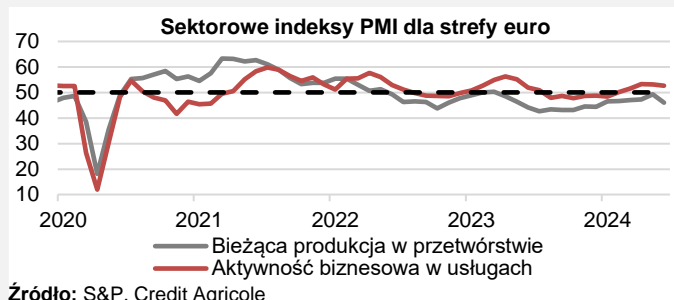


W tym tygodniu

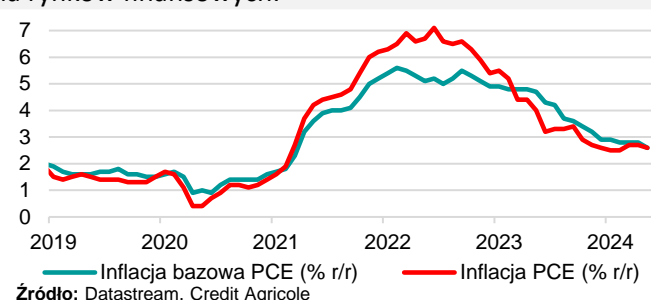
➤ **Dzisiaj poznamy krajowe dane o sprzedaży detalicznej.** Oczekujemy, że jej dynamika liczona w cenach stałych zwiększyła się do 5,7% r/r w czerwcu wobec 5,4% w maju, co potwierdzi stopniowe ożywienie popytu konsumpcyjnego w Polsce. Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu rynkowego (5,8%), a tym samym jej realizacja będzie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

➤ **W środę poznamy wstępne wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (PMI).** Rynek oczekuje, że zagregowany indeks PMI w strefie euro obniżył się nieznacznie w lipcu do 50,8 pkt. wobec 50,9 pkt. w czerwcu. Mimo prognozowanego spadku byłby to już



piąty miesiąc z rzędu, w którym indeks PMI ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wyniki badań koniunktury najprawdopodobniej potwierdzą utrzymujące się rozbieżne tendencje w sektorze usług (stopniowe ożywienie) i przetwórstwie (utrzymujący się spadek aktywności). W przypadku indeksu PMI w niemieckim przetwórstwie rynek oczekuje z kolei lekkiego wzrostu do 44,5 pkt. w lipcu wobec 43,5 pkt. w czerwcu. W czwartek opublikowany zostanie dodatkowo indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Zgodnie z konsensusem wartość indeksu zwiększyła się w lipcu do 89,0 pkt. wobec 88,6 pkt. w czerwcu. Uważamy, że publikacja wyników badań koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech, będzie neutralna dla rynków finansowych.

➤ **W tym tygodniu opublikowane zostaną ważne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja PCE ogółem zmniejszyła się do 2,4% r/r w czerwcu z 2,6% w maju, przy jednoczesnym spadku inflacji bazowej do 2,5% r/r z 2,6%. W czwartek poznamy z kolei wstępny szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Prognozujemy, że

