

## CitiWeekly

## Stabilizacja w eksporcie, ale bez funduszy z KPO

■ Dane o bilansie płatniczym przynoszą nadzieję na stabilizację w handlu zagranicznym. Eksport towarów wzrósł w czerwcu wyraźnie szybciej niż przewidywano (25,8% r/r vs. 21,7%), podczas gdy dynamika importu (31,5%) nie odbiegała istotnie od prognoz rynkowych. Podobną co do skali i kierunku niespodziankę odnotowano już miesiąc wcześniej, co w sumie pozwala traktować nowe dane jako w miarę wiarygodny sygnał stabilizacji w eksporcie. W rezultacie deficyt w rachunku obrotów bieżących wyniósł w czerwcu 1,5 mld euro i był znacznie niższy od oczekiwań (-2,5 mld euro).

■ Pomimo ogólnie pozytywnego wydźwięku danych o handlu zagranicznym, dostrzegamy kilka kwestii zasługujących na szczególną uwagę. Po pierwsze, dane wskazują na osłabienie eksportu dóbr trwałego użytku (odbiorniki TV, sprzęt AGD, meble), co stanowi namacalny dowód świadczący o słabości popytu w strefie euro. Ponieważ okres słabości może jeszcze potrwać (spodziewamy się 2% recesji w Niemczech w 2023 r.), na pełne odbicie w eksporcie będzie trzeba poczekać dłużej. Po drugie, dane NBP sugerują, że obecna relatywna siła eksportu jest związana ze znacznie większą sprzedażą do Ukrainy paliw oraz samochodów używanych. Z czasem większy eksport pojazdów w kierunku wschodnim będzie zapewne wymagał zwiększenia importu z Europy Zachodniej, co ograniczy poprawę w saldzie handlowym.

■ W kontekście kursu złotego niepokojące jest stopniowe pogarszanie się salda w rachunku kapitałowym. Skumulowane saldo tego rachunku systematycznie spada, odzwierciedlając niewielki napływ funduszy unijnych do Polski. Przewidywania zaprezentowane w lipcowej projekcji NBP wskazują co prawda na możliwość istotnego wzrostu wykorzystania funduszy UE w kolejnych kwartałach, jednak ma to być związane z napływem w ramach KPO.

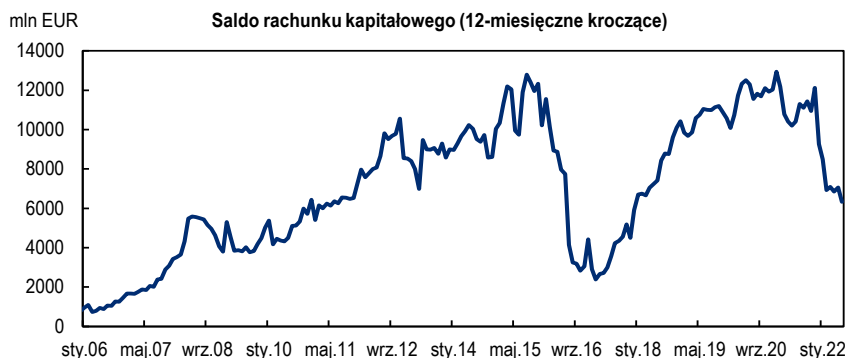
■ Naszym zdaniem wydarzenia ostatnich dni (ponowne nasilenie się sporu między Polską a Komisją Europejską) sugeruje jednak, że znaczny napływ funduszy wynikających z KPO jest mało prawdopodobny. Na tym etapie najbardziej prawdopodobne wydaje się założenie, że fundusze z KPO (24 mld euro z samych grantów) nie trafią do Polski w latach 2022-2023. W praktyce oznacza to, że finansowanie deficytu w rachunku bieżącym może wymagać napływu mniej stabilnego kapitału, wymuszając osłabienie złotego.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

|           | €/zł | \$/zł | £/zł | €/€  | NBP  | 10L Bund | 10L Treasuries |
|-----------|------|-------|------|------|------|----------|----------------|
| III KW 22 | 4,79 | 4,84  | 4,94 | 0,99 | 7,00 | 1,30     | 3,45           |
| III KW 23 | 4,68 | 4,37  | 4,59 | 1,07 | 7,50 | 1,50     | 3,30           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 16.08. Pozostałe prognozy z 22.07.2022 r.

