

20 lipca 2026 | 5 stron

Citi Weekly

100 miliardów na rachunku walutowym MF

W czerwcu istotnie wzrósł stan rachunku walutowego Ministerstwa Finansów, który wynosi obecnie 23,2 mld EUR (wzrost o 7,5 mld EUR wobec maja) i stanowi równowartość blisko 100 mld PLN. Głównym czynnikiem prowadzącym do wzrostu środków w walutach obcych do dyspozycji MF jest napływ środków unijnych.

W czerwcu oprócz środków ze „standardowego” budżetu UE do Polski napłynęły również fundusze z KPO (grant oraz pożyczka) w łącznej kwocie 7,2 mld EUR. Ponadto Ministerstwo otrzymało środki z emisji obligacji walutowych (blisko 1 mld EUR). Rachunek walutowy MF w niewielkim stopniu został uszczuplony o comiesięczne płatności z tytułu obsługi długu w walutach obcych (0,7 mld EUR na część kapitałową oraz odsetkową). Nasze szacunki – wciąż zgrubne, bo oparte na częściowych danych – wskazują, że łączna wymiana walut obcych przez Ministerstwo Finansów wyniosła 1,5 mld EUR i nie odbiegała istotnie od aktywności z maja oraz kwietnia. W całej pierwszej połowie tego roku szacujemy, że Ministerstwo Finansów wymieniło środki walutowe w kwocie nieznacznie przekraczającej 10 mld EUR, a blisko 75% z tego zostało wymienione w NBP. Oznaczałoby to, że przy dużym napływie środków z UE, mogła nieco zostać zwiększona skala wymiany bezpośredniej na rynku, choć różnice są niewielkie. Jednocześnie nie widzimy sygnałów, aby polskie władze były zainteresowane istotnym zwiększeniem łącznej skali wymiany walut. Mimo ostatniego osłabienia polskiej waluty i wzrostu kursu EUR/PLN powyżej poziomu 4,30 nie ma oznak, które wskazywałyby na konieczność stabilizacji kursu przez działania MF czy NBP.

Nasze szacunki wskazują, że do końca roku na rachunek MF napłynie jeszcze blisko 25 mld EUR, z kolei z zaplanowanych płatności od zadłużenia zagranicznego MF będzie musiało uregulować ok. 3,5 mld EUR. Oznacza to, że jeżeli MF nie zwiększy swojej aktywności w wymianie walut obcych (czy to na rynku, czy w NBP), bieżący rok może zakończyć się z jeszcze większą płynnością w walutach obcych. Nasze szacunki wskazują, że w ostatnich trzech latach wymieniano łącznie od 60% do 70% wpływów w walutach obcych. Z kolei w tym roku, ta wymiana wynosi zaledwie 33%, a netto na rachunek MF napłynie jeszcze ponad 20 mld EUR. Nasze obliczenia nie uwzględniają środków napływających z UE z tytułu SAFE, gdyż są one kierowane na fundusze pozabudżetowe i nie znajdują się pod bezpośrednią kontrolą MF. Utrzymanie wysokiej płynności na rachunkach MF (łącznie w PLN i FX, która obecnie wynosi ~260 mld PLN) prowadziłoby do zwiększenia stanu prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych w okolice co najmniej 20%.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

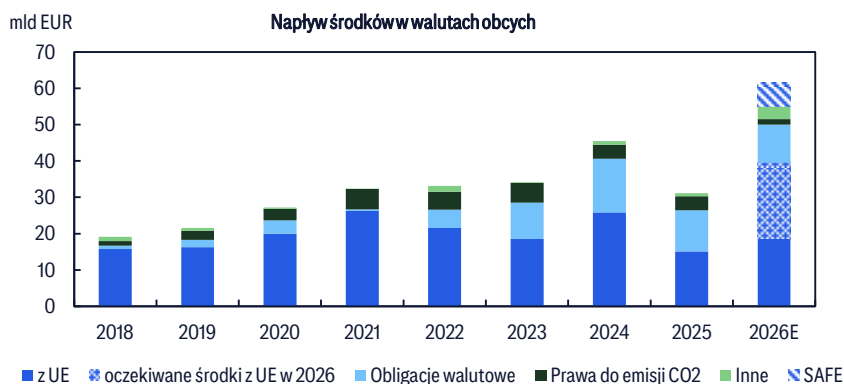
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

