

16 lutego 2026 | 5 stron

Citi Weekly

SAFE or sorry?

- W ostatnich dniach debata publiczna skoncentrowała się na temacie dostępu Polski do unijnego programu SAFE, który ma na celu wspieranie rozwoju możliwości obronnych oraz przemysłu obronnego krajów unijnych. W poprzednich miesiącach pisaliśmy już kilkakrotnie o SAFE (na przykład [17/11/2025](#)), jednak warto podsumować kilka najważniejszych punktów.

- SAFE to program pożyczkowy, a nie grantowy. Oznacza to, że w przyszłości Polska będzie musiała spłacać te pożyczki. Fundamentalnie nie różni się to jednak od innych programów z których Polska już od pewnego czasu korzysta – na przykład od pożyczek z KPO. Co więcej, ze względu na brak planów podniesienia podatków na cele zbrojeniowe, w przypadku rezygnacji z SAFE wydatki związane z obronnością i tak byłyby finansowane z pożyczek, tylko zapewne na mniej korzystnych warunkach.

- Główna zaleta SAFE to jego korzystne warunki finansowe. Koszt pożyczek SAFE będzie zbliżony do kosztu po jakim Komisja Europejska pożycza środki na rynkach finansowych, co w przypadku dziesięcioletnich obligacji oznacza różnicę niemal 60 punktów bazowych poniżej oprocentowania polskich obligacji w tej samej walucie. Według naszych zgrubnych szacunków oznacza to w horyzoncie obowiązywania pożyczki SAFE oszczędności dla Polski rzędu przynajmniej 48 mld zł. W rzeczywistości oszczędności mogą być większe – gdyby Polska chciała pożyczyć na rynku niemal 44 mld euro, koszty zapewne wzrosłyby w stosunku do obecnej sytuacji. W sumie sam fakt, że finansowanie z SAFE pozwala Polsce uniknąć konieczności emisji obligacji na rynkach finansowych jest bardzo dużą zaletą z punktu widzenia stabilności rynkowej oraz postrzegania Polski przez inwestorów. Dodatkowo, jest to pożyczka na 45 lat, przy czym przez pierwszą dekadę nie ma konieczności spłaty kapitału.

- W dyskusjach często pojawiają się obawy o możliwość wstrzymania płatności lub zablokowania dostępu do SAFE przez Komisję Europejską. Takie ryzyko wydaje się jednak niewielkie, ponieważ płatności mają nastąpić bardzo szybko. Po pierwsze, już na wiosnę Polska powinna dostać prefinansowanie w kwocie 6,6 mld euro. Pozostała kwota ma zostać wypłacona w przyszłości w jednej lub kilku transzach. Obecne plany przewidują jednak, że pozostała kwota trafi do krajów UE w ostatnim kwartale 2026 roku. Tym samym ryzyko wstrzymywania płatności przez KE byłoby bardzo ograniczone.

- Wreszcie, dodatkową korzyścią programu SAFE jest to, że środki mają zostać przeznaczone głównie na zakupy w krajach Unii Europejskiej, w tym Polski. Plany rządowe sugerują, że zdecydowana większość (przynajmniej 80%) środków ma trafić do polskich firm, co może stanowić impuls pro-wzrostowy dla krajowego przemysłu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

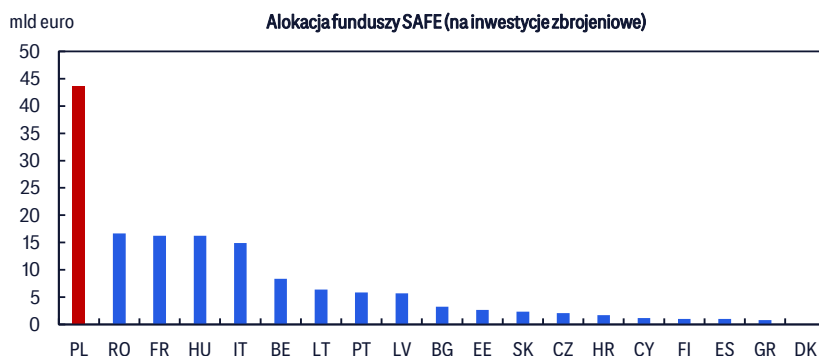
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórkaanastazja.nagorka@citi.com