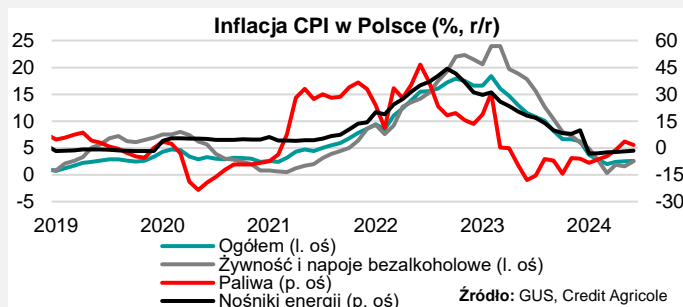


sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększyło się w II kw. do 1,8% wobec 1,4% w I kw. Uważamy, że na przyspieszenie wzrostu PKB w II kw. w porównaniu do I kw. złożyły się wyższe wkłady inwestycji i zapasów oraz niższe wkłady konsumpcji prywatnej, wydatków rządowych i eksportu netto. W czwartek poznamy również wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA. Uważamy, że spadły one w czerwcu o 1,5% m/m wobec wzrostu o 0,1% w maju, głównie ze względu na niższe zamówienia na samoloty. Uważamy, że dane dotyczące sprzedaży nowych domów (635 tys. w czerwcu wobec 619 tys. w maju) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,95 mln wobec 4,11 mln) potwierdzą nasz scenariusz spowolnienia aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości, które jest efektem m.in. utrzymującego się wysokiego poziomu oprocentowania kredytów hipotecznych. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (66,0 pkt. w lipcu wobec 68,2 pkt. w czerwcu i 66,0 pkt. we wstępnym szacunku) potwierdzi pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych wynikające z utrzymującej się podwyższonej inflacji. Nasze prognozy inflacji PCE kształtują się poniżej oczekiwań rynku, stąd ich realizacja może oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. EBC zdecydował o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym. Tym samym główna stopa procentowa EBC wynosi 4,25%, a depozytowa 3,75%. W komunikacie podtrzymano deklarację, iż stopy procentowe zostaną utrzymane na restrykcyjnym poziomie tak długo, jak to konieczne, by stłumić presję inflacyjną, a kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde dała do zrozumienia, że ewentualna obniżka stóp procentowych we wrześniu pozostaje otwartą kwestią, a decyzja zależeć będzie od wyników wrześniowej projekcji makroekonomicznej. Ubiegłotygodniowa decyzja EBC, a także wypowiedzi Ch. Lagarde są spójne z naszym scenariuszem, zgodnie z którym EBC dokona w tym roku jeszcze dwóch obniżek stóp procentowych po 25pb (we wrześniu i w grudniu).

Inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w czerwcu do 2,6% r/r wobec 2,5% w maju, kształtując się zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS. W kierunku zwiększenia inflacji oddziaływały wyższe dynamiki cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe” oraz „nośniki energii”. Przeciwny wpływ na inflację



miała natomiast niższa dynamika cen w kategorii „paliwa”, a także spadek inflacji bazowej, która obniżyła się do 3,6% r/r w czerwcu wobec 3,8% w maju. W ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się o 0,2%, a tym samym ich dynamika nadal kształtuje się nieznacznie powyżej wzorca sezonowego. Wskazuje to naszym zdaniem na utrzymującą się presję inflacyjną w polskiej gospodarce (por. MAKROpuls z 15.07.2024). Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą w kolejnych miesiącach inflacja znacząco wzrośnie, co będzie spowodowane głównie wzrostami dynamiki cen nośników energii i żywności. Oczekujemy, że wzrost cen prądu i gazu o ok. 20% m/m przyczyni się do zwiększenia inflacji w lipcu do 4,4% r/r.

Saldo na polskim rachunku obrotów bieżących zmniejszyło się w maju do -63 mln EUR wobec -13 mln EUR w kwietniu (rewizja w górę z -241 mln EUR), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (187 mln EUR) i powyżej naszej prognozy (-769 mln EUR). Zmniejszenie salda na rachunku obrotów bieżących wynikało głównie z obniżenia sald obrotów towarowych i dochodów wtórnych (odpowiednio o 737 mln EUR i 177 mln EUR niższe niż w kwietniu), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe salda usług i dochodów pierwotnych (odpowiednio o 150 mln EUR i 714 mln EUR wyższe niż w kwietniu). Jednocześnie w maju odnotowano spadek dynamiki eksportu (-7,6% r/r wobec 6,5% w kwietniu) oraz importu (-2,4% wobec 7,0%), do czego przyczyniła się niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Zgodnie z komunikatem NBP spadek eksportu miał szeroki zakres i został odnotowany we wszystkich głównych kategoriach towarowych, przy czym na szczególną uwagę zasługują pogłębiające się spadki sprzedaży w branży motoryzacyjnej (m.in. akumulatorów elektrycznych, części samochodowych, aut osobowych i ciągników drogowych). Z kolei skala spadku importu ograniczana była przez stabilizujące się ceny surowców energetycznych. Ubiegłotygodniowe dane sygnalizują ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zmniejszyło się w II kw. do 1,0% wobec 1,2% w I kw.

