

16 czerwca 2025 | 5 stron

Citi Weekly

MF wymienia waluty głównie w banku centralnym

- Roczne dane Ministerstwa Finansów wskazują, że wymiana walut obcych w 2024 roku wyniosła 30,2 mld EUR, co stanowiło kwotę o ponad 50% wyższą niż transakcje z 2023 roku. Zwiększona wymiana była przede wszystkim wynikiem wyższych przychodów w związku z rosnącym napływem w walutach obcych, głównie ze środków pochodzących z unijnego KPO.

- Z całej puli środków wymienionych przez Ministerstwo Finansów aż 25,3 mld EUR (co stanowi blisko 84% wymiany) wynika z transakcji przeprowadzonych z Narodowym Bankiem Polski. Analizując miesięczne dane o skupie walut od NBP można wnioskować, że zdecydowana większość środków wynikająca z napływów środków unijnych oraz sprzedaży obligacji walutowych była niemal natychmiastowo zamieniana na złote.

- Warto podkreślić, że operacje przeprowadzone na rynku walutowym bez udziału NBP odpowiadają za zaledwie 16% wymiany środków walutowych MF. Ponadto, wartość ta jest zauważalnie niższa niż w latach ubiegłych (średnia za ostatnie 10 lat to ~25%). Naszym zdaniem te fakty sugerują, że władze nie wykazywały zainteresowania dodatkowym umocnieniem krajowej waluty. Złoty pozostaje silny w ujęciu realnym (wobec głównych partnerów handlowych), a dalsza aprecjacja mogłaby rodzić ryzyko pogorszenia sytuacji eksporterów. Według badania NBP bieżący kurs EUR/PLN znajduje się ok. 4% powyżej progu opłacalności eksportu, co stanowi poziom najniższy od 2008 roku.

- Kolejne miesiące przyniosą naszym zdaniem utrzymanie wysokiego tempa wymiany walut obcych. Oczekujemy, że w całym 2025 roku Polska otrzyma około 30 mld EUR z tytułu środków unijnych, czyli o 5 mld EUR więcej niż w roku ubiegłym. Ryzykiem dla tego scenariusza jest realizacja kamieni milowych zapisanych w KPO. Emisje obligacji w walutach obcych są planowane na około 15,6 mld EUR w tym roku, jednak biorąc pod uwagę napiętą sytuację fiskalną, nie wykluczamy, że ten plan może ulec zwiększeniu. Zakładamy, że Ministerstwo Finansów wciąż będzie preferowało wymianę walut obcych w NBP, starając się uniknąć nadmiernego umocnienia złotego i wynikającego z tego nadmiernego spadku inflacji, który mógłby obniżyć dochody budżetowe.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

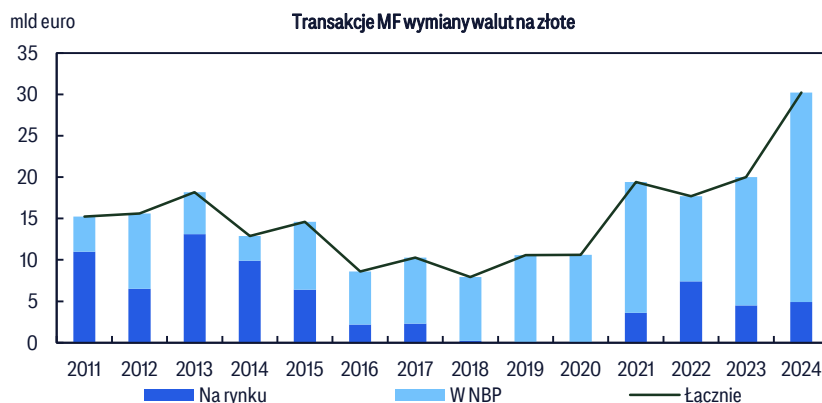
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

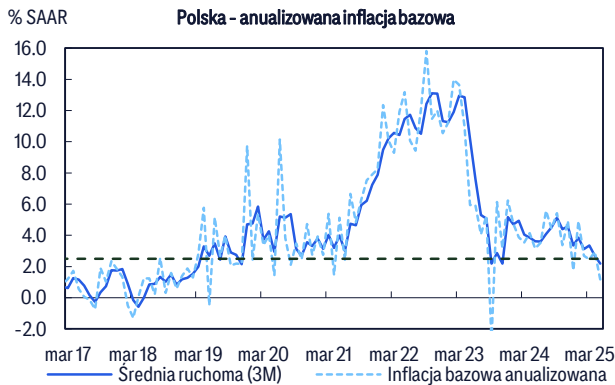
Wykres 1. Stopniały rynkowe oczekiwania obniżek stóp procentowych w Polsce



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski

Tydzień w wykresach

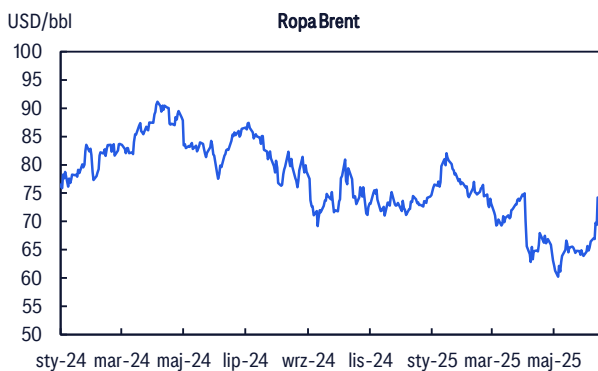
Wykres 2. CPI ponownie zaskakuje w dół dzięki inflacji bazowej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP i GUS

