

9 marca 2026 | 5 stron

Citi Weekly

Czekając na szczegóły o SAFE 0%

- Ostatni tydzień w kraju został zdominowany przez dyskusje na temat sposobu finansowania wydatków zbrojeniowych. Impulsem do tej dyskusji była zapowiedź prezesa NBP o możliwym przekazaniu przez bank centralny środków finansowych na cele obronne. Ponieważ szczegóły nowej propozycji nie zostały na razie zaprezentowane (poznamy je dopiero w środę), w naturalny sposób pojawiło się wiele spekulacji na temat planowanych rozwiązań. W rezultacie rentowności polskich obligacji długoterminowych wzrosły w minionym tygodniu bardziej niż w innych krajach regionu, i to nawet pomimo obniżki stóp procentowych. Z tego względu warto uporządkować to, co na razie wiemy.

- Zgodnie z zapowiedziami szefa NBP, środki na wsparcie wydatków zbrojeniowych mają pochodzić z zysku NBP i będą związane z wynikiem wypracowanym na zasobach złota. Wiadomo też, że wypłata zysku ma być rozłożona na kilka lat, po około kilkadziesiąt miliardów złotych rocznie. Ponadto, proponowane rozwiązania nie będą prowadzić do zmniejszenia rezerwy złota, ani nie będzie wiązać się z zakupami obligacji rządowych przez NBP.

- Tyle na tym etapie wiemy. Na tej podstawie można *przypuszczać*, że zysk będzie pochodzić albo z operacji finansowej polegającej na jednoczesnej sprzedaży i odkupie złota lub na operacji księgowej pozwalającej na przeklasyfikowanie niezrealizowanych zysków w rzeczywisty zysk. Operacje rewaluacji złota są bardzo rzadkie, ale zdarzają się i są wykorzystywane przez banki centralne w wyjątkowych sytuacjach. W ciągu ostatnich trzydziestu lat było [pięć takich przypadków](#), w tym między innymi operacje w Niemczech (1997 rok), Włoszech (2002) oraz RPA (2024). Wbrew pojawiającym się w publicznej dyskusji doniesieniom, zysk ze złota nie musiałby zostać w pełni przeznaczony na spłatę skumulowanych strat (po 2024 roku wyniosły one 48,2 mld zł, a po 2025 roku zapewne wzrosną o kolejne ~30 mld zł). Zgodnie z polskim prawem 5% zysku będzie musiało być przeznaczone na fundusz rezerwowy z którego pokrywane są straty z lat ubiegłych, a pozostałe 95% może trafić do budżetu (lub szerzej – do sektora rządowego i samorządowego).

- W sumie oznaczałoby to wyraźny transfer środków na wydatki związane z obronnością, choć konsekwencją tej zmiany byłby wzrost płynności sektora i zapewne również pewien efekt proinflacyjny (uzależniony od tego jaka część środków zostanie wydana w kraju). Z punktu widzenia ekonomicznego trudno jednak dostrzec powód dla którego środki z NBP miałyby być alternatywą dla unijnego SAFE. Przypuszczamy, że rząd będzie chciał skorzystać z obu instrumentów *jednocześnie*, ponieważ daje to budżetowi znaczną większą elastyczność i możliwość ograniczania kosztów obsługi długu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

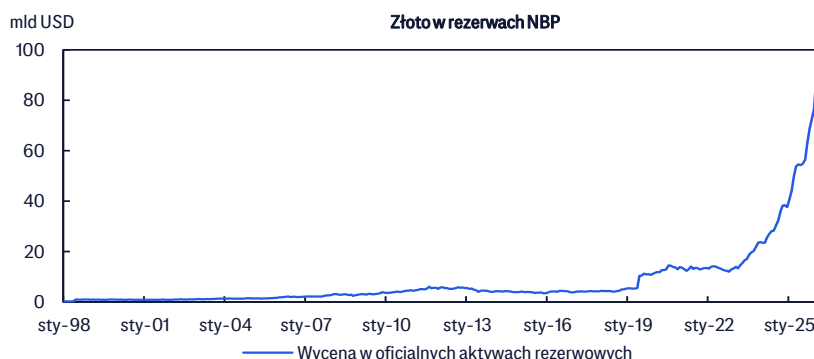
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórkaanastazja.nagorka@citi.com

