

24 marca 2025 | 5 stron

## Citi Weekly

### MF wstrzymuje się od wymiany walut

- Od początku roku środki walutowe w dyspozycji Ministerstwa Finansów wzrosły o blisko 4,4 mld EUR do 15,6 mld EUR. O ile ten wynik jest wciąż daleki od rekordowego poziomu z kwietnia ubiegłego roku (22,4 mld EUR), to płynność utrzymuje się na wysokim poziomie zarówno w walutach obcych jak i złotym. Sytuacja ta wynika ze znacznych emisji obligacji na początku roku. Ministerstwo Finansów w obliczu rekordowo wysokich potrzeb pożyczkowych, może chcieć zapewnić płynność na wydatki w kolejnych miesiącach. Wzrost środków na rachunku walutowym MF mógłby być jeszcze większy, jednak ok. 4,4 mld EUR musiało zostać przeznaczone na wykup zapadających na początku roku obligacji denominowanych w walutach obcych. Następny, a zarazem ostatni w 2025 roku wykup euroobligacji przypada dopiero we wrześniu (na kwotę 1 mld EUR).

- Nasze szacunki wskazują, że średnio w pierwszy dwóch miesiącach tego roku Ministerstwo Finansów dokonało wymiany środków walutowych zaledwie na kwotę 0,8 mld EUR, wobec średniej miesięcznej za zeszły rok wynoszącej 2,5 mld EUR. Uważamy jednak, że w kolejnych miesiącach skala wymiany może wzrosnąć, gdyż wykupy obligacji w mniejszym stopniu będą wpływać na stan środków walutowych, a prawdopodobny jest dalszy duży napływ walut obcych do polskiego budżetu. Od początku roku emisja obligacji walutowych przyniosła MF 8,3 mld EUR, a zgodnie z tegorocznym budżetem, możliwa jest jeszcze sprzedaż euroobligacji na kwotę 7,5 mld EUR. W budżecie założono również 6 mld EUR pochodzących z pożyczek w ramach KPO, a oprócz tego Polska powinna otrzymać również środki z grantów w ramach KPO oraz „regularnego” budżetu UE.

- Na podstawie naszych szacunków, uważamy, że niewielka jak do tej pory skala wymiany walut obcych przez MF była i tak dokonywana w banku centralnym, aby nie rodzić presji na aprecjację złotego. Ministerstwo Finansów poprzez działania na swoim rachunku walutowym w zasadzie nie ma możliwości osłabienia złotego. Zamiast tego ograniczana jest skala transakcji walutowych bezpośrednio na rynku, aby nie tworzyć dodatkowej presji na umocnienie waluty. Nasze przypuszczenia wydają się potwierdzać wypowiedzi przedstawicieli polskich władz, które wskazują na obawy związane z wpływem silnego złotego na polską gospodarkę, przede wszystkim pod kątem eksportu.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

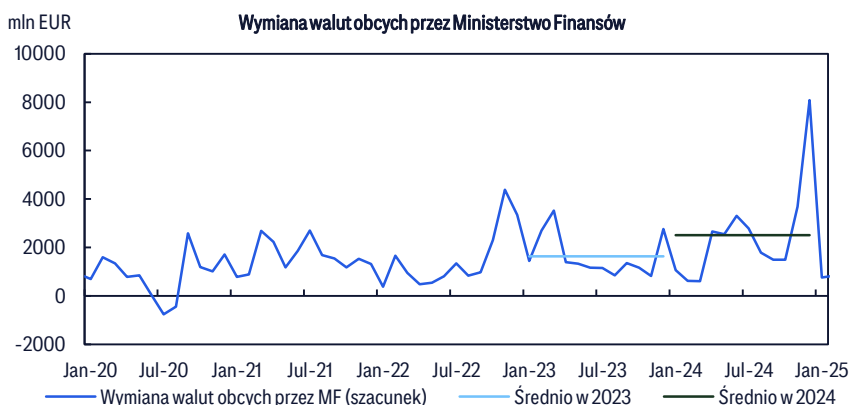
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**

aleksandra.siuzdak@citi.com

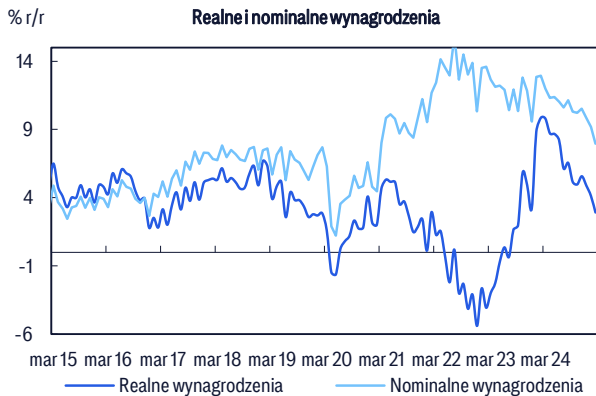
#### Wykres 1. Skala wymiany walut przez Ministerstwo Finansów na początku tego roku jest niewielka



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Płace zwalniają, przemysł wciąż w stagnacji

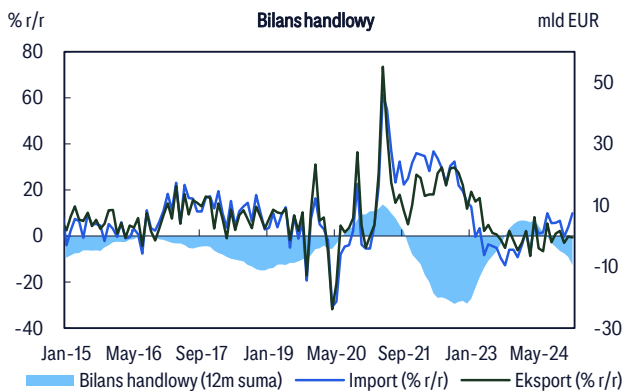


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- W lutym tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyhamowało do 7,9% r/r (wobec 9,2% r/r w styczniu), co było wynikiem niższym od oczekiwań rynkowych na poziomie 8,7% r/r. Miesięczny (odsezonowany) wzrost płac wyniósł około 0,4%, co przyczyniło się również do osłabienia impetu płac (trzymiesięczna średnia w okolicach 6,4%).

- Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w lutym o 2% r/r wobec -0,9% r/r w styczniu. W miesięcznym i odsezonowanym ujęciu produkcja obniżyła się o 0,2%. W kolejnych miesiącach oczekujemy odbicia aktywności przemysłowej, jako że silny popyt krajowy oraz inwestycje z funduszy unijnych powinny złagodzić negatywny wpływ związany z osłabionym popytem zagranicznym.

Wykres 3. Eksport wciąż w cieniu importu



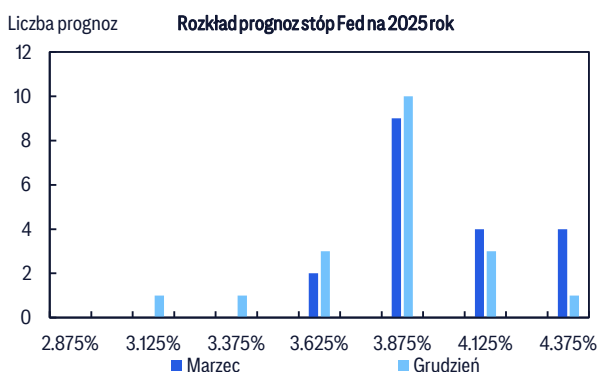
Źródło: Citi Handlowy, NBP

- W styczniu deficyt na rachunku bieżącym zmniejszył się do 168 mln EUR z 803 mln EUR w grudniu. Odczyt okazał się niższy od konsensusu rynkowego, natomiast nieco wyższy od naszych oczekiwań (odpowiednio: +440 mln EUR i -516 mln EUR).

- Saldo obrotów towarowych odnotowało deficyt o wartości 1506 mln EUR, co było spowodowane silnym wzrostem importu (9,9% r/r) oraz spadkiem wartości eksportu (-0,7% r/r). Według komentarza NBP, największy wpływ na spadek eksportu miała znaczna redukcja sprzedaży zagranicznej środków transportu.

- Dysproporcja między importem i eksportem przełożyła się na ujemny wynik skumulowanego rocznego salda obrotów bieżących, które w styczniu wyniosło -0,1% PKB.

Wykres 4. Gołębi Fed, ale czy na pewno?



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics, Fed

- Zgodnie z oczekiwaniami w marcu FOMC utrzymał stopę funduszy federalnych na niezmiennym poziomie w przedziale 4,25%-4,5%. Ważnym elementem marcowego posiedzenia była publikacja projekcji Fed na kolejne kwartały. Prognoza inflacji na ten rok została zrewidowana w górę, co zostało jednak zrównoważone przez korektę PKB w dół. Pomimo wyższej przewidywanej inflacji, mediana prognoz stopy funduszy federalnych członków Fed nie uległa zmianie, co wciąż implikowałoby dwie obniżki.

- Prognozy stóp procentowych członków Fed przesunęły się lekko w jastrzębią stronę (mniej członków prognozujących dwie i trzy obniżki), a J.Powell na konferencji podkreślił, że Fed nie musi śpieszyć się z łagodzeniem polityki pieniężnej. Z tego powodu, aby scenariusz pierwszej obniżki w maju się ziścił, sytuacja na rynku pracy musiałaby się do tego czasu znacznie pogorszyć.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>24 mar</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	II	--	9,1	9,4
14:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	III	50,7	50,8	51
14:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	III	52,1	51,8	52,7
<b>25 mar</b> <b>WTOREK</b>							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	II	--	5,4	5,4
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	III	87	86,6	85,2
14:00	HU	Decyzja MNB	%	III	6,5	6,5	6,5
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	II	0,679	0,680	0,657
15:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	III	94,7	94	98,3
<b>26 mar</b> <b>ŚRODA</b>							
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	II	-0,5	-0,7	3,2
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	III	3,75	--	3,75
<b>27 mar</b> <b>CZWARTEK</b>							
13:30	USA	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q4	--	2,3	2,3
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	223	--	223
<b>28 mar</b> <b>PIĄTEK</b>							
13:30	USA	Deflator PCE	% m/m	II	0,3	0,3	0,3
13:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	II	0,3	0,3	0,3
13:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	II	0,3	0,4	0,9
13:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	II	0,1	--	-0,5
15:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	III	--	--	57,9

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	682	690	809	907	995	1076
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3888	4144
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24179	26601	28770
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	5.2	5.0
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	4.0	3.6
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.6	1.5	6.3	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.7	3.9	3.5	2.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	1.2	4.6	6.9
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	3.3	4.4	6.4
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	3.7	2.6
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	4.0	3.0
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.4	6.5
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	5.00	4.00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	5.01	4.13
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.90	5.20	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.86	3.84
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.91	3.85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.25	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.22	4.28
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.5	-1.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.6	1.7	0.4	-0.3	-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
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.1	-6.0	-5.8	-4.4
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-2.8	-3.6	-3.0	-1.7
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.3	47.3	49.8

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](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 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.