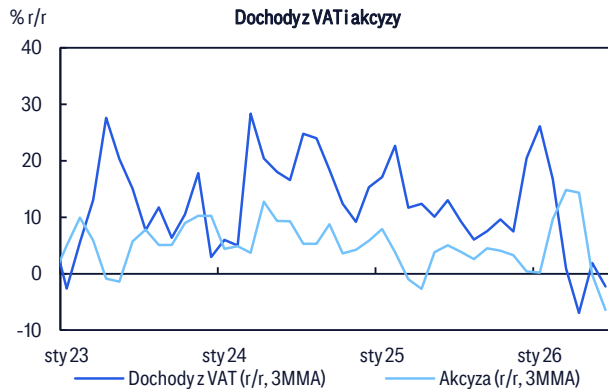
Wykres 1. Kolejne miesiące przyniosą prawdopodobnie dalszy silny napływ środków walutowych do Polski



Źródło: Ministerstwo Finansów, EEX, Komisja Europejska, szacunki Citi Handlowy.

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Ostatnie miesiące przyniosły spadki dochodów z podatków pośrednich

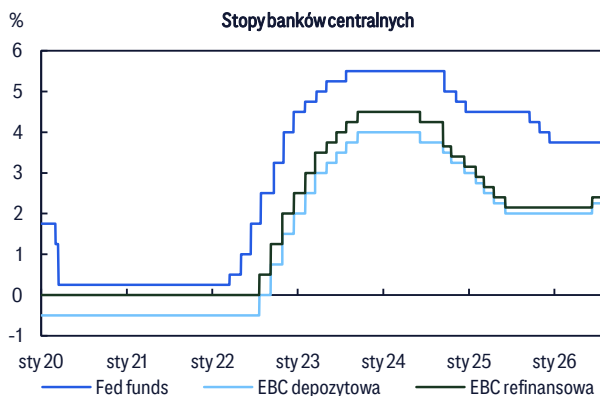


Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

- Po sześciu miesiącach roku deficyt budżetu państwa sięgnął 123,7 mld zł, tym samym wynosząc 45,5% planu. Spoglądając na stronę dochodową czerwiec był kolejnym miesiącem z rozczarującymi wpływami z podatków pośrednich. W ciągu ostatnich trzech miesięcy dochody z VAT oraz akcyzy były odpowiednio o 2,2% oraz 6,4% niższe niż rok wcześniej. Co prawda słaby wynik to częściowo efekt wycofanego już programu CPN (obniżki podatków na paliwa), jednak nawet po oczyszczeniu z tego efektu, dochody rosną zaskakująco wolno.

- Jeżeli dotychczasowe trendy utrzymają się (i nie powróci CPN), tegoroczne dochody podatkowe mogą być w sumie nawet o około 20 mld niższe od planu. W sumie najnowsze dane pokazują, że sytuacja budżetowa pozostaje napięta, a przestrzeń do poluzowania fiskalnego w roku wyborczym jest ograniczona.

Wykres 3. Na razie bez zmian

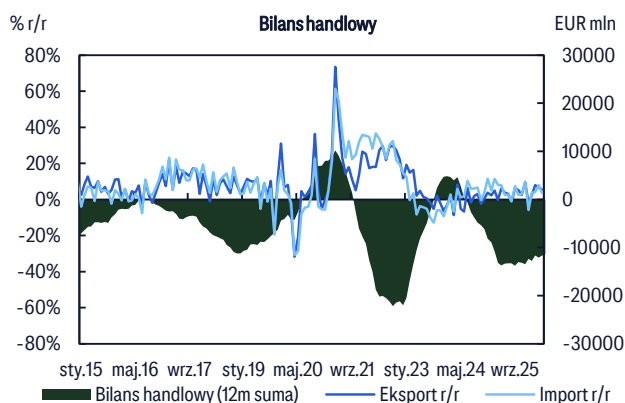


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Spodziewamy się, że na czwartkowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny pozostawi stopy procentowe bez zmian, utrzymując stopę depozytową na poziomie 2,25%.

