

Efekty boomów zbrojeniowych

- Opublikowany w ostatnich dniach flagowy raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego (*World Economic Outlook*) poświęca uwagę między innymi roli wydatków zbrojeniowych i ich wpływowi na gospodarkę. Analiza MFW obejmuje 215 przypadków wyraźnego zwiększenia wydatków na obronność, cofając się aż do 1946 roku. Temat wydaje się interesujący szczególnie w kontekście dotychczasowego i planowanego zwiększenia wydatków zbrojeniowych w Polsce.

- Okazuje się, że w przypadku ponad 2/3 analizowanych boomów zbrojeniowych dodatkowe wydatki były – podobnie jak w Polsce – finansowane głównie wyższym deficytem fiskalnym. Przypadki kiedy rządy sięgają po podwyżki podatków lub zmianę priorytetów wydatkowych (np. przesunięcie wydatków socjalnych na zbrojenia) zdarzają się zdecydowanie rzadziej. Jak można się domyślać, na podwyżki podatków relatywnie częściej decydują się kraje, które uczestniczą bezpośrednio w konfliktach. Według MFW, w przypadku boomu zbrojeniowego deficyt finansów publicznych rośnie w ciągu trzech lat przeciętnie o około 2,6% PKB, a dług zwiększa się w tym czasie o 7% PKB. Przypadek Polski wydaje się wpisywać w ten scenariusz, chociaż wzrosty deficytu i długu w kraju – odpowiednio 3,8 pp oraz 11 pp w porównaniu z 2022 rokiem – są zauważalnie większe niż w analizie MFW. Jest to jednak głównie efekt wzrostu wydatków społecznych, który nastąpił w okolicach wyborów parlamentarnych 2023 roku.

- Wydatki zbrojeniowe zazwyczaj mają pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą. Według szacunków Międzynarodowego Funduszu Walutowego przekładają się one na PKB w stosunku jeden-do-jednego. Oznacza to, że zwiększenie wydatków na obronność o 1% PKB, zwiększa PKB mniej więcej w tej samej skali. Ostateczny wynik uzależniony jest jednak od pewnych niuansów i tak na przykład kraje, które głównie kupują sprzęt za granicą, w naturalny sposób korzystają w mniejszym stopniu na boomach zbrojeniowych. Z perspektywy Polski jest to istotne choćby w kontekście planowanych na kolejne lata wydatków na obronność, w tym wydatków finansowanych z SAFE.

- Stopniowe przesuwanie strumienia środków w kierunku zamówień krajowych mogłoby mieć pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą w kraju, zarówno w krótkim, jak i dłuższym horyzoncie. Korzyści krótkoterminowe wynikałyby głównie z wzrostu zatrudnienia oraz wynagrodzeń w sektorze zbrojeniowym i współpracujących z nim firmach. W dłuższym horyzoncie efekty mają szansę uwidocznić się w podniesieniu mocy produkcyjnych i eksportowych gospodarki oraz w rozwoju krajowych technologii.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

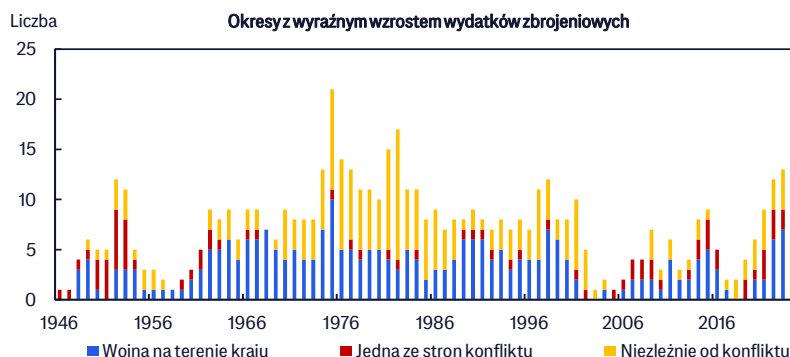
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Anastazja Nagórka