Wykres 1. Brak funduszy unijnych (RRF) może pogłębić spadek salda kapitałowego, wywierając presję na osłabienie PLN



Źródło: NBP, Citi Handlowy

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

## Spis treści

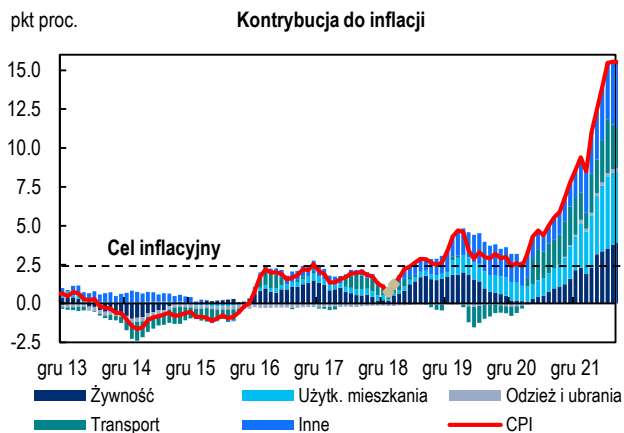
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

## Nr str.

- 1
- 2
- 4
- 5

## Tydzień w wykresach

**Wykres 2. Inflacja osiągnęła 15,6% w lipcu**

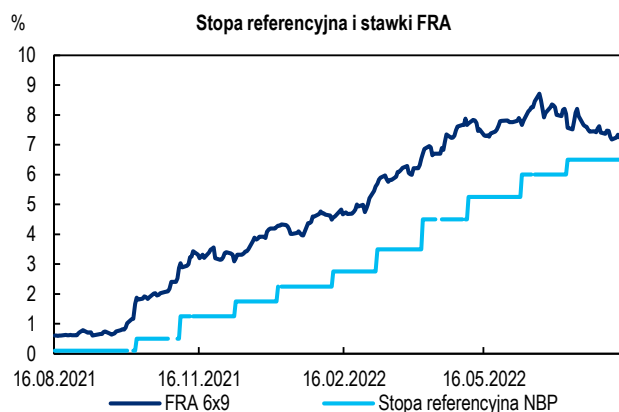


Źródło: GUS, Citi Handlowy

■ Wraz z publikacją ostatecznych danych GUS skorygował szacunek lipcowej inflacji w górę o 0,1 pp, do poziomu 15,6% r/r. Rewizja ta nie zmienia jednak nic w ogólnej ocenie obecnej sytuacji inflacyjnej. Inflacja bazowa prawdopodobnie sięgnęła około 9,2% i w najbliższych miesiącach pozostanie na wysokim poziomie. Z drugiej strony dane w ujęciu miesiąc do miesiąca (po oczyszczeniu z sezonowości) wskazują na wyhamowanie dotychczasowego trendu wzrostowego.

■ Problem inflacyjny szybko nie zniknie, choć trend wzrostowy CPI wytraci swój impet. To jak będzie przebiegać ścieżka inflacji w kolejnych miesiącach będzie jednak uzależnione od skali i rodzaju działań rządowych mających na celu złagodzenie szoku energetycznego.

**Wykres 3. Przedstawiciele RPP sygnalizują, że cykl podwyżek dobiega końca**

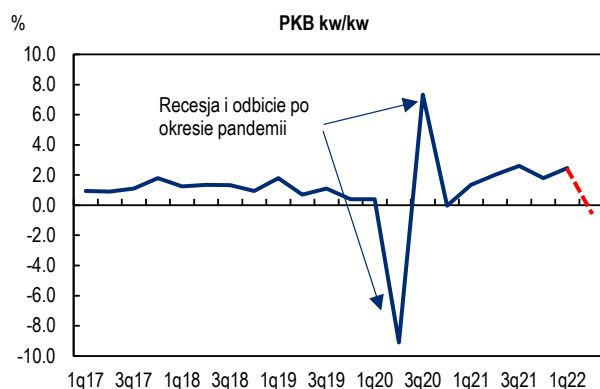


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

■ Kolejne posiedzenie RPP jest zaplanowane na 7.09., ale ostatnie sygnały płynące z banku centralnego sugerują, że Rada zbliża się do końca cyklu. Tak można interpretować choćby opublikowany w minionym tygodniu artykuł prezesa Glapińskiego dla *Super Expressu*. Stwierdził on w nim, że „zapewnienie średniookresowej stabilności cen – w świetle obecnych danych i prognoz – nie będzie wymagało dalszego, silnego zacieśniania polityki pieniężnej”.