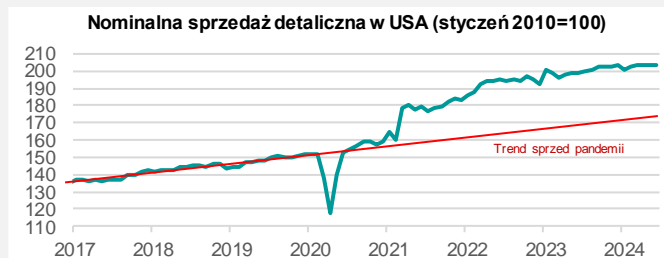
Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w czerwcu o 0,3% r/r wobec spadku o 1,6% w maju, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-1,3%) i naszej prognozy (-2,5%). Po

oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w czerwcu o 1,3% m/m. Wzrost rocznej dynamiki produkcji przemysłowej miał szeroki zakres i został odnotowany w trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych, powiązanych z budownictwem oraz w pozostałych kategoriach (por. MAKROpuls z 18.07.2024). W danych można zauważyć utrzymujący się wyraźny spadek produkcji w branżach eksportowych, gdzie perspektywy pozostają nadal niekorzystne (por. MAKROmapa z 01.07.2024 i 08.07.2024). Na uwagę zasługuje również wzrost aktywności w branżach powiązanych z budownictwem, co wynika ze stopniowego ożywienia aktywności w tym sektorze. W całym II kw. produkcja przemysłowa zwiększyła się średnio o 2,2% r/r wobec wzrostu o 0,2% w I kw., co stanowi wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego będzie kształtowało się w trendzie wzrostowym.

Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w Polsce zwiększyła się w czerwcu do -0,4% wobec -0,5% w maju, kształtując się zgodnie z konsensusem i powyżej naszej prognozy (-0,5%).

W porównaniu z majem zatrudnienie zmniejszyło się w lutym o 3,2 tys. osób. Za zmniejszenie zatrudnienia odpowiadała głównie kategoria „przetwórstwo przemysłowe”, gdzie utrzymują się obserwowane w ostatnich miesiącach procesy restrukturyzacyjne (por. MAKROpuls z 18.07.2024). Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w czerwcu do 11,0% r/r wobec 11,4% w maju, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego (11,5%) i naszej prognozy (11,2%). Kilkunastoprocentowy wzrost nominalnych wynagrodzeń miał szeroki zakres i został odnotowany w większości raportowanych przez GUS kategorii. W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w czerwcu o 8,2% r/r wobec wzrostu 8,7% w maju. W konsekwencji w czerwcu odnotowano lekkie zmniejszenie realnej dynamiki funduszu płac (do 7,8% r/r wobec 8,2% w maju). W całym II kw. realna dynamika funduszu płac obniżyła się do 8,1% wobec 9,2% w I kw. Nie zmienia to jednak naszego scenariusza przyspieszenia wzrostu konsumpcji w ujęciu rocznym w II kw. (5,1% r/r wobec 4,6% w I kw.).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w USA obniżyła się w czerwcu do 0,6% wobec 0,9% w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,3%). Jej spadek wynikał z niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie



Źródło: Datastream, Crédit Agricole

przemysłowym, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe dynamiki produkcji w górnictwie i dostarczaniu mediów. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w czerwcu do 78,8% wobec 78,3% w maju, pozostając na umiarkowanie wysokim na tle historycznym poziomie. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, której miesięczna nominalna dynamika spadła do 0,0% m/m w czerwcu wobec 0,3% w maju (rewizja w górę z 0,1%), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (0,2%). Bez uwzględnienia samochodów sprzedaż detaliczna zwiększyła się w czerwcu o 0,4% wobec wzrostu o 0,1% w maju (rewizja w górę z -0,1%). Dane są tym samym spójne z naszym scenariuszem zakładającym stopniowe spowolnienie konsumpcji w USA. Na wzrost aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały dane o nowych pozwoleniach na budowę (1446 tys. w czerwcu wobec 1399 tys. w maju – powyżej konsensusu rynkowego na poziomie 1395 tys.) i liczbie rozpoczętych budów (1353 tys. wobec 1314 tys., przy oczekiwaniach równych 1300 tys.). Mieszanych sygnałów z amerykańskiego przetwórstwa dostarczyły natomiast regionalne indeksy Philadelphia Fed (13,9 pkt. w lipcu wobec 1,3 pkt. w czerwcu) oraz NY Empire State (-6,6 pkt. wobec -6,0 pkt.). Ubiegłotygodniowe dane są zatem spójne z naszym scenariuszem lekkiego wzrostu aktywności w amerykańskiej gospodarce w II kw.