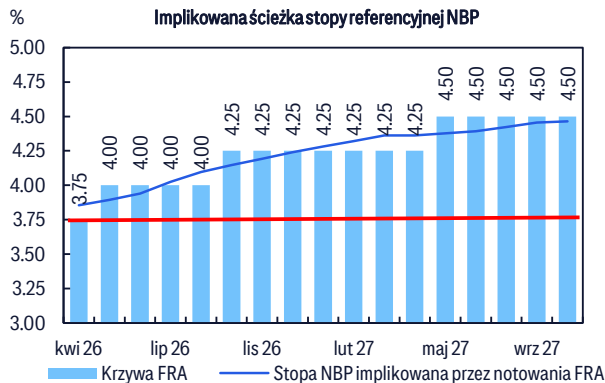
Wykres 1. Wartość złota w rezerwach NBP mocno wzrosła w ostatnich latach



Źródło: Citi Handlowy, Narodowy Bank Polski

Tydzień w wykresach

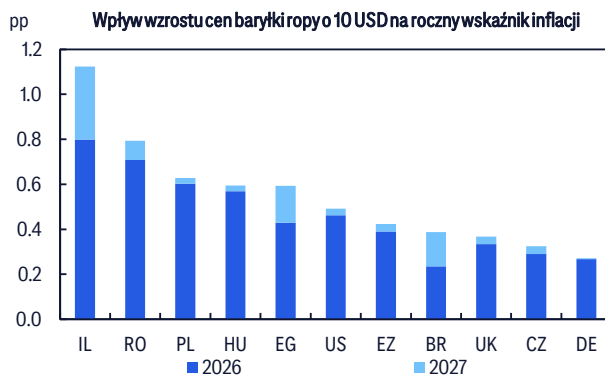
Wykres 2. Cięcie w warunkach niepewności



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- W minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb, sprowadzając stopę referencyjną do 3,75%.
- Podczas konferencji prasowej prezes Glapiński odniósł się do napięć na Bliskim Wschodzie, wskazując je jako istotny czynnik ryzyka dla dalszej ścieżki inflacji. Jednocześnie prezes NBP nie wykluczył dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w przypadku poprawy sytuacji geopolitycznej oraz spadku cen ropy i gazu.
- Najnowsza projekcja inflacji NBP wskazuje na kształtowanie się inflacji nieco poniżej celu do końca 2028 r., stanowiąc argument za dalszym łagodzeniem polityki pieniężnej. W naszym bazowym scenariuszu zakładaliśmy jeszcze jedno dostosowanie o 25 pb w drugim kwartale bieżącego roku. Niemniej w obecnych warunkach możliwe jest, że marcowa obniżka mogła być ostatnią w obecnym cyklu.

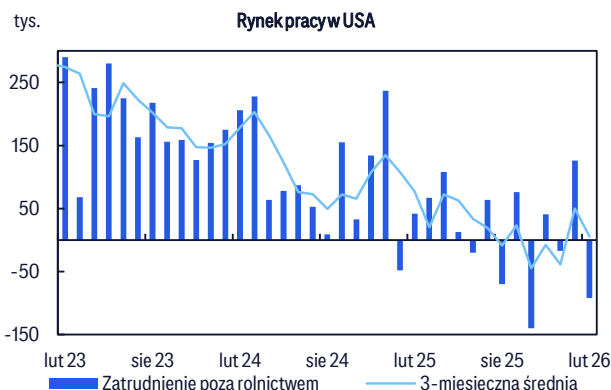
Wykres 3. Wyższa cena ropy podbija inflację