anastazja.nagorka@citi.com

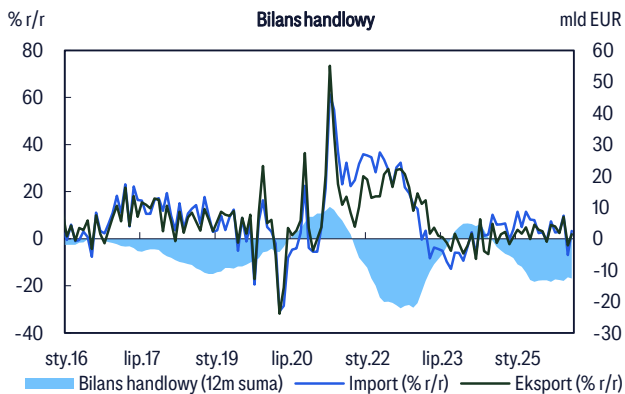
Wykres 1. Po okresie uspokojenia, w ostatnich latach liczba krajów przechodzących boom wydatkowy na cele zbrojeniowe ponownie wzrosła



Źródło: MFW

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Rachunek bieżący ponownie na minusie



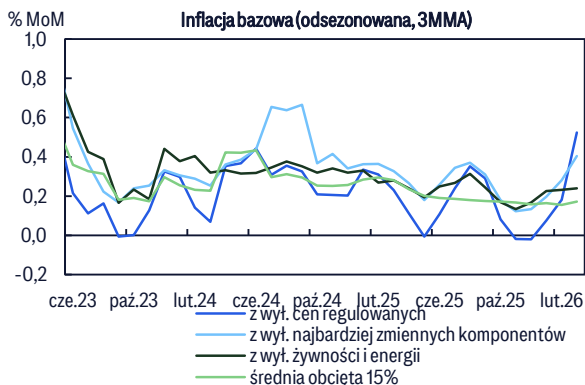
Źródło: NBP, Citi Handlowy

- W lutym saldo rachunku obrotów bieżących zaskoczyło deficytem w wysokości -990 mln EUR wobec konsensusu rynkowego na poziomie 399 mln EUR oraz naszej prognozy (-87 mln EUR).

- Na wynik słabszy od oczekiwanego w największym stopniu oddziaływało saldo obrotów towarowych, które w marcu odnotowało deficyt w wysokości -1025 mln EUR. Import wzrósł o 1,9% r/r, a eksport o 3,3% r/r. Według komentarza NBP, największy wpływ na nierównowagę w wymianie handlowej miały dobra inwestycyjne oraz środki transportu, czemu towarzyszył dalszy wzrost dostaw aut z Chin.

- W nadchodzących miesiącach wyższe ceny paliw będą wywierać dodatkową presję na saldo handlowe, przekładając się najprawdopodobniej na gorsze wyniki rachunku bieżącego.

Wykres 3. Ograniczona presja inflacyjna wspiera scenariusz stabilnych stóp



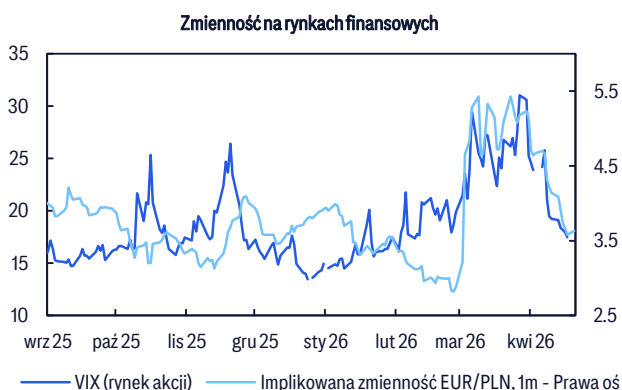
Źródło: NBP, Citi Handlowy

- Po lokalnym minimum z lutego (2,5% r/r), w marcu inflacja bazowa (po wyeliminowaniu cen żywności i paliw) wzrosła do 2,7% r/r. Na razie nie widać oznak szerszego rozlania się presji inflacyjnej na pozostałe sektory gospodarki, choć nie można wykluczyć pojawienia się takich efektów w kolejnych miesiącach.

