

## Citi Weekly

### MF wymienia waluty, ale nie na rynku

- Czerwiec był kolejnym miesiącem w którym stan na rachunku walutowym Ministerstwa Finansów wyraźnie się skurczył. W ciągu ostatnich dwóch miesięcy spadek ten wyniósł łącznie prawie 5,2 mld euro, co w ujęciu historycznym jest pokaźną zmianą. Ponieważ w tym samym czasie nie były zaplanowane istotne płatności walutowe, spadek depozytów wskazuje na to, że MF dokonywało zamiany walut na złote. Część uczestników rynku wskazywała na te transakcje MF jako jeden z czynników, który mógł odpowiadać za umocnienie złotego. Naszym zdaniem taka interpretacja jest jednak błędna.

- Co do zasady MF może wymieniać waluty albo bezpośrednio na rynku, albo w banku centralnym. Tylko w tym pierwszym przypadku operacje walutowe mają wpływ na kurs złotego, prowadząc do jego umocnienia. Według naszych szacunków Ministerstwo rzeczywiście dokonywało zamiany walut, jednak najprawdopodobniej nie przeprowadzało tych transakcji na rynku walutowym. Co prawda MF i NBP nie publikują na bieżąco danych o przeprowadzanych operacjach, ale można je oszacować na podstawie danych o płynności sektora bankowego oraz informacji o wpływach i płatnościach walutowych budżetu.

- Model wykorzystujący powyższe dane (Wykres 1) sugeruje, że w ciągu ostatnich dwóch miesięcy NBP skupił od MF (lub innych instytucji rządowych) około 5 mld euro, co w sumie odpowiada mniej więcej łącznej kwocie wymienianej przez Ministerstwo. Przez ostatnie lata szacunki te dobrze pokrywały się z rzeczywistymi operacjami NBP (o tych ostatnich bank informuje jednak z dużym opóźnieniem). Można więc przypuszczać, że model dobrze pokazuje zachodzące zmiany. Skoro przewalutowanie nastąpiło głównie w banku centralnym, nie mogło ono mieć istotnego wpływu na notowania złotego.

- Sposób dokonywania wymiany walutowej wskazuje, że Ministerstwu Finansów nie zależy na umacnianiu złotego. Również ubiegłotygodniowe [komentarze](#) szefa resortu sugerują, że MF uważa silnego złotego za zagrożenie dla eksporterów. Te obawy wydają się uzasadnione choćby tym, że w ciągu ostatnich 2-3 lat złoty odnotował znaczne umocnienie w ujęciu realnym (tj. po uwzględnieniu wzrostu kosztów pracy), które stawia PLN w ścisłej czołówce walut rynków wschodzących. Nawet jeżeli dotąd aprecjacja nie doprowadziła do spadku udziału polskiego eksportu w światowym rynku, skala zmian była na tyle duża, że trudno przejść nad nią do porządku dziennego. Biorąc to wszystko pod uwagę spodziewamy się, że MF wciąż będzie starać się przewalutować fundusze unijne poza rynkiem. Można również oczekiwać, że w przypadku powrotu presji aprecjacyjnej przedstawiciele rządu mogą nasilić interwencje werbalne.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

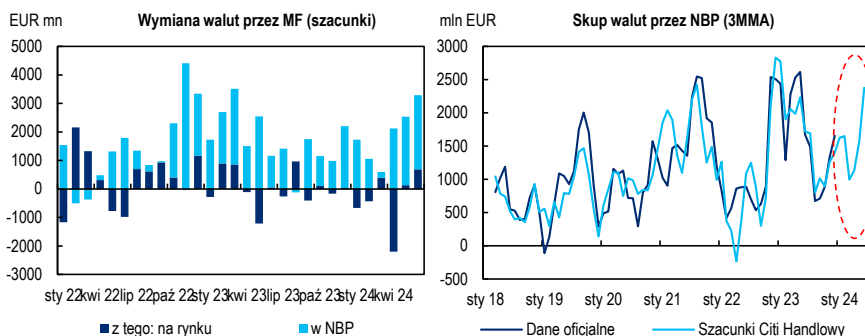
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**