 **Czy wydatki na zbrojenia przyspieszą wzrost gospodarczy w Polsce?***

W listopadzie 2022 r. przedstawiliśmy analizę podsumowującą planowane wydatki państwa na modernizację techniczną polskich sił zbrojnych w latach 2022-2035 wraz z oceną ich wpływu na wzrost PKB (por. MAKROmapa z 14.11.2022). Pojawiające się stale nowe informacje dotyczące tych wydatków skłoniły nas do aktualizacji tej analizy.

Podstawową trudnością towarzyszącą analizie wydatków zbrojeniowych jest niekompletność dostępnych danych w tym zakresie. Z tego powodu poniższa analiza przedstawia nasze szacunki. Podobnie jak w przypadku poprzedniej analizy, w obliczeniach wykorzystaliśmy informacje zawarte zarówno w oficjalnych dokumentach (decyzjach budżetowych Ministerstwa Obrony Narodowej, ustawach budżetowych oraz raportach NIK dotyczących wykonania budżetu państwa), w komunikatach Ministerstwa Obrony Narodowej i Agencji Uzbrojenia, jak i artykułach w wiodących wydawnictwach branżowych, w szczególności w miesięczniku Nowa Technika Wojskowa i portalu internetowym Dziennik Zbrojny.

Od naszej ostatniej analizy ogłoszonych zostało wiele nowych programów, istotnie zwiększających łączne wydatki na zbrojenia w nadchodzących latach, co znalazło odzwierciedlenie w rozmiarze tablicy z planowanymi zakupami uzbrojenia – jej aktualna wersja ma ponad dwukrotnie więcej pozycji niż ostatnio. Ponownie uwzględnione zostały planowane programy, w tym będące na etapie wstępnych konsultacji rynkowych. Uznajemy, iż te programy prawdopodobnie w przyszłości zmienią się w konkretne umowy, m.in. mosty szturmowe Daglezja-G, okręt hydrograficzny czy nowe Ciężkie Bojowe Wozy Piechoty. Jednocześnie analiza ponownie nie obejmuje wielu mniejszych umów o wartości poniżej 100 mln zł, których zawieranie nie musi być upublicznione lub są zawierane przez różne jednostki organizacyjne podległe Ministerstwu Obrony Narodowej.

Ponieważ w większości przypadków znane są tylko łączne wartości projektów, natomiast szczegółowe informacje o terminach płatności i zaliczkach nie są ujawnione, dla programów bez szczegółowych informacji założono proporcjonalny rozkład wydatków na poszczególne lata uwzględniając deklarowany termin realizacji umowy. Tym samym kwoty przedstawione w analizie nie stanowią precyzyjnego odzwierciedlenia rzeczywistych wydatków, natomiast są przeprowadzoną zgodnie z naszą najlepszą wiedzą próbą szacunku skali wydatków związanych z deklarowaną modernizacją techniczną polskich sił zbrojnych w średnim okresie. Ponownie nasza analiza pomija również składnik kosztów osobowych, kosztów budowy oraz utrzymanie infrastruktury stałej i poligonowej czy kosztów bieżących, które co roku stanowią ponad 60% budżetu Ministerstwa Obrony Narodowej.

Poniższa tabela stanowi rozwinięcie tabeli przedstawionej w 2022 r., uwzględniające opublikowane od tego czasu nowe informacje. Ponownie przedstawia ona profil czasowy wydatków na modernizację techniczną polskich sił zbrojnych. Wydatki podzielone są na poszczególne programy oraz w przypadku niektórych większych programów jak HOMAR czy Wisła II, rozbite są również na poszczególne umowy, co umożliwia dokładniejsze oszacowanie udziału polskiego przemysłu w ich realizacji. Dla umów zawartych w USD, GBP i EUR wartości zostały przeliczone na złote w oparciu o naszą prognozę kursów tych walut, zakładając dalszą stopniową aprecjację złotego względem euro oraz dolara.