- Obecny szok energetyczny pozostaje jednak słabszy niż w latach 2022-2023, co wynika z niższej skali wzrostów cen surowców, w szczególności gazu, oraz bardziej zrównoważonych warunków popytowo-podażowych. W efekcie ryzyko wystąpienia silnych efektów drugiej rundy oraz istotnego wzrostu inflacji bazowej pozostaje ograniczone.

- W takim otoczeniu uzasadnione wydaje się utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie, co pozostaje spójne z ostatnią komunikacją RPP.

Wykres 4. Zmienność na rynkach finansowych obniżyła się w porównaniu z marcem



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Ostatnie dni przyniosły na rynkach finansowych duże nadzieje na zakończenie konfliktu na Bliskim Wschodzie. Piątkowe doniesienia o odblokowaniu cieśniny Ormuz doprowadziły do silnych wzrostów na giełdach i spadku rynkowych stóp procentowych. Wiadomość ta jednak została w trakcie weekendu zdementowana, a rynki ponownie zareagowały nerwowo.

- Doświadczenia ostatnich tygodni pokazują, że pomimo okresowo napływających pozytywnych sygnałów, skala niepewności utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. Im dłużej trwa konflikt, tym większe mogą okazać się ekonomiczne skutki związane z utrzymywaniem wysokich cen energii oraz zaburzeniami niektórych łańcuchów dostaw. Co ciekawe, w tym samym czasie zmienność na rynkach finansowych wydaje się spadać, szczególnie w porównaniu z marcem.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
21 kwi		WTOREK					
09:30	PL	Zatrudnienie	% r/r	III	-0,8	-0,8	-0,8
09:30	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	4,5	4,1	1,5
09:30	PL	Inflacja PPI	% r/r	III	--	--	-2,3
09:30	PL	Płace	% r/r	III	6,3	6,3	6,1
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IV	-2,0	-7,0	-0,5
22 kwi		ŚRODA					
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	IV	-18,0	-17,2	-16,3
23 kwi		CZWARTEK					
09:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IV	51,0	51,4	52,2
09:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IV	51,0	50,3	50,9
09:30	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	5,5	5,2	5,0
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IV	51,0	50,9	51,6
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IV	50,7	49,8	50,2
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	III	--	--	10,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	212	--	207
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	III	--	--	-1,3
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	IV	--	--	52,3
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	IV	--	--	49,8
24 kwi		PIĄTEK					
09:30	PL	Stopa bezrobocia	%	III	6,1	6,0	6,1
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IV	86,1	85,5	86,4
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	IV	--	--	47,6

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	1096	1164
Nominalny PKB (mld PLN)	2338	2662	3101	3415	3653	3894	4169	4424
PKB per capita (USD)	15761	18196	18466	21607	24459	27758	29284	31105
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	4.0	3.2
Inflacja CPI (% średnia)	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.6	3.2	3.5
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	5.82	4.04	3.88	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.18	5.30	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.77	4.04	4.39	3.94	4.13	3.60	3.80	3.80
USD/PLN (Średnia)	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.75	3.81	3.80
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.23	4.33	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.24	4.31	4.31
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	14.4	-9.2	-15.7	12.5	2.8	-8.9	-17.0	-22.2
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	-15.2	-24.3	-28.9
Eksport	251.3	311.7	341.9	363.0	360.6	390.9	415.0	433.4
Import	243.4	320.7	365.1	357.8	367.3	406.1	439.3	462.3
Saldo usług	26.0	31.2	37.9	42.7	43.4	44.5	45.0	46.5
Saldo dochodów	-22.4	-30.3	-27.4	-33.0	-30.8	-37.6	-38.9	-39.4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-6.9	-1.7	-3.4	-5.2	-6.5	-7.2	-6.6	-6.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-5.6	-0.6	-1.8	-3.1	-4.3	-4.7	-3.9	-3.6
Dług publiczny (polska metodologia)	47.6	43.2	39.0	35.4	44.1	49.1	52.3	55.9

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.