aleksandra.siuzdak@citi.com

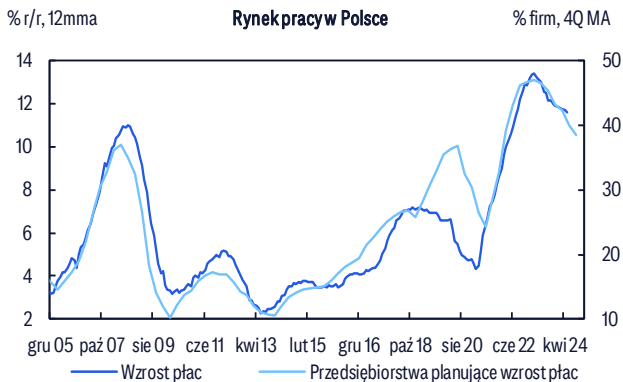
**Wykres 1. Ministerstwo Finansów wymienia waluty na złote, ale dokonuje tego głównie w banku centralnym, a nie na rynku.**



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane MF, NBP.

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Wzrost wynagrodzeń i presja płacowa słabną

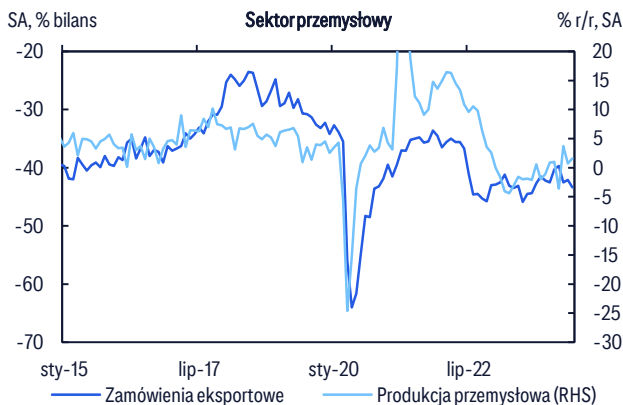


Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP

- W czerwcu płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 11% r/r, wobec 11,4% w maju. Co istotniejsze, miesięczne wzrosty wynagrodzeń (oczyszczone z sezonowości) wytracają swój impet, a ostatnia ankieta NBP przeprowadzona wśród polskich firm sugeruje osłabienie presji na wzrost płac. Biorąc to pod uwagę, spodziewamy się, że wzrost wynagrodzeń będzie stopniowo przesuwiał się w kierunku 10% r/r w drugiej połowie roku.

- Jeżeli chodzi o płace realne (a więc skorygowane o inflację), ich wzrost w czerwcu osiągnął poziom 8,2% r/r. Oczekujemy, że tempo wzrostu będzie wytracało swoją dynamikę z powodu wyższych cen energii i obniży się do poziomu 5%-6% pod koniec roku. Z kolei czerwcowy spadek zatrudnienia (-0,4% r/r) był łagodniejszy niż w maju i jak dotąd nie zaobserwowaliśmy sygnałów wskazujących na istotny wzrost stopy bezrobocia.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa nieco przyspieszyła

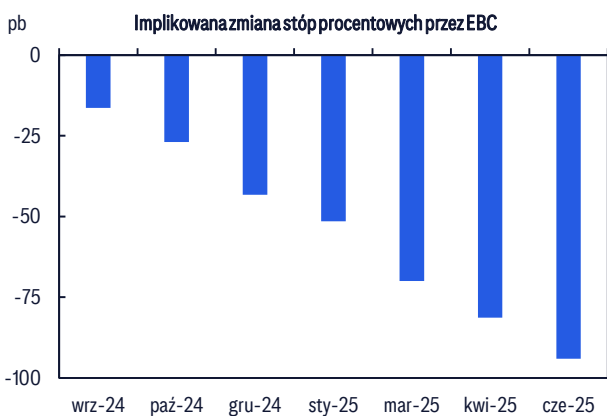


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Wbrew oczekiwaniom (Citi: -1,7% r/r; konsensus: -1,3%), produkcja przemysłowa w czerwcu wzrosła o 0,3% r/r z -1,6% miesiąc wcześniej. Poprawa nie wynika z efektów kalendarzowych (czerwiec w bieżącym roku miał mniej dni roboczych niż w ubiegłym roku), o czym świadczy choćby fakt, że po odsezonowaniu produkcja wzrosła o 1,3% m/m.