Planowane zakupy uzbrojenia - perspektywa do końca 2035 r.																		
Lp.	Nazwa programu	Opis	Harmonogram wydatków (mld PLN)														Suma	
			do 2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034		2035
79	NBWP Borsuk	Bojowy Wóz Piechoty				2,0	4,0	4,0	5,0	5,0	5,0	5,0	6,0	6,0	6,0	6,0	60,0	
80	ZSSW-30	Zdalnie Sterowany System Wieżowy				0,5	0,4	0,4	0,4								1,7	
81	Rosomak	Kołowe transportery opancerzone Rosomak		0,2		0,1	0,1										0,4	
82	Rosomak	Kołowe transportery opancerzone Rosomak						1,3	1,3								2,6	
83	Rosomak-L ZSSW-30	Kołowe transportery opancerzone Rosomak							2,9	2,9	2,9						8,6	
84	KTO Rosomak-WEM	Wóz medyczny				0,2	0,2	0,2									0,5	
85	Kleszcz	Lekkie Opancerzone Transportery Rozpoznawcze Bóbr				0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	6,0	
86	Ciężkie BWP	Ciężkie bojowe wozy piechoty nowego projektu										2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	4,0	
87	Nowy KTO	Kołowy transporter opancerzony nowego projektu										1,0	1,0	1,0	1,0	3,0	10,0	
88	Legwan	Lekkie Pojazdy Rozpoznawcze				0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2					1,4	
89	MRAP Cougar	Pojazdy minoodporne		0,1													0,1	
90	Ottokar-Brzoza	Niszczyciel czołgów na podwoziu kołowym					1,0	1,0	1,0	1,0							4,0	
91	Orkan	Modernizacja okrętów rakietowych		0,2	0,1	0,1	0,1	0,1									0,6	
92	Kormoran II	Okręty niszczyciele min		1,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5							4,6	
93	Delfin	Okręt rozpoznania radioelektronicznego			0,6	0,5	0,5	0,5	0,5								2,7	
94	Tralowce 207P i 207 M	Remont Tralowców		0,1	0,1	0,1	0,1										0,2	
95	Miecznik	Fregaty		1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		14,8	
96	Radiostacje	Radiostacje Rohde & Schwarz				0,0	0,0	0,0									0,0	
97	Hydrograf	Okręt hydrograficzny						0,1	0,2	0,2							0,5	
98	Orka	Okręty podwodne						1,5	1,5	1,5	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0		14,0	
99	MSBS Grot	Modułowy system broni strzeleckiej		0,2	0,5	0,5	0,5	0,5									2,2	
100	VIS 100	Pistolety samopowtarzalne			0,0	0,0	0,0	0,0									0,2	
101	UKM-2000P	Karabiny maszynowe			0,0	0,0											0,1	
102	Amunicja strzelecka	Amunicja kalibrów: 5,56mm; 7,62mm; 9mm			0,3	0,3	0,3	0,3									1,0	
103	Optoelektronika	Lornetki i celowniki		0,1	0,1	0,1	0,1										0,3	
104	Optoelektronika	Dalmierze, celowniki, lunety		0,1	0,1	0,1	0,1										0,3	
105	Noktowizory	Sprzęt noktowizyjny			0,4	0,4	0,4	0,4									1,6	
106	Granatniki M-72	Granatniki M-72		0,1	0,1												0,2	
