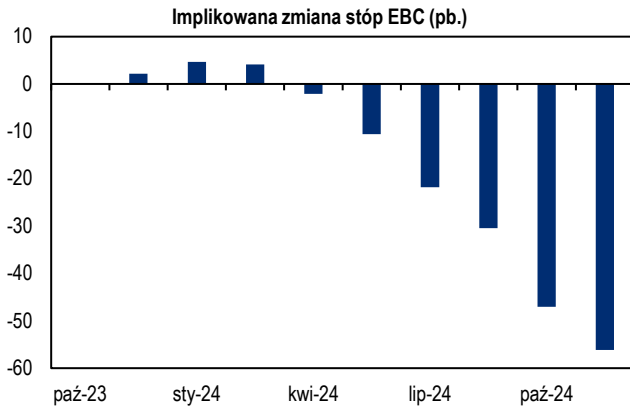
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 3
- 4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Koniec podwyżek stóp procentowych w strefie euro?



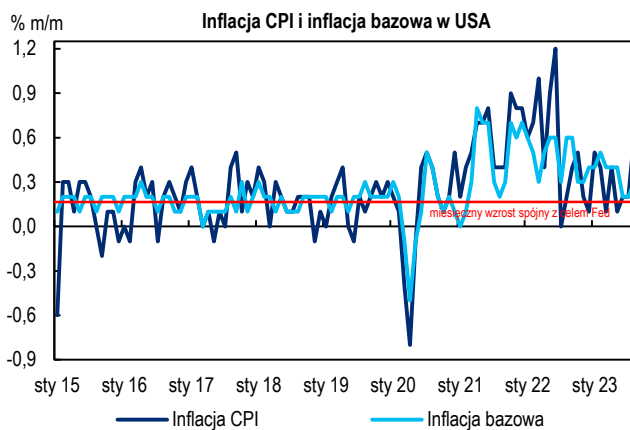
■ We wrześniu Europejski Bank Centralny zdecydował się na podwyżkę stóp procentowych o 25 pb doprowadzając stawkę refinansową do poziomu 4,50% oraz depozytową do 4,00%. Decyzja została jednak odebrana jako „gołębia” podwyżka, gdyż Bank napisał w komunikacie, że osiągnięty został poziom stóp, którego utrzymanie powinno pozwolić na powrót inflacji do celu. Wcześniej EBC twierdziło, że decyzję będą dążyły do ustalenia dostatecznie restrykcyjnego poziomu stóp, który pozwoli na osiągnięcie celu.

■ Nowe projekcje EBC zakładają nieco wyższą inflację w tym i przyszłym roku niż widziano to w czerwcu, ale jednocześnie obniżone zostały prognozy dla wzrostu gospodarczego.

■ Kurs EUR/USD zanotował spadek poniżej poziomu 1,07 co odzwierciedla zarówno wydźwięk „gołębiej” podwyżki EBC jak i gorsze w ostatnim czasie dane makroekonomiczne w strefie euro wobec USA.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Podwyżka dopiero w listopadzie?



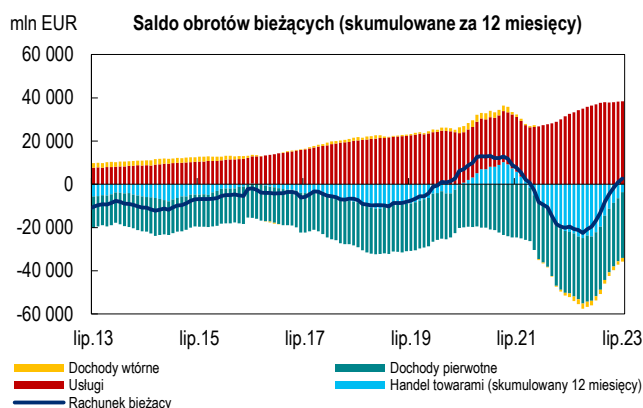
■ Inflacja w Stanach Zjednoczonych w sierpniu wzrosła o 0,63% m/m (prognoza Citi: 0,62%), głównie za sprawą wzrostu cen paliw. Inflacja bazowa z kolei wzrosła o 0,28% m/m, częściowo dzięki podwyżce cen biletów lotniczych.