- W całym II kw. produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 2,2% r/r, co oznacza poprawę w relacji do 0,2% osiągniętego w I kw. Dotychczas publikowane dane wskazują, że wzrost gospodarczy prawdopodobnie przyspieszył z 2% r/r w I kw, a nasza prognoza na poziomie 3,1% nie wydaje się zanadto optymistyczna. Czynnikiem, który nieco studzi nasz optymizm wobec dalszej poprawy w polskim sektorze przemysłowym jest [niski popyt](#) z zagranicy widoczny w poziomie zamówień eksportowych.

Wykres 4. Kolejna obniżka prawdopodobnie we wrześniu



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Zgodnie z oczekiwaniami, po czerwcowej obniżce stóp procentowych Europejski Bank Centralny w lipcu już nie zdecydował się na kolejny ruch w polityce pieniężnej. Stopa depozytowa pozostała na poziomie 3,75%.

- Przekaz płynące z komunikatu EBC oraz konferencji prasowej odczytujemy jako neutralny. O ile EBC wciąż wyraża obawy o „lepkość” inflacji, to takie wnioski bazują przede wszystkim na wzrostach cen z przeszłości. Z kolei czynniki wybiegające w przyszłość, oparte na sytuacji na rynku pracy wskazują na zmniejszającą się presję płacową. Ponadto niepodnoszone na razie przez EBC kwestie związane ze słabością europejskiego przemysłu, czy zamieszaniem politycznym we Francji mogą naszym zdaniem tworzyć przestrzeń do przyszłych cięć stóp. Biorąc to pod uwagę, oczekujemy, że we wrześniu EBC obniży stopy procentowe o 25 pb.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>22 lip</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VI	--	--	8,0
<b>23 lip</b> <b>WTOREK</b>							
14:00	HU	Decyzja MNB	%	VII	6,75	6,75	7,00
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	VII	-13,8	-13,5	-14
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VI	3,94	3,96	4,11
<b>24 lip</b> <b>ŚRODA</b>							
9:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VII	44,0	44,3	43,5
9:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VII	52,8	53,5	53,1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VII	45,4	46,1	45,8
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VII	52,4	53,0	52,8
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VII	51,5	--	51,6
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VII	55,3	--	55,3
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	VI	0,644	0,640	0,619
<b>25 lip</b> <b>CZWARTEK</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	VII	89,0	89,0	88,6
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VI	-0,4	0,5	0,1
14:30	USA	PKB - wstępny odczyt	% kw/kw	Q2	1,4	1,7	1,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	239	--	243
<b>26 lip</b> <b>PIĄTEK</b>							
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VI	0,4	0,3	0,2
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	VI	0,2	0,2	0,1
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VI	0,1	0,1	0,0
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	VII	--	--	66

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	910	998
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,632	3,936
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,268	21,487	24,254	26,689
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,9	5,0
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	-1,8	6,6
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	6,0	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	5,4	3,9
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	2,2	5,7
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,2	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,9	4,6
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	7,8
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,00	3,86
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,99	3,94
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,25	4,32
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,27	4,29
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	398,1	431,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	396,4	434,1
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,8	49,0
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,0
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,1	-5,4	-4,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,2	-3,2	-1,6
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	41,8	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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

### Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista  
+48 (22) 657-7750  
[arkadiusz.trzciolok@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolok@citi.com)

### Aleksandra Siuzdak

Stażystka  
[aleksandra.siuzdak@citi.com](mailto:aleksandra.siuzdak@citi.com)

## Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska  
Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:  
[poland.research@citi.com](mailto: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.