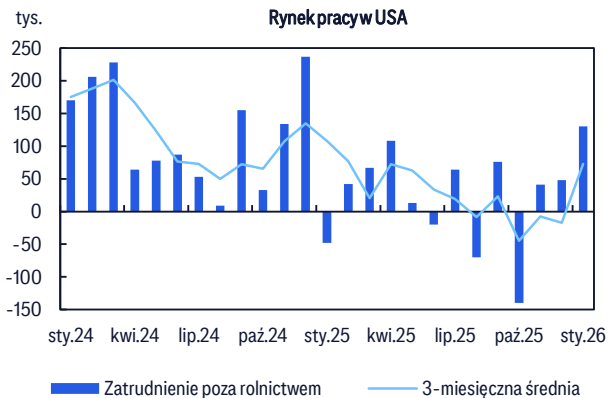
Wykres 1. Polska ma być największym beneficjentem środków SAFE



Źródło: Komisja Europejska

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Lepsze dane z rynku pracy przesuwają obniżkę na kwiecień

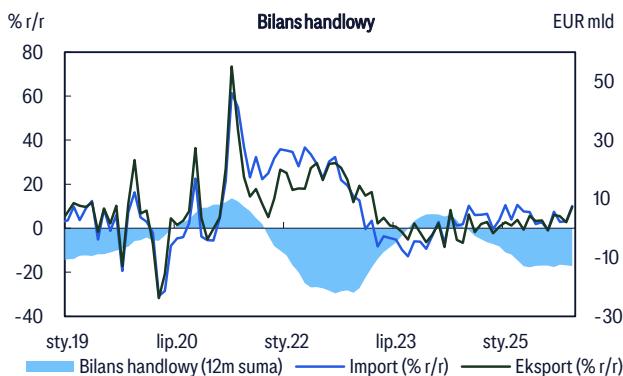


- W środę poznaliśmy opóźnione styczniowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 130 tys. (konsensus: 70 tys., prognoza Citi: 135 tys.), a stopa bezrobocia obniżyła się do 4,3% (konsensus i prognoza Citi: 4,4%). Naszym zdaniem bieżące odczyty nie przesądzą jeszcze o trwałej poprawie sytuacji na rynku pracy, gdyż najprawdopodobniej były efektem czynników sezonowych.

- Jednocześnie styczniowe dane mogą wspierać narrację o stabilizacji na rynku pracy, zmniejszając prawdopodobieństwo obniżki stóp w marcu. Spodziewamy się, że wznowienie cyklu luzowania polityki pieniężnej przez Fed nastąpi w kwietniu, z kolejnymi cięciami rozłożonymi w lipcu i we wrześniu, co w ujęciu rocznym przełożyłoby się na łączną redukcję stóp o 75 pb.

Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

Wykres 3. Sezonowość przyczyną pogorszenia salda rachunku bieżącego

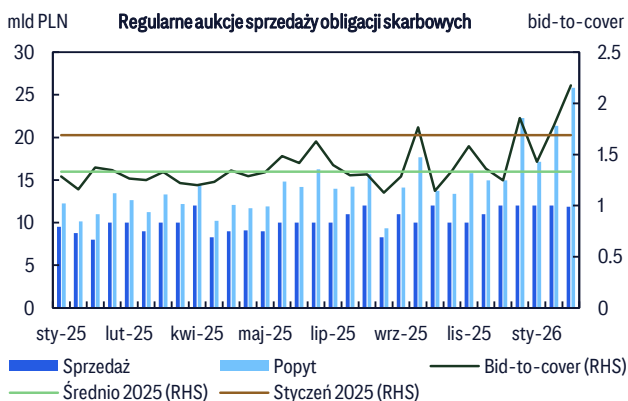


- Styczniowa inflacja spadła mniej niż oczekiwano i wniosła 2,2% (wobec 2,4% w grudniu). Szczątkowe rozbięcie danych o CPI pozwala na tylko pobieżną ocenę przyczyn niespodzianki, ale wydaje się, że była ona efektem kilku czynników – wyższych cen żywności, wyższej inflacji bazowej i zmian metodologicznych w obliczeniach CPI. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie oscylować w pobliżu 2%.

