

CitiWeekly

Niewidzialna ręka na walutowym rynku

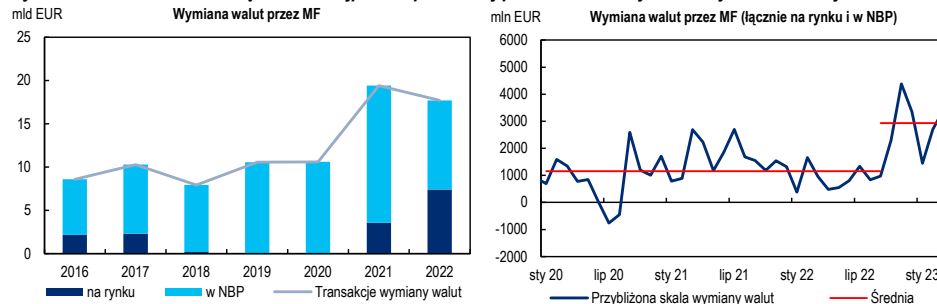
- Umocnienie złotego w ostatnich tygodniach przyciągało dużo uwagi. Niedawno poruszaliśmy kwestię [kursu realnego](#) polskiej waluty, jednak nominalny spadek pary EUR/PLN nawet poniżej poziomu 4,50 (korekta z ostatnich dni częściowo zanegowała ten ruch), a więc mocniej niż innych walut CEE, rodzi pytanie czy Ministerstwo Finansów wymieniało waluty bezpośrednio na rynku.
- W ostatnich dniach MF opublikowało roczne zestawienie transakcji na rynku walutowym. Wynika z niego, że w 2022 roku resort finansów wymienił w banku centralnym około 60% walut obcych, a więc znacznie mniej niż w dwóch poprzednich latach (80%-100%). Z kolei na rynku wymieniono w sumie równowartość 7,4 mld EUR, które pochodziły przede wszystkim z transferów otrzymywanych z budżetu Unii Europejskiej, emisji obligacji w walutach obcych oraz pożyczek zagranicznych.
- Uwzględniając wspomniane wpływy i porównując je z rzeczywistymi zmianami na rachunku walutowym MF, można sprawdzić jakie kwoty zostały wymienione na złote i dlatego nie znajdują się już na rachunku Ministerstwa. W przeszłości szacunki te dobrze zgadzały się z oficjalnymi (rocznymi) danymi publikowanymi przez MF.
- Według naszych szacunków (wykres 1) w okresie od października 2022 roku do marca br. resort finansów najprawdopodobniej wymieniał na rynku znacznie więcej środków niż to miało miejsce w poprzednich miesiącach (średnio 2-3x więcej). W samym pierwszym kwartale bieżącego roku w sumie wymienione mogło być ponad 7 mld euro. Powyższa suma uwzględnia zarówno wymianę na rynku, jak i w NBP. Niemniej wnosząc z zachowania rezerw walutowych w pierwszych trzech miesiącach skala wymiany w NBP zapewne była niewielka, a większość walut została wymieniona na rynku. Biorąc to wszystko pod uwagę sądzimy, że w pierwszych trzech miesiącach roku działalność Ministerstwa Finansów mogła być istotnym czynnikiem stabilizującym złotego.
- Wyraźne umocnienie złotego rozpoczęło się w kwietniu i najbardziej interesujące będzie to, w jakim stopniu ruch ten był wspierany przez operacje wymiany walut. Na razie taka ocena nie jest w pełni możliwa, ponieważ niezbędne dane zostaną opublikowane dopiero za dwa tygodnie. Wiemy tylko, że w kwietniu znacznie wzrosły rezerwy walutowe NBP, co sugerowałoby, że wymiana walut w pewnym stopniu nastąpiła w banku centralnym. Niemniej jeżeli kwiecień był miesiącem znacznego napływu funduszy, nie wyklucza to możliwości operacji na rynku FX. Na lepszą ocenę będzie trzeba poczekać do początku czerwca.

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 Bondów 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. W ostatnich miesiącach MF najprawdopodobniej pozostawało aktywne na rynku walutowym.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane MF.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciotek@citi.com

Maciej Baçal

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

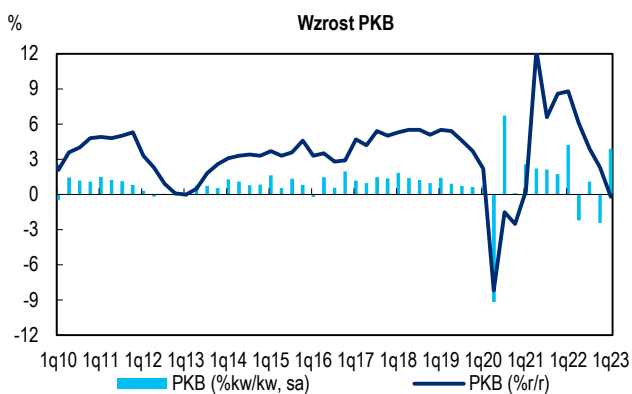
Wykres 2. Oczekujemy pogłębienia się spadków sprzedaży detalicznej w kwietniu



- Według naszych szacunków w kwietniu sprzedaż detaliczna prawdopodobnie spadła o 8,2% r/r, pogłębiając tym samym swój spadek z marca (-7,3% r/r).
- Kwietniowym danymi o aktywności konsumentów, podobnie jak miesiąc wcześniej, ciężać będzie wysoka baza porównawcza związana z ubiegłorocznym napływem uchodźców z Ukrainy i ich wzmożonymi zakupami.
- Biorąc pod uwagę silny nominalny wzrost płac i prawdopodobny spadek inflacji, spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach wzrost realnych dochodów powinien sprzyjać poprawie wyników sprzedaży detalicznej.

Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

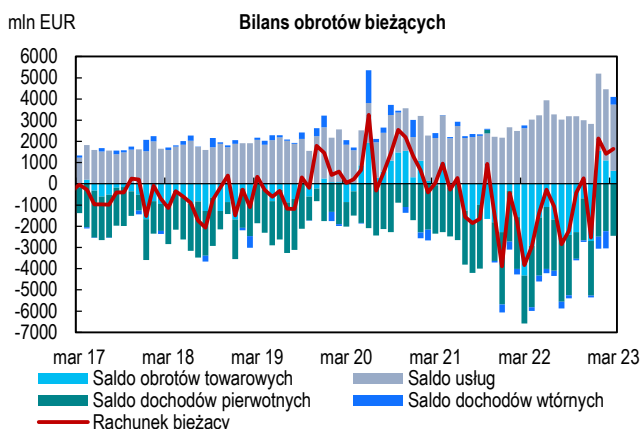
Wykres 3. Zaskakująco dobre dane o PKB w I kwartale roku



- PKB w Polsce w I kw. tego roku spadło o 0,2% r/r, co było wynikiem zdecydowanie lepszym niż nasze (-1,9%) oraz rynkowe oczekiwania (konsensus: -0,8%). Początek roku okazał się mniej pesymistyczny niż wskazywałyby to dane miesięczne, zwłaszcza w przypadku sprzedaży detalicznej, która sugerowała na spadek spożycia prywatnego w Q1.
- Polska uniknęła technicznej recesji w I kw. gdyż w ujęciu odsezonowanym wzrost wyniósł 3,9% kw/kw wobec -2,3% w IV kw. ubiegłego roku. Uważamy, że w pierwszy kwartał stanowił tegoroczny dołek, gdyż oczekujemy poprawy popytu wraz ze wzrostem wynagrodzeń realnych wynikających ze spadku dynamiki inflacji. Mocne dane kwartalne rodzą ryzyka w górę dla naszej całorocznej prognozy wzrostu PKB na poziomie 0,3%, która mogłaby osiągnąć nawet 1%. Nie decydujemy się jednak jeszcze na rewizję prognoz oczekując na publikację źródeł wzrostu PKB (31 maja).

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Refinitiv

Wykres 4. Trzeci miesiąc z rzędu z nadwyżką na rachunku obrotów bieżących



- W marcu nadwyżka na rachunku obrotów bieżących powiększyła się do 1,64 mld € z 1,41 mld € w lutym (po rewizji z 2,59 mld €), plasując się jednak poniżej naszych szacunków i oczekiwań rynkowych.
- Import towarów zmniejszył się w marcu o 3% r/r, przy jednoczesnym wzroście eksportu o 15% r/r. Na poprawę salda obrotów towarowych cały czas korzystnie wpływa wygasanie negatywnych tendencji terms-of-trade, spowodowanych spadkiem cen surowców. Dodatkowym czynnikiem wspierającym jest wysoka dynamika eksportu napędzana w głównej mierze przez sprzedaż w branży motoryzacyjnej.
- Pomimo niekorzystnej rewizji danych, skumulowany dwunatomiesięczny deficyt na rachunku obrotów bieżących zawężał się w marcu do około 1,2% PKB w porównaniu z 2% PKB miesiąc wcześniej.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

| Godz. Publikacji | Kraj | Informacja | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|------------------------|-----------|------------------------------|--------------------------------|------------|---------------|-------------------|--------------------|
| 23 maj WTOREK | | | | | | | |
| 9:30 | DE | PMI dla przemysłu | pkt | V | 44.3 | 45 | 44.5 |
| 9:30 | DE | PMI dla usług | pkt | V | 54.5 | 55.3 | 56 |
| 10:00 | EUR | PMI dla przemysłu | pkt | V | 46 | 45.9 | 45.8 |
| 10:00 | EUR | PMI dla usług | pkt | V | 54.5 | 55.3 | 56 |
| 10:00 | PL | Sprzedaż detaliczna | % r/r | III | -8.2 | -8 | -7.3 |
| 10:00 | PL | Produkcja budowlana | % r/r | III | 3.6 | 1.8 | -1.5 |
| 14:00 | HU | Decyzja MNB | % | V | 13 | 13 | 13 |
| 15:45 | USA | PMI dla przemysłu | pkt | V | 50.3 | 50 | 50.2 |
| 15:45 | USA | PMI dla usług | pkt | V | 51.8 | 52.6 | 53.6 |
| 24 maj ŚRODA | | | | | | | |
| 10:00 | DE | Indeks Instytutu Ifo | pkt | V | 93.3 | 93 | 93.6 |
| 14:00 | PL | Podaż pieniądza | % r/r | IV | -- | 6.5 | 6.5 |
| 25 maj CZWARTEK | | | | | | | |
| 10:00 | PL | Stopa bezrobocia | % r/r % kw/kw | IV | -- | 5.3 | 5.4 |
| 14:30 | USA | PKB | ann | 1Q | -- | 1.1 | 2.6 |
| 14:30 | USA | Liczba nowych bezrobotnych | tys. | tyg. | 235 | 249 | 242 |
| 26 maj PIĄTEK | | | | | | | |
| 14:30 | USA | Deflator PCE | % m/m | IV | 0.4 | 0.3 | 0.1 |
| 14:30 | USA | Dochód osobisty | % m/m | IV | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| 14:30 | USA | Konsumpcja osobista | % m/m | IV | 0.4 | 0.4 | 0 |
| 16:00 | USA | Indeks Uniwersytetu Michigan | pkt | V | -- | 58 | 57.7 |

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, pieniądz 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 Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@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 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.