Źródło: szacunki Citi Handlowy na bazie modelu Oxford Economics

- Wzrost cen ropy wywołany eskalacją konfliktu na bliskim wschodzie jest czynnikiem, który będzie w najbliższych miesiącach wpływał na sytuację gospodarczą.
- Nasze szacunki wskazują, że trwały wzrost cen baryłki ropy o 10 USD prowadzi do umiarkowanego szoku dla wzrostu gospodarczego (0,1-0,2). Taka sama skala wzrostu cen ropy ma większy wpływ na inflację, która w całym roku mogłaby się okazać o co najmniej 0,4pp wyższa. W takim scenariuszu inflacja wciąż pozostaje w okolicy celu inflacyjnego NBP, jednak daje dużo mniejszy komfort decydentom do kontynuacji obniżek stóp procentowych. Ponadto, mocniejszy wzrost cen ropy, może prowadzić do nieliniowego wpływu szoku na poziom cen w kraju i skutkować większym wzrostem inflacji.
- Jak do tej pory wpływ konfliktu na ceny gazu był zdecydowanie mniejszy niż szok z lat 2021-2023, a cykl ustalania taryf na gaz dla gospodarstw domowych ogranicza wpływ na inflację w krótkim terminie. Nieco bardziej niepokojący jest niski stan zapętnienia magazynów gazu w Europie, co nie dotyczy jednak Polski, gdzie stan magazynowy jest relatywnie wysoki.

Wykres 4. Hamujący rynek pracy kontra ryzyko podwyższonej inflacji



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- Lutowe dane z amerykańskiego rynku pracy wskazały na jego dalsze hamowanie. Zatrudnienie poza rolnictwem obniżyło się o 92 tys., kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (+60 tys.) oraz naszej prognozy (+50 tys.). Stopa bezrobocia wzrosła natomiast do 4,4% wobec 4,3% w styczniu.
- Najnowsze dane stawiają Fed w trudniejszym położeniu między ryzykiem wzrostu inflacji związanym z wyższymi cenami ropy naftowej, a oznakami pogorszenia na rynku pracy. W naszej ocenie nie zmienia to jednak krótkoterminowej oceny Fed, który na marcowym posiedzeniu pozostawi stopy procentowe najprawdopodobniej bez zmian.
- Naszym scenariuszem bazowym pozostaje łączna obniżka stóp o 75 pb w bieżącym roku, z kolei rynki finansowe wycenijają kolejną obniżkę stóp w USA we wrześniu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 mar WTOREK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	II	1,8	1,7	2,1
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	II	1,4	--	1,6
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	II	3940	3880	3910
11 mar ŚRODA							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	II	2,0	2,0	2,1
13:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	II	0,2	0,2	0,3
13:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	II	0,3	0,3	0,2
12 mar CZWARTEK							
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	2,0	4,1	3,8
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	3,2	2,8	1,8
13:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	I	1466	--	1455
13:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	tys.	I	1310	1340	1404
13:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	I	-67,8	-65,8	-70,3
13 mar PIĄTEK							
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	II	2,1	2,1	2,2
13:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	I	0,6	0,5	0,3
13:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	I	0,4	0,3	0,4
13:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	I	0,4	0,4	0,4
13:30	USA	Deflator PCE	% m/m	I	0,3	0,3	0,4
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	I	1,5	0,5	-1,4
13:30	USA	PKB - drugi odczyt	% kw/kw	Q3	--	--	4,3
15:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	III	54,6	56,3	56,6
15:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	tys.	I	6615	6806	6542

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	1123	1173
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3908	4184	4421
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27858	30019	31347
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	5.4	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	4.0	6.0	5.8
Import (% r/r)	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.5	4.7	5.9	5.5
Ceny, pieniądź i kredyt	-2.0	6.9	5.3	0.2	3.0	3.6	4.0	3.1
Inflacja CPI (% r/r)	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.4	2.9	2.8
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	2.5	2.6
Płace nominalne (% r/r)	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	8.1	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	3.78	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.73	3.77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.20	4.24
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	-7.1	-15.0	-19.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	2.4	-1.3	-2.2	1.5	0.3	-0.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	7.9	-9.1	-23.2	5.1	-6.7	-14.9	-23.8	-28.2
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.0	410.4	427.4
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	405.0	434.2	455.6
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	44.7	46.0
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-36.1	-36.8	-37.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-6.7	-6.0	-5.8
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	48.6	51.4	54.4

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.