- W grudniu deficyt na saldzie rachunku obrotów bieżących pogłębił się do -1698 mln EUR wobec -499 EUR w listopadzie, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (-1137 mln EUR) oraz naszej prognozy (-1394 mln EUR). Na pogorszenie wyniku w dużej mierze wpłynął wysoki deficyt na saldzie towarowym, który w porównaniu z listopadem zwiększył się ponad dwukrotnie i wyniósł -2298 mln EUR. Pogorszenie salda wymiany handlowej jest jednak zgodne z efektami sezonowymi i w styczniu spodziewamy się jego poprawy.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 4. Nie brakuje chętnych na polskie obligacje



- Pierwsza w lutym regularna aukcja sprzedaży obligacji skarbowych przez Ministerstwo Finansów cieszyła się bardzo dużym zainteresowaniem ze strony uczestników. Przed aukcją Ministerstwo zakładało sprzedaż w przedziale od 8 do 12 mld PLN, natomiast wartość zgłoszonych ofert wyniosła ponad 25,8 mld PLN, co przy ostatecznej sprzedaży wynoszącej 11,9 mld PLN oznaczało, że wskaźnik pokrycia bid-to-cover wyniósł blisko 2,2, co oznacza najlepszy wynik od sierpnia 2024 roku.

- Wzrost popytu na polskie obligacje notowany jest od początku roku, gdyż średnio na styczniowych aukcjach bid-to-cover wynosił ~1,7 wobec średniej za cały ubiegły rok na poziomie 1,3. Przeciętny rozmiar aukcji w tym roku jest o blisko 2 mld PLN wyższy niż sprzedaże w roku ubiegłym. Oznacza to, że MF nie napotyka na razie problemów z finansowaniem potrzeb pożyczkowych.

Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 lut WTOREK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	I	--	2,1	2,1
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	II	65,0	65,0	59,6
18 lut ŚRODA							
14:00	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	XII	-4,5	-1,8	5,3
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	XII	1400	1415	--
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	tys.	XII	1230	1303	--
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	0,2	0,3	0,4
19 lut CZWARTEK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	I	-0,5	-0,7	-0,7
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	1,7	1,7	7,3
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	I	--	-2,3	-2,5
10:00	PL	Płace	% r/r	I	6,0	7,1	8,6
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	XII	-47,2	-55,5	-56,8
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	II	--	-12,0	-12,4
20 lut PIĄTEK							
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	II	50,0	49,5	49,1
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	II	52,2	52,3	52,4
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	II	50,1	50,0	49,5
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	II	53,0	51,8	51,6
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	XII	0,3	0,4	0,3
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	XII	0,3	0,4	0,5
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	XII	0,3	0,4	0,2
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	XII	0,3	0,3	0,2
14:30	USA	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q4	3,1	2,9	4,4
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	II	--	52,3	52,4
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	II	--	52,9	52,7
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	II	--	57,3	57,3
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	XII	741	738	--

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	1042	1117	1171
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3908	4184	4421
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27858	29863	31311
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	5.8	5.4	5.3
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	4.0	3.1
Inwestycje (% r/r)	-2.3	1.5	1.7	12.7	-0.9	4.2	7.8	0.6
Spożycie ogółem (% r/r)	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.4	3.9	3.6	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	-3.6	6.2	5.0	-0.3	2.9	3.7	3.6	2.9
Eksport (% r/r)	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	4.6	6.0	5.8
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.2	5.9	5.5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	2.7	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.1	2.8
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.2	5.7	5.5
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	3.50	3.50
WIBOR3M (% koniec okresu)	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.04	3.63	3.63
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	4.65	4.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.74	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.21	4.25
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.20	4.23
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	-9.8	-17.6	-22.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.9	-1.6	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-17.5	-26.0	-30.7
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	394.7	406.6	424.7
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	412.2	432.6	455.3
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.6	43.9	45.3
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.4	-36.2	-36.5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.8	-6.1	-5.9
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.2	-3.3	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	48.7	51.5	54.6

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 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 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.