■ Słowa te nie zamykają drogi do podwyżek, ale jasno sygnalizują, że nie należy spodziewać się „silnego zacieśnienia”. Oznacza to, że na wrześniowym posiedzeniu dyskusja będzie o tym, czy podnosić stopy o 25, czy też 50 punktów (a nie 50-100 pb). Nasz dotychczasowy scenariusz (stopa referencyjna 7,5% przed końcem roku) wydaje się górną granicą tego co RPP mogłaby dokonać. W świetle ostatnich słów bardziej prawdopodobne jest to, że Rada może skończyć podwyżki na nieco niższym poziomie 6,75-7,00%.

**Wykres 4. II kwartał był prawdopodobnie pierwszym kwartałem spadku PKB od czasu pandemii**



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

■ Rozpoczynający się tydzień będzie obfitował w publikację danych z polskiej gospodarki, w tym o PKB, płacach, produkcji przemysłowej i zatrudnieniu. Spodziewamy się około 7% wzrostu PKB w II kw., co oznaczałoby istotne spowolnienie w porównaniu z początkiem roku. Co więcej, był to zapewne pierwszy kwartał z lekkim spadkiem w ujęciu kw/kw, głównie na skutek wzrostu cen energii oraz osłabienia popytu na rynkach Europy Zachodniej.

■ Spośród publikowanych wskaźników na największą uwagę zasługują dane o płacach. Spodziewamy się wzrostu wynagrodzeń o 12,4% r/r, a więc nieco słabszego niż w czerwcu. Istotne odchylenie danych od dotychczasowego trendu mogłoby być istotnym sygnałem prowadzącym do zmian prognoz inflacji (i stóp procentowych).

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz. publikacji       | Kraj | Informacja                      | Jednostka | Okres  | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|------------------------|------|---------------------------------|-----------|--------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>16 sie WTOREK</b>   |      |                                 |           |        |               |                   |                    |
| 11:00                  | DE   | Indeks ZEW                      | pkt       | VIII   | -60.0         | -52.7             | -53.8              |
| 14:00                  | PL   | Inflacja netto                  | % r/r     | VII    | 9.2           | 9.2               | 9.1                |
| 14:30                  | USA  | Rozpoczęte budowy domów         | tys.      | VII    | 1515          | 1530              | 1559               |
| 14:30                  | USA  | Wydane pozwolenia na budowę     | tys.      | VII    | 1640          | 1650              | 1685               |
| 15:15                  | USA  | Produkcja przemysłowa           | % m/m     | VII    | 0.4           | 0.3               | -0.2               |
| <b>17 sie ŚRODA</b>    |      |                                 |           |        |               |                   |                    |
| 10:00                  | PL   | Wstępny PKB                     | % r/r     | II kw. | 7.0           | 6.2               | 8.5                |
| 11:00                  | EUR  | Wstępny PKB                     | % kw/kw   | II kw. | 0.4           | 0.7               | 0.5                |
| 14:30                  | USA  | Sprzedaż detaliczna             | % m/m     | VII    | 0.0           | 0.1               | 1.0                |
| <b>18 sie CZWARTEK</b> |      |                                 |           |        |               |                   |                    |
| 11:00                  | EUR  | Inflacja HICP                   | % r/r     | VII    | 8.9           | 8.9               | 8.6                |
| 14:30                  | USA  | Liczba nowych bezrobotnych      | tys.      | tyg.   | 270           | 265               | 262                |
| 16:00                  | USA  | Sprzedaż domów na rynku wtórnym | mln       | VII    | 4.95          | 4.89              | 5.12               |
| 16:00                  | USA  | Wskaźnik wyprzedzający          | %         | VII    | --            | -0.5              | -0.8               |
| <b>19 sie PIĄTEK</b>   |      |                                 |           |        |               |                   |                    |
| 10:00                  | PL   | PPI                             | % r/r     | VII    | --            | 25.3              | 25.6               |
| 10:00                  | PL   | Produkcja przemysłowa           | % r/r     | VII    | 7.9           | 7.8               | 10.4               |
| 10:00                  | PL   | Zatrudnienie                    | % r/r     | VII    | 2.1           | 2.1               | 2.2                |
| 10:00                  | PL   | Płace                           | % r/r     | VII    | 12.4          | 13.2              | 13.0               |