107	Helmy	Helmy Kevlarowe wz. 2005 i HP-05			0,1	0,1	0,1										0,3	
108	Gryf	Kamizelki kuloodporne Gryf			0,1	0,1											0,2	
109	KKZ-01	Kamizelki kuloodporne KKZ-01				0,2	0,2										0,5	
110	KWM-02	Kamizelki kuloodporne KWM-02			0,1	0,1	0,1										0,2	
111	Javeliny	Moduły celownicze i pociski		0,1	0,1	0,1	0,1										0,5	
112	Spike-LR	Przeciwpancerne pociski kierowane		0,1	0,1	0,1	0,1										0,4	
113	Carl-Gustaf	Granatniki Carl-Gustaf M4 z amunicją			1,6	1,6	1,6	1,6									6,5	
114	Obserwator	Satelity Airbus		0,5	0,5	0,5	0,5	0,5									2,5	
115	Barbara	Aerostaty rozpoznawcze						1,5	1,4	1,4							4,3	
116	ALC-T	Aparatury łączności cyfrowej-transmisyjnej		0,2	0,2	0,2	0,2										0,9	
117	C4ISR	Zintegrowane systemy wsparcia dowodzenia oraz obrazowania pola walki		0,5	1,3	1,3											3,0	
118	MMSD	Mobile Moduły Stanowisk Dowodzenia		0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1								0,7	
119	Zawilec	Wóz Dowodzenia					0,1										0,1	
120	Radiostacje plecakowe	Sprzęt łączności piechoty				0,4	0,4	0,4									1,2	
121	Flexnet UGS	System sensorów rozpoznawczych				0,1	0,1	0,1									0,2	
122	GPS	Wojtkowe odbiorniki GPS z modulem kryptograficznym						0,1	0,1								0,2	
123	Jelcz	Jelcz 442.32 i Jelcz 662D.43		0,7	0,7	0,7	0,7	0,7									3,5	
124	Jelcz	Systemy samozaladowawcze do przewozu kontenerów na Jelczach 862				0,2	0,2	0,2	0,2								0,8	
125	Parki pontonowe PFM	Parki pontonowe PFM		0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3						2,7	
126	Symulatory i trenażery	Symulatory i trenażery		0,1	0,1	0,1	0,1										0,3	
127	CYBER.MIL 2.0	Program cyberbezpieczeństwa		0,3	0,3	0,3	0,3										1,0	
128	Berberys	Siatki maskujące			0,1	0,1	0,1	0,1									0,2	
129	Kosodrzewina	Sprzęt inżynieryjny			0,0	0,0	0,0										0,1	
130	Daglezja-S	Mosty towarzyszące					0,2	0,2	0,2	0,2							0,8	
131	Daglezja-G	Mosty szturmowe na podwoziu gąsienicowym						0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4		3,0	
132	Ford Ranger	Pick-Up Trucki		0,0	0,0	0,0											0,1	
133	Volvo FM	Samochody ciężarowe				0,1											0,1	
134	Bushmaster II	Pociski ze smugaczem, MESKO					0,0	0,0	0,0								0,1	
Suma			33,0	28,9	40,8	53,0	53,3	68,0	73,0	63,3	64,0	54,1	51,5	43,9	38,4	40,4	746,4	
w tym wydatki realizowane w Polsce			8,7	5,7	10,1	16,9	19,3	21,1	27,2	23,1	23,8	20,2	21,0	20,8	21,2	24,7	24,2	287,9
w tym wydatki realizowane w Polsce (% całkowitych wydatków)			26%	20%	25%	32%	36%	31%	37%	36%	37%	37%	41%	47%	55%	61%	60%	39%