■ Wyzwaniem dla Fedu jest uparcie silna inflacja bazowa usług z wyłączeniem cen schronienia. Rynek pracy pozostaje historycznie napięty, co napędza wzrost płac przekraczający 4%, czyli zbyt szybki by był spójny z inflacją na poziomie 2%. Rynek pracy musiałby się rozluźnić, a popyt na usługi osłabnąć, aby ostudzić inflację w tej kategorii.

■ Oczekujemy, że Fed nie podwyższy stóp procentowych we wrześniu. Spodziewamy się podniesienia stóp o 25 pb dopiero w listopadzie, a następnie koncentracji na komunikowaniu, że stopy pozostaną wyższe przed dłuższy czas, dopóki inflacja wyraźnie nie powróci do 2% celu.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 4. Dalsze osłabienie importu



■ W lipcu saldo na rachunku bieżącym ponownie okazało się dodatnie i wyniosło 0,566 mld EUR, czyli poniżej odczytu z czerwca (nadwyżka 2,431 mld EUR) oraz oczekiwań (konsensus: 1,275 mld EUR; Citi: 1,464 mld EUR). Dwunastomiesięczne skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących ponownie było dodatnie i wyniosło 0,3% PKB.

■ Lipiec był kolejnym miesiącem z rzędu, w którym saldo obrotów towarowych zanotowało nadwyżkę i wyniosło 1,068 mld EUR. Dodatni bilans był przede wszystkim wynikiem dalszego osłabiania się importu, którego wartość w ujęciu rocznym zmniejszyła się o 8,9% r/r. NBP podaje, że obecnie saldo poprawia się głównie w wyniku znacznego spadku importu paliw oraz towarów zaopatrzeniowych. Z kolei eksport wzrósł o 1,3% r/r, duże wzrosty sprzedaży ponownie odnotowali eksporterzy części motoryzacyjnych.

Źródło: Haver, NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 wrz PONIEDZIAŁEK							
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	VIII	1,3	--	1,4
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VIII	10,0	10,0	10,6
19 wrz WTOREK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VIII	5,3	5,3	5,3
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	VIII	1,447	1,440	1,452
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	VIII	1,436	1,448	1,442
20 wrz ŚRODA							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VIII	0,2	0,1	0,1
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-1,0	-1,7	-2,7
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	VIII	--	-2,6	-1,7
10:00	PL	Płace	% r/r	VIII	12,3	11,8	10,4
20:00	USA	Decyzja Fed	%	IX	5,25-5,5	5,25-5,5	5,25-5,5
21 wrz CZWARTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	-4,5	-3,9	-4,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	222	--	220
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IX	--	0,4	12,0
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	-16,5	-15,0	-16,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VIII	4,18	4,10	4,07
22 wrz PIĄTEK							
9:30	DE	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	IX	40,2	39,5	39,1
9:30	DE	PMI dla usług (wstępny)	pkt	IX	46,5	47,5	47,3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	IX	43,7	43,5	43,5
10:00	EUR	PMI dla usług (wstępny)	pkt	IX	47,0	47,8	47,9
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VIII	--	7,4	8,0
15:45	USA	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	IX	48,2	47,9	47,9
15:45	USA	PMI dla usług (wstępny)	pkt	IX	52,1	--	50,5

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	789	848
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,355	3,640
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	20,721	22,316
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	0,1	3,3
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	7,9	0,7
Konsumpcja (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	1,1	4,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	-0,2	5,1
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-1,9	3,7
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-6,3	5,3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,8	6,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,6	6,3
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,4	10,0
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	5,50	5,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,69	5,13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,75	5,45
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	4,38	4,10
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,25	4,29
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,70	4,59
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,61	4,64
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	10,0	2,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	1,3	0,3
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	6,5	1,6
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	357,2	376,3
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	350,6	374,7
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	41,7	44,4
Saldo dochodów pierwotnych	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-36,3	-41,1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,8	-4,8
Saldo pierwotne sektora	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,9	-2,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	41,3	42,0

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 Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroczka

Stażystka

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 twórcą 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.