- Ostateczne dane o inflacji w maju okazały się niższe niż publikowane dwa tygodnie temu wstępne szacunki, które zresztą już wtedy były niższe od prognoz. Majowa inflacja ostatecznie wyniosła 4% r/r, przy czym za niespodzianką stały przede wszystkim usługi, a szczególnie usługi turystyki zorganizowanej.
- Nowe dane wskazują na spadek inflacji bazowej (czyli inflacji po wyłączeniu cen żywności, paliw oraz energii) do zaledwie 3,2% r/r w maju. Co więcej w ujęciu miesięcznym i po odsezonowaniu inflacja bazowa wyniosła mniej niż 0,1% m/m. Perspektywy inflacji bazowej uległy w ostatnich miesiącach znacznej poprawie, co powinno pozwolić RPP stopniowo obniżać stopy procentowe. Niemniej najnowsze wydarzenia na Bliskim Wschodzie przynajmniej częściowo ograniczą Radzie możliwość szybkiego działania.

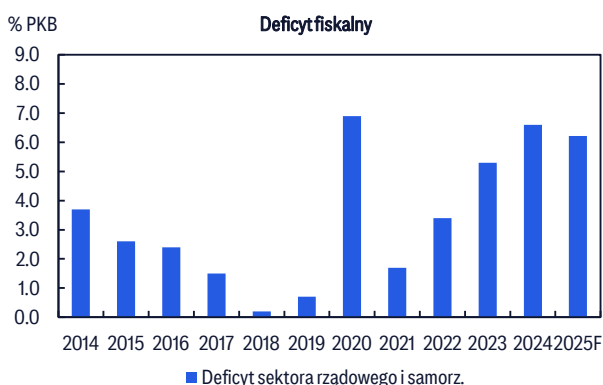
Wykres 3. Ceny ropy rosną w obliczu konfliktu na Bliskim Wschodzie



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Wybuch konfliktu izraelsko-irańskiego doprowadził w ostatnich dniach do gwałtownego wzrostu cen ropy naftowej, znacznie powyżej 70 USD/b. Nasz dotychczasowy scenariusz zakładał stopniowy spadek cen w kierunku 60 dolarów za baryłkę (Brent) i choćby z tego powodu najnowsze wydarzenia mogą istotnie wpłynąć na oczekiwaną ścieżkę inflacji.
- O ile jeszcze niedawno widzieliśmy duże szanse na spadek inflacji w lipcu wyraźnie poniżej 3%, obecnie ta perspektywa stoi pod znakiem zapytania. Jeżeli sytuacja na Bliskim Wschodzie nie ustabilizuje się szybko, inflacja w lipcu może wciąż pozostawać powyżej 3%. Może to być wystarczający argument, aby przekonać większość RPP do wstrzymania się z kolejną obniżką do września.

Wykres 4. Założenia gotowe, czas na budżet



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

- W ubiegłym tygodniu rząd przyjął makroekonomiczne założenia do przyszłorocznego budżetu. Zgodnie z nimi wzrost PKB w 2026 roku ma wynieść 3,5%, podczas gdy średnioroczna inflacja ma sięgnąć 3%.
- Założenia nie są szczególnie kontrowersyjne. Co prawda nasza własna prognoza zakłada niższą dynamikę cen (2,3%), ale jednocześnie jesteśmy bardziej optymistyczni niż MF jeżeli chodzi o wzrost gospodarczy (3,7%). Te dwa czynniki częściowo się kompensują i biorąc pod uwagę zwyczajową niepewność makroekonomiczną, trudno poważnie kwestionować zasadność założeń. Teraz cała uwaga kieruje się na szczegóły wydatków i dochodów, które poznamy pewnie w sierpniu. Jeżeli na tym froncie rząd nie podejmie większych działań, deficyt w 2026 roku ukształtuje się zapewne powyżej 5,5% PKB.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 cze PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	V	3.3	3.3	3.4
17 cze WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VI	27.0	30.5	25.2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	-0.6	0	0.1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	-0.1	0.1	0
18 cze ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	V	1.9	1.9	2.2
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	V	1.424	1.430	1.422
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	mln	V	1.324	1.355	1.361
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	243	245	248
20:00	USA	Decyzja Fed	%	VI	4.25-4.5	4.25-4.5	4.25-4.5
20 cze PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	V	--	-1.2	-0.9
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VI	--	-1	-4
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	VI	-15.8	-14.9	-15.2

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1056	1131
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3898	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28228	30234
Populacja (mln)	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1.50	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.75	4.25
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.88	4.38
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.59	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.69	3.68
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.27	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.30
Bilans płatniczy (mld USD)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.9	2.3
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.6	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-0.1
Saldo handlu zagranicznego	-5.5	9.2	-10.4	-26.9	7.3	1.7	-2.1	-1.4
Eksport	276.1	287.6	368.4	357.0	390.7	402.6	410.6	436.3
Import	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.9	412.7	437.7
Saldo usług	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	46.6	51.0
Saldo dochodów	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-42.8	-46.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy 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

Aleksandra Siuzdak

Stażystka
aleksandra.siuzdak@citi.com

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 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 tożsamych 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.