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                            | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022P  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                    | 478    | 472    | 528    | 588    | 597    | 598    | 675    | 674    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1.800  | 1.861  | 1.989  | 2.122  | 2.293  | 2.327  | 2.603  | 3.090  |
| PKB per capita (USD)                       | 12.421 | 12.288 | 13.734 | 15.313 | 15.560 | 15.615 | 17.693 | 17.680 |
| Populacja (mln)                            | 38,5   | 38,4   | 38,4   | 38,4   | 38,4   | 38,3   | 38,1   | 38,1   |
| Stopa bezrobocia (%)                       | 9,8    | 8,2    | 6,6    | 5,8    | 5,2    | 6,3    | 5,4    | 5,8    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                  | 3,8    | 3,1    | 4,9    | 5,4    | 4,7    | -2,2   | 5,9    | 5,4    |
| Inwestycje (% r/r)                         | 6,1    | -8,2   | 4,0    | 9,4    | 6,1    | -4,9   | 3,8    | -0,1   |
| Spożycie ogółem (% r/r)                    | 2,8    | 3,5    | 4,1    | 4,3    | 4,5    | -1,0   | 5,3    | 2,2    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)            | 3,0    | 3,9    | 4,5    | 4,3    | 4,0    | -3,0   | 6,1    | 2,3    |
| Eksport (% r/r)                            | 7,7    | 8,8    | 9,5    | 6,9    | 5,2    | 0,0    | 11,8   | -1,2   |
| Import (% r/r)                             | 6,6    | 7,6    | 9,8    | 7,4    | 3,0    | -1,1   | 15,9   | 3,4    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                       | -0,5   | 0,8    | 2,1    | 1,1    | 3,4    | 2,4    | 8,6    | 14,5   |
| Inflacja CPI (% średnia)                   | -0,9   | -0,6   | 2,0    | 1,6    | 2,3    | 3,4    | 5,1    | 13,5   |
| Płace nominalne (% r/r)                    | 3,5    | 4,1    | 5,9    | 7,1    | 6,6    | 4,8    | 8,8    | 12,9   |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)     | 7,4    | 4,9    | 3,5    | 7,4    | 4,7    | 4,6    | 5,3    | 1,8    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 1,50   | 0,10   | 1,75   | 7,50   |
| WIBOR3M, (% koniec okresu)                 | 1,72   | 1,73   | 1,72   | 1,72   | 1,71   | 0,21   | 2,51   | 7,69   |
| Rentowność obligacji 10-letnich            | 2,95   | 3,63   | 3,30   | 2,81   | 2,07   | 1,25   | 3,71   | 6,75   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                    | 3,95   | 4,18   | 3,48   | 3,76   | 3,79   | 3,76   | 4,06   | 4,75   |
| USD/PLN (Średnia)                          | 3,77   | 3,95   | 3,78   | 3,61   | 3,84   | 3,90   | 3,86   | 4,55   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                    | 4,29   | 4,42   | 4,17   | 4,30   | 4,26   | 4,61   | 4,60   | 4,85   |
| EUR/PLN (Średnia)                          | 4,18   | 4,36   | 4,26   | 4,26   | 4,30   | 4,44   | 4,57   | 4,74   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                           | -2,6   | -2,5   | 0,8    | -7,7   | 2,8    | 17,5   | -4,2   | -29,7  |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)            | -0,6   | -0,5   | 0,2    | -1,3   | 0,5    | 2,9    | -0,6   | -4,4   |
| Saldo handlu zagranicznego                 | 2,5    | 3,2    | 1,5    | -6,1   | 1,7    | 14,2   | -0,7   | -21,3  |
| Eksport                                    | 191,1  | 196,4  | 228,2  | 254,0  | 261,4  | 268,9  | 331,3  | 332,8  |
| Import                                     | 188,6  | 193,1  | 226,6  | 260,1  | 259,7  | 254,7  | 332,0  | 354,1  |
| Saldo usług                                | 12,1   | 15,4   | 20,3   | 25,9   | 26,8   | 26,0   | 31,2   | 29,3   |
| Saldo dochodów                             | -16,3  | -19,6  | -21,1  | -22,6  | -23,7  | -21,0  | -30,0  | -33,3  |
| Rezerwy międzynarodowe                     | 89,4   | 109,5  | 108,0  | 110,4  | 115,8  | 138,5  | 145,2  | 148,2  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>           |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)  | -2,6   | -2,2   | -1,5   | -0,2   | -0,7   | -7,1   | -1,9   | -3,6   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz.  | -0,9   | -0,5   | 0,1    | 1,2    | 0,6    | -5,8   | -0,8   | -2,2   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)        | 48,7   | 51,9   | 48,4   | 46,4   | 43,2   | 47,8   | 41,3   | 37,4   |

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)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@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 tożsamy 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.