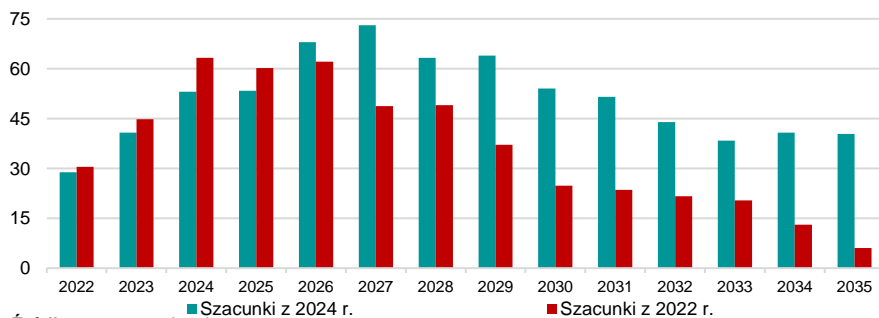
Źródło: opracowanie własne, z uwzględnieniem Planu Modernizacji Technicznej Sił Zbrojnych RP na lata 2013-2022, 2017-2026 i 2021-2035, stan na dzień 10.07.2024 r.

*Pozycje o wartości poniżej 50 milionów widoczne są jako 0,0

**Jasnoczerwone oznaczenie harmonogramu wydatków dotyczy pozycji których wartość jest szacunkiem

***Jasnoczerwone oznaczenie nazwy i opisu dotyczy pozycji, których realizacja jest niepewna

Planowane zakupy uzbrojenia (mld PLN)

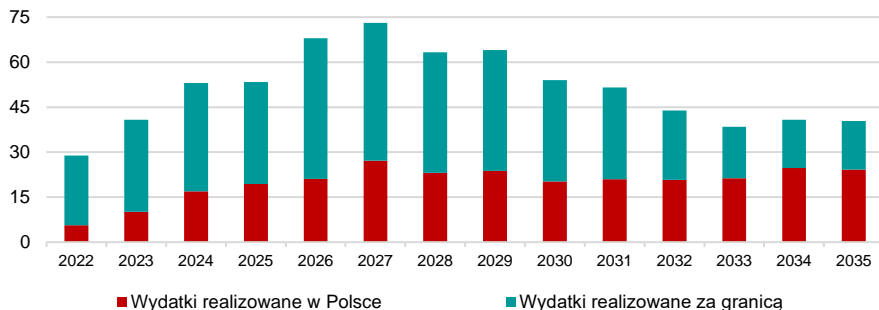


Źródło: opracowanie własne

Szacujemy, że łączna kwota zrealizowanych i planowanych wydatków w horyzoncie od 2022 do 2035 r. wyniesie 713,4 mld zł (ok. 20% PKB z 2024 r.), co oznacza wzrost o 208,1 mld zł w porównaniu z poprzednimi szacunkami które przewidywały wydatki na poziomie 505,4 mld w tych latach, co stanowiłoby ok. 14% PKB z 2024. Jest to efektem zarówno pojawienia się

wielu nowych programów i umów, nieuwzględnionych poprzednio, jak również wzrostu kosztów w istniejących programach. Największe różnice można zauważyć w latach 2027-2035, na które przewidziano realizację wielu nowych programów. Dodatkowo kilka dużych programów opóźniło się, co również przesunęło wydatki na późniejsze lata. Zwiększył się również prognozowany udział polskiego przemysłu w realizacji zamówień, sięgając 39% (wobec 26% w naszej poprzedniej analizie), co oznacza silniejszy pozytywny wpływ wydatków zbrojeniowych na PKB w Polsce. Wzrost udziału wydatków realizowanych w polskim przemyśle w latach przyszłych wiąże się oczekiwaniem realizacji programów m.in. Nowych Bojowych Wozów Piechoty Borsuk i Kołowych Transporterów Opancerzonych wyposażonych w zdalnie sterowany system wieżowy ZSSW-30. Utrzymanie tej tendencji zależy jednak od zwiększania wydatków na badania i rozwój, których poniesienie warunkuje w dłuższej perspektywie możliwość dostarczania rozwiązań przez przemysł krajowy. Dla lat 2024-2035 zamówienia skierowane do polskiego przemysłu szacowane są na 263,4 mld zł – ok. 7% PKB z 2024 r.

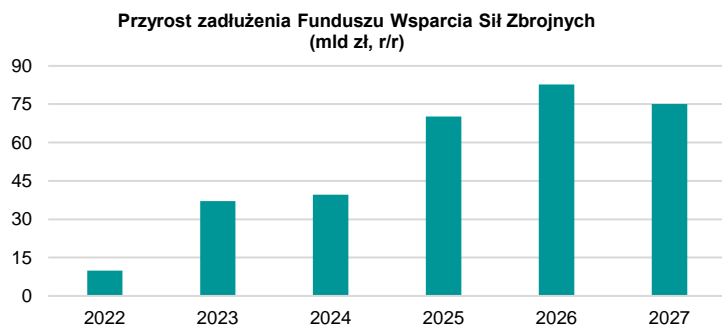
Planowane zakupy uzbrojenia (mld PLN)