- Od czerwowego posiedzenia dane inflacyjne okazały się bardziej sprzyjające perspektywie dalszego spadku inflacji, choć utrzymujące się napięcia na Bliskim Wschodzie stwarzają ryzyko jej ponownego wzrostu. Dotychczas nie widać jednak, aby wyższe ceny surowców doprowadziły do wystąpienia efektów drugiej rundy i utrwalenia presji inflacyjnej. W rezultacie oczekujemy, że EBC utrzyma ostrożne stanowisko i pozostanie zależny od napływających danych, niemniej wciąż spodziewamy się jednej podwyżki stóp do końca roku.

Wykres 4. Rachunek bieżący mniej wrażliwy na wzrost cen ropy



Źródło: Citi Handlowy, NBP

- W maju saldo rachunku bieżącego ukształtowało się powyżej konsensusu rynkowego (-1674 mln euro), rosnąc do -1071 mln euro wobec -1541 mln euro miesiąc wcześniej. Za poprawę odpowiadało przede wszystkim ograniczenie deficytu w handlu towarami, który zawężił się do 1182 mln euro z 1972 mln euro w kwietniu. Pomimo wyższych cen ropy niższe dostawy surowców energetycznych ograniczyły wartość importu, łagodząc wpływ wzrostu cen na saldo rachunku bieżącego.

- Lepsze od oczekiwań analityków okazały się także dane o produkcji przemysłowej, która w czerwcu wzrosła o 7,6% r/r wobec 4,1% r/r miesiąc wcześniej (konsensus: 7,2%). Łącznie dane z ostatnich kilku miesięcy wskazują na długo wyczekiwane ożywienie, choć wciąż pozostają pod presją mieszanych perspektyw dla sektora przemysłowego w strefie euro. Z kolei płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w czerwcu o 5,9% r/r wobec 5,8% r/r w maju, utrzymując się w pobliżu obserwowanego od początku roku trendu na poziomie 6,0% r/r.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
21 lip WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VII	13,0	18,0	10,5
14:00	HU	Decyzja MNB	%	VII	5,75	--	6,00
22 lip ŚRODA							
09:30	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VI	5,5	--	3,0
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VI	--	--	11,0
23 lip CZWARTEK							
09:30	PL	Stopa bezrobocia	%	VI	5,8	--	5,9
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	VII	2,25	2,25	2,25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys,	tyg	203	--	208
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	VII	-17,5	-16,8	-17,7
24 lip PIĄTEK							
09:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	VIII	--	-28,5	-29,2
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VII	50,1	50,5	50,3
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VII	50,0	49,0	48,6
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VII	52,6	51,5	51,4
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VII	50,1	49,9	49,4
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	VII	54,2	54,5	53,9
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	VII	49,7	51,5	51,2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	VI	0,609	0,600	0,580

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	600	690	697	813	918	1038	1106	1173
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4144	4394
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27740	29562	31346
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	596	600	690	697	813	915	1060	1130
Realny wzrost PKB (% r/r)	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.3	7.6	2.2
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	4.0	3.4	3.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	2.9	3.5
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.5	5.0	4.7
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	5.6	5.8	6.9
Ceny, pieniądź i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	3.5	2.9
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	3.8	3.0
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.0	3.3
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	5.25	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.74	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.75	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	4.27	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)	-1.6	14.4	-9.2	-15.7	14.6	-0.3	-13.6	-24.2
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.1	-22.3
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	-6.9	-6.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.8	-4.1	-3.8
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	38.9	44.1	49.1	52.9	56.7

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 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 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 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.