

Więcej na zbrojenia

- W minionym tygodniu Rada UE ostatecznie zaakceptowała uruchomienie tak zwanej klauzuli wyjścia, która daje piętnastu krajom unijnym, w tym Polsce, przestrzeń do zwiększenia wydatków na zbrojenia. Decyzja nie jest zaskoczeniem – takiego wyniku spodziewaliśmy się od marca, kiedy Komisja Europejska sama wezwała kraje UE do skorzystania z tego narzędzia.

- Główne pytanie sprowadza się do tego, co uruchomienie klauzuli wyjścia rzeczywiście oznacza dla gospodarki. W minionym roku Polska zobowiązała się do stopniowego obniżania deficytu fiskalnego poprzez utrzymywanie określonej ścieżki wydatków publicznych. W tym miejscu wkracza nowa klauzula, która pozwala na odchylenie się od tej ścieżki wydatkowej, pod warunkiem, że odchylenie jest uzasadnione wzrostem wydatków obronnych w porównaniu z ich poziomem z 2021 r. Istnieją jednak pewne ograniczenia. Po pierwsze, dodatkowe wydatki obronne rocznie nie mogą przekroczyć 1,5 % PKB. Po drugie, ulga jest tylko tymczasowa i dotyczy czterech lat od 2025 do 2028 roku włącznie.

- W praktyce klauzula oznacza, że Polska może utrzymywać deficyt i dług na tymczasowo wyższych poziomach bez ponoszenia konsekwencji w postaci kar ze strony Komisji Europejskiej. Ponieważ od 2021 do 2025 roku wydatki na obronność wzrosły już o 1,3% PKB, Polska nie musi się spieszyć z korektą tego dodatkowego deficytu. Nie zmienia to jednak faktu, że gospodarka będzie ponosiła ewentualne konsekwencje rynkowe i ekonomiczne związane z luźniejszą polityką fiskalną, w tym na przykład wyższe koszty obsługi długu. Sama Komisja szacuje, że jeżeli dodatkowy wzrost wydatków zostanie wykorzystany równomiernie, deficyt może być w Polsce o 1,2% PKB wyższy od poziomu zgodnego z wcześniejszymi planami. KE uważa, że w tej sytuacji dług byłby w 2028 roku o 2,4% PKB wyższy niż w scenariuszu bazowym, ale w naszej ocenie szacunek ten prawdopodobnie zaniża rzeczywisty efekt ponieważ KE zakłada tylko stopniowe zwiększanie wydatków.

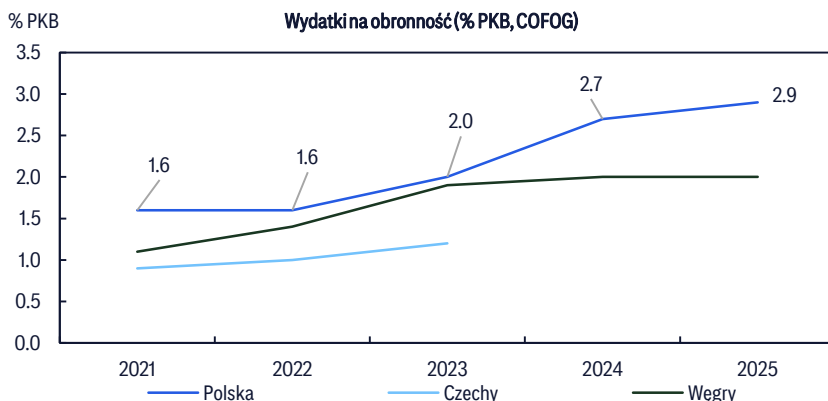
- W sumie uruchomienie klauzuli utwierdza nas w przekonaniu, że zacieśnienie fiskalne będzie znacznie wolniejsze niż zakładały dotychczasowe plany. Perspektywa ta nakłada się na niezbyt korzystny punkt startowy, ponieważ tegoroczny deficyt zapewne będzie wyższy niż szacowano rok wcześniej. Same dochody z VAT mogą okazać się o około 20 mld zł niższe od planowanych. W tym kontekście projekt przyszłorocznego budżetu, który zapewne poznamy za kilka tygodni wydaje się coraz istotniejszy.