Źródło: opracowanie własne

Szacujemy, że w nadchodzących latach wydatki zbrojeniowe będą wyraźnie przekraczać ustawowe minimum 0,6% PKB na wydatki majątkowe wynikające z Ustawy o Obronie Ojczyzny (20% z limitu 3% PKB na Obronę Narodową), sięgając w szczytowym momencie (2026-2027) 1,6% PKB. Jednocześnie prognozujemy, że w latach 2024-2029 wydatki na uzbrojenie

realizowane w Polsce powinny utrzymywać się na poziomie około 0,5%-0,6% PKB w każdym roku. Uważamy, że ich ograniczenie jest mało prawdopodobne, zarówno ze względu na napiętą sytuację geopolityczną, jak i konsensus polityczny dotyczący konieczności ich realizacji. Oczekujemy, że wydatki zbrojeniowe będą rosły do 2027 r., natomiast od 2028 r., kiedy rozpocznie się czas spłaty zadłużenia Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, mogą zacząć kształtować się w trendzie spadkowym. Kolejnym czynnikiem ograniczającym wydatki na zakup uzbrojenia będą kumulujące się wydatki związane z utrzymaniem już zakupionego sprzętu wojskowego (patrz niżej) i rosnącymi wydatkami osobowymi w związku z założonym wzrostem liczebności sił zbrojnych. Ze względu na rosnące zaawansowanie technologiczne pozyskiwanego sprzętu będą one wyraźnie wyższe niż w przypadku uzbrojenia dotychczas posiadanego przez polskie siły zbrojne.



Źródło: Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024-2027

Rosnące wydatki na modernizację techniczną polskich sił zbrojnych będą w znacznej mierze finansowane długiem. Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych sygnalizuje znaczne przyspieszenie wzrostu zadłużenia Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych (FWSZ) w perspektywie najbliższych 4 lat. W latach 2024-2027 planowany jest wzrost zadłużenia funduszu o 267,6 mld zł, natomiast oszacowane na te lata wydatki wynoszą 247,4 mld zł. Oznacza to, że

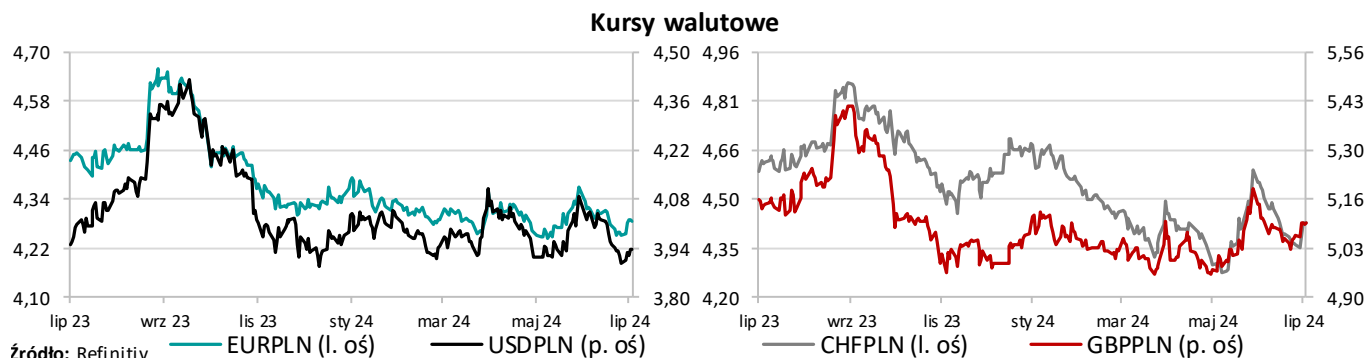
planowane jest praktycznie pełne sfinansowanie modernizacji polskich sił zbrojnych emisją długu w ramach FWSZ, którego łączny poziom w 2027 r. zgodnie z planem ma wynieść 314,6 mld zł. Nadwyżka planowanego zadłużenia FWSZ względem prognozowanych wydatków, wynosząca ponad 20 mld zł, może wynikać z nieuwzględnienia małych kontraktów i z przyrostu odsetek, które będą spłacane w latach późniejszych. Jeżeli plan zostanie zrealizowany, będzie miał istotny wkład w zwiększenie potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych i wynikający z niego wzrost podaży długu, co będzie oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności obligacji emitowanych przez jednostki sektora publicznego. Warto jednak zauważyć, że wymienione wartości są kwotami brutto, podