

Wymiana walut wciąż głównie w banku centralnym

- Dane Ministerstwa Finansów za ubiegły rok pokazały, że w całym 2025 roku wymiana walut obcych z kont MF wyniosła 21,7 mld EUR, z czego aż 18,8 mld EUR (blisko 87%) wymieniono bezpośrednio w banku centralnym, a zaledwie 2,9 mld EUR na rynku. Wymiana walut przez MF w roku ubiegłym była niższa niż 30,2 mld EUR z 2024 roku (z czego ok. 84% w NBP), co wynikało przede wszystkim z mniejszych napływów środków z UE w 2025 r., kiedy Polska otrzymała tylko jeden przelew z KPO w grudniu.

- Oficjalne dane roczne zaprezentowane przez MF nie różnią się istotnie od naszych bieżących szacunków opartych o miesięczne dane i potwierdzają, że rząd prawdopodobnie unika wymiany większej ilości walut na rynku w obawie o nadmierne umocnienie polskiej waluty. Dane NBP na podstawie ankiet wśród przedsiębiorstw pokazują, że na koniec I kw. 2026 roku próg opłacalności znajdował się 6,9% poniżej rzeczywistego rynkowego kursu EURPLN oraz 4,6% dla kursu USDPLN (co oznacza poprawę opłacalności wobec różnicy wynoszącej 4,9% dla EURPLN i 1,8% dla USDPLN w IV kw. 2025).

- Nasze szacunki za 2026 roku wskazują, że łączna wymiana walut przez Ministerstwo Finansów od stycznia do kwietnia wyniosła 7,3 mld EUR z czego zakładamy, że blisko 80% zostało wymienione w banku centralnym. Oznaczałoby to, że średnia miesięczna wymiana walut na poziomie 1,8 mld EUR jest zbliżona do ubiegłorocznej (1,9 mld EUR) i zauważalnie niższa niż ok. 2.5 mld EUR miesięcznie w roku 2024.

- Zakładamy jednak, że wraz z napływem dużych transferów z Unii Europejskiej wymiana walut zagranicznych przez MF będzie rostała. Zgodnie z informacją przekazaną przez PAP już na początku czerwca na polskie rachunki rządowe ma wpłynąć 7,2 mld EUR z tytułu transzy KPO, a wniosek na kolejną wypłatę w kwocie 8 mld EUR ma zostać złożony jeszcze w pierwszej połowie tego roku. Zgodnie z informacjami płynącymi z rządu, jeszcze w maju Polska otrzymała środki z tytułu prefinansowania instrumentu SAFE w wysokości 6,6 mld EUR. Środki z tytułu SAFE wpływają jednak na rachunek w BGK, co może oznaczać, że nie będą widoczne w oficjalnych statystykach na temat wymiany walut przez MF

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

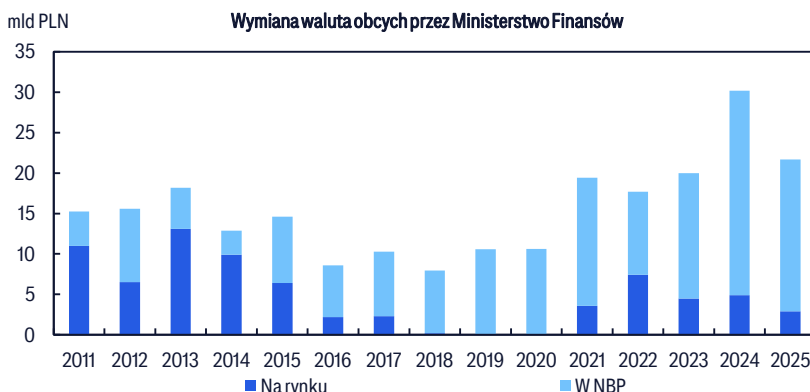
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

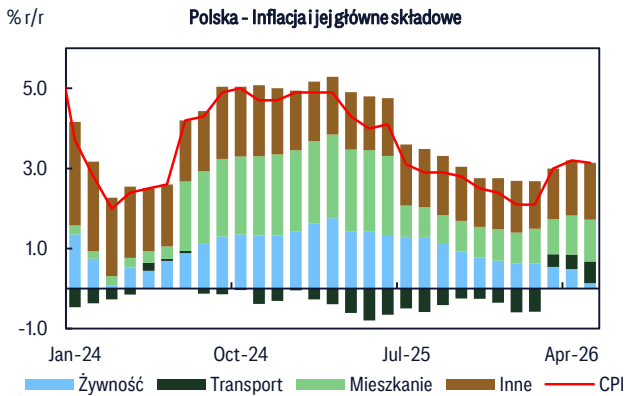
Wykres 1. W ubiegłym roku Ministerstwo Finansów prefowało wymianę walut obcych w banku centralnym



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

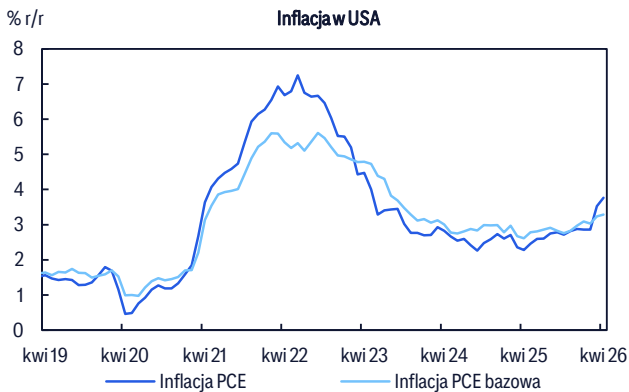
Wykres 2. Inflacja zaskoczyła w dół i spadła do 3,1%



Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Inflacja w maju spadła z 3,2% do 3,1% r/r. Wynik ten okazał się dużym zaskoczeniem (prognozy średnio na poziomie 3,6-3,7%), a niespodzianka wynikała niemal w całości z niższych niż zakładaliśmy cen żywności oraz paliw.
- Majowa publikacja danych przesunęła prognozowaną ścieżkę inflacji w dół i obecnie wydaje się, że przez większość roku wskaźnik CPI będzie pozostawał poniżej górnej granicy przedziału celu inflacyjnego (2,5% +/-1 pp). Spadek inflacji daje Radzie Polityki Pieniężnej więcej komfortu, pozwalając poczekać na rozwój sytuacji. Biorąc to pod uwagę, oczekujemy, że na rozpoczynającym się dzisiaj posiedzeniu RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian. Co więcej, oczekujemy stabilnych stóp przynajmniej do końca bieżącego roku.

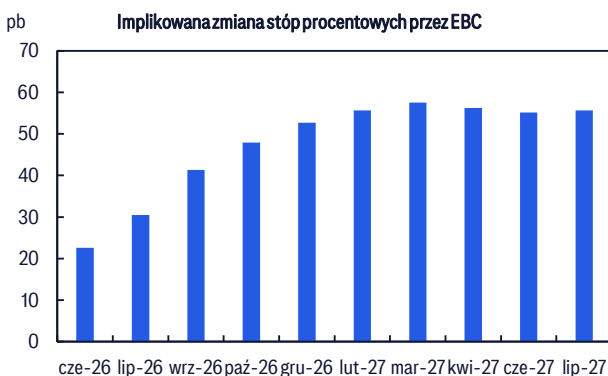
Wykres 3. Scenariusz łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed coraz mniej prawdopodobny



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- Kwietniowe dane inflacyjne ze Stanów Zjednoczonych dostarczyły argumentów przeciwko szybkiemu wznowieniu cyklu obniżek stóp procentowych. Inflacja PCE wzrosła o 0,4% m/m, natomiast w ujęciu rocznym wskaźnik przyspieszył do 3,8% wobec 3,5% miesiąc wcześniej. Z kolei bazy PCE, będący preferowaną przez Fed miarą inflacji, wzrósł o 0,2% m/m, a jego dynamika roczna zwiększyła się do 3,3% z 3,2% w marcu.
- Z jednej strony rosnąca presja inflacyjna wspiera scenariusz utrzymania bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej przez Fed. Z drugiej strony część wzrostu PCE może odzwierciedlać wpływ boomu AI na ceny wybranych dóbr technologicznych, na co zwracali uwagę również uczestnicy ostatniego posiedzenia FOMC. Oczekiwania rynkowe wskazują na niewielkie szanse obniżek stóp w tym roku.

Wykres 4. Czerwiec pod znakiem podwyżki stóp



Źródło: LSEG, Citi Handlowy

- Z opublikowanych minutes EBC wynika, że podczas ostatniego posiedzenia część członków Rady Prezesów była skłonna poprzeć podwyżkę stóp. Bankierzy centralni zdecydowali się jednak na odłożenie ewentualnych kroków do czasu publikacji nowej projekcji makroekonomicznej oraz napływu dodatkowych danych, które pozwolą na lepszą ocenę skutków obecnego szoku energetycznego.
- Choć decydenci nie dostrzegają jeszcze wyraźnych efektów drugiej rundy, zwracają uwagę na rosnącą presję kosztową oraz ryzyko szerszego rozlewania się wyższych kosztów energii na ceny w gospodarce. Jednocześnie napływające dane sygnalizują pogorszenie perspektyw aktywności gospodarczej. W efekcie EBC staje przed coraz trudniejszym wyborem między ograniczaniem inflacji a wspieraniem wzrostu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
1 cze PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	V	--	--	55,3
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	V	53,2	53,2	52,7
2 cze WTOREK							
09:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	Q1	1,7	--	1,7
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	V	3,2	3,3	3,0
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	IV	6,910	6,866	6,866
3 cze ŚRODA							
09:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	V	--	47,8	47,8
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	V	43,5	46,4	46,4
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	V	--	--	50,9
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	IV	--	--	1,5
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	V	54,5	53,8	53,6
--	PL	Decyzja RPP	%	V	3,75	3,75	3,75
4 cze CZWARTEK							
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	4,0	--	8,2
09:00	CZ	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	V	2,5	--	2,5
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	0,4	0,3	1,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	220	--	215
5 cze PIĄTEK							
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	--	--	6,7
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	4,0	--	4,9
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	Q1	--	0,1	0,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	V	60	93	115
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	V	4,3	4,3	4,3
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	V	0,3	0,3	0,2

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

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1131	1179
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4172	4428
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	30243	31521
Populacja (mln)	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4	37.4	37.4
Stopa bezrobocia (%)	6.8	5.8	5.2	5.1	5.1	5.7	5.8	5.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.9	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	8.8	1.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.8	3.4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.7	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	6.0	4.4
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	7.0	6.3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	3.7	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.0	3.2
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	6.3	5.7
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4.7	5.3	1.2	-0.3	3.3	6.0	7.0	7.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	0.10	1.75	6.75	5.75	5.75	4.00	3.75	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.84	3.99	3.94	3.94
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.40	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.72	3.77
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.69	3.75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.25	4.27
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.26	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.3	-22.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.5	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-15.2	-24.8	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	423.0	433.6
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	447.8	462.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.9	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-39.6	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.3	-6.7	-6.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-3.9	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.4	56.0

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 Trzciółek, CFA

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

Anastazja Nagórka

Stażystka
anastazja.nagorka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska
Osoby zainteresowane otrzymaniem 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.