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

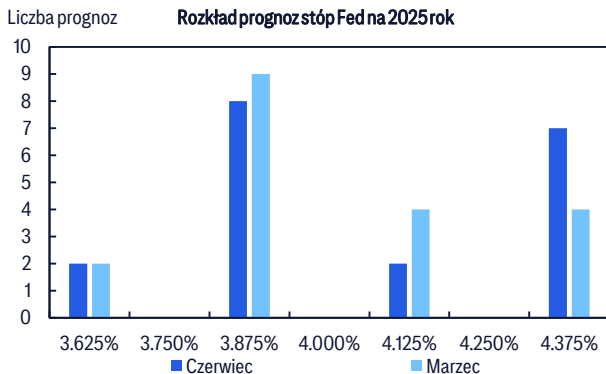
Wykres 1. Klauzula wyjścia pozwoli na dłuższy okres wysokiego deficytu



Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Większość w FOMC popiera dalsze obniżki stóp



Źródło: Citi Handlowy, Fed

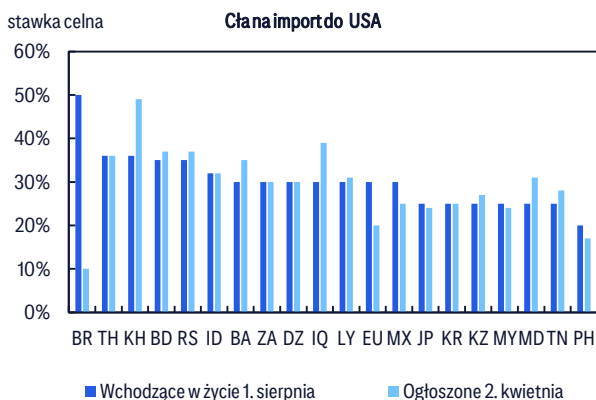
*bieżąca stopa procentowa wynosi 4,375% jako środek przedziału 4,25%-4,50%

- Zapiski z ostatniego posiedzenia Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) w czerwcu potwierdziły, że większość członków skłania się do kontynuacji obniżek stóp procentowych w bieżącym roku. Kilku decydentów widzi pole do zmiany stóp już w lipcu, niektórzy uważają, że stóp nie należy już obniżać w tym roku, a większość uważa, że dostosowanie będzie stosowne w dalszej części roku. W dyskusjach FOMC widać obawy o wpływ ceł handlowych na inflację oraz obawy o rynek pracy.

- Uważamy, że na posiedzeniu 30 lipca stopa fed funds nie ulegnie zmianie (4,25%-4,50% obecnie). Zakładamy, że cykl obniżek stóp procentowych zostanie wznowiony we wrześniu.

- Inflacja w najbliższych miesiącach może nieco rosnąć odzwierciedlając wzrosty cen dóbr, m.in. w wyniku wyższych ceł. W czerwcu efekt ten powinien być umiarkowany, gdyż zakładamy wzrost CPI bazowego o 0,2% m/m oraz 2,9% r/r wobec 0,1% m/m i 2,8% r/r w maju.

Wykres 3. Cła (prawie) tak wysokie jak kwietniu



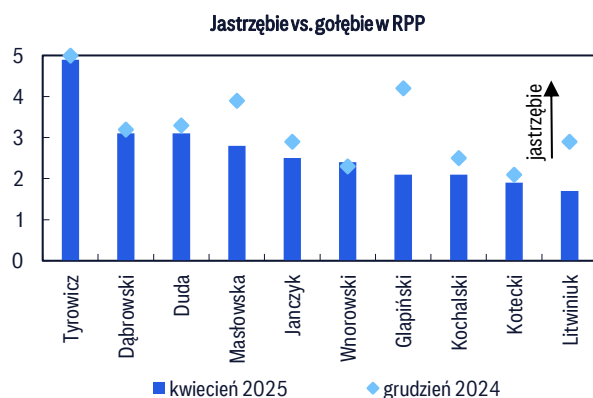
Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Od czasu kwietniowego ogłoszenia ceł dla wszystkich partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych i późniejszym tymczasowym zawieszeniu obowiązywania tych stawek (na okres 90 dni), negocjacje handlowe pozostają w centrum zainteresowania rynków finansowych. W ubiegłym tygodniu prezydent D. Trump przedstawił propozycję stawek celnych jakimi zostaną objęci kolejni partnerzy handlowi, w tym Unia Europejska oraz Meksyk, dla których wyznaczono 30% stawki.

- Nowe cła przedstawiane poszczególnym krajom zbliżone są do poziomu ogłoszonych w tzw. „Dniu Wyzwolenia” (Liberation Day) z kwietnia i stanowią zdecydowanie wyższy poziom niż rynkowe oczekiwania kształtujące się w przedziale 10%-20%.

- Przedstawione stawki nie są jeszcze ostatecznym poziomem ceł, jaki będzie obowiązywał w handlu wzajemnym. Nowe cła miałyby wejść w życie 1 sierpnia i do tego czasu wciąż możliwe są negocjacje.

Wykres 4. Kto jest kim w Radzie Polityki Pieniężnej?



Źródło: PAP, Citi Handlowy

- Od czasu posiedzenia RPP pojawiło się kilka wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego. Część członków RPP wciąż sugeruje, że dotychczasowych obniżek nie należy traktować jako początku cyklu cięcia stóp, lecz raczej jako jednorazowe dostosowanie do stanu gospodarki (I. Dąbrowski oraz I. Duda dla agencji Bloomberg).

- Jednocześnie pojawiają się jednak sygnały o tym, że do kolejnego cięcia stóp może dojść we wrześniu lub październiku. Taką możliwość zasygnalizowali m.in. L. Kotecki (Business Insider, 04/07) oraz H. Wnorowski (PAP, 04/07), jednak mowa jest głównie o jednym, ewentualnie dwóch cięciach o 25 pb do końca roku. Wypowiedzi członków RPP sugerują więc, że stopa referencyjna pod koniec roku może wynieść około 4,5%. Ostrożność w polityce pieniężnej powodują czynniki takie jak poziom inflacji, prowadzenie luźnej polityki fiskalnej oraz niepewność dotycząca kwestii tarczy energetycznej.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 lip PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	V	-744	-785	-374
15 lip WTOREK							
04:00	CN	PKB	% r/r	Q2	5.2	5.1	5.4
04:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	5.3	5.6	5.8
04:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VI	5.8	5.1	6.4
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VI	4.1	--	4.1
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VII	52	50	47.5
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VI	0.2	0.3	0.1
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VI	0.2	0.3	0.1
16 lip ŚRODA							
09:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	VI	--	-0.5	-0.8
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VI	3.4	--	3.3
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	VI	0.3	0.2	0.1
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	VI	0.3	0.2	0.1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	0.1	0	-0.2
17 lip CZWARTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VI	2	2	1.9
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VII	--	-1	-4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	0.4	0	-0.9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	224	234	227
18 lip PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	VI	--	-1.3	-1.2
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mIn	VI	1.399	1.370	1.394
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mIn	VI	1.334	1.300	1.256
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	VII	61.7	61	60.7

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025P	2026P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	596	600	690	697	813	915	1066	1131
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2662	3101	3415	3641	3898	4160
PKB per capita (USD)	15528	15761	18196	18466	21607	24388	28505	30244
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	5.3	5.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4.4	-2.0	6.9	5.3	0.1	2.9	3.7	3.7
Inwestycje (% r/r)	6.2	-2.3	1.5	1.7	12.7	-2.2	5.0	4.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.1	-1.5	5.9	4.0	0.9	4.3	3.5	3.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.5	-3.6	6.2	5.0	-0.3	3.1	3.6	3.5
Eksport (% r/r)	5.3	-1.1	12.3	7.4	3.7	2.0	3.8	5.8
Import (% r/r)	3.2	-2.4	16.3	6.8	-1.5	4.2	3.9	5.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.7	2.8	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.6	3.7	2.3
Płace nominalne (% r/r)	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	11.0	7.9	6.1
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	4.50	3.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.82	4.51	3.88
Rentowność obligacji 10-letnich	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.89	5.10	4.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.10	3.57	3.76
USD/PLN (Średnia)	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.98	3.66	3.68
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.27	4.24	4.29
EUR/PLN (Średnia)	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.31	4.23	4.26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1.6	16.9	-10.1	-17.6	13.7	3.4	-2.7	-1.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0.3	2.8	-1.5	-2.5	1.7	0.4	-0.2	-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
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.7	-6.9	-1.7	-3.4	-5.3	-6.6	-6.2	-5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.2	-4.4	-3.6	-2.9
Dług publiczny (polska metodologia)	43.3	47.6	43.2	39.0	35.4	44.3	47.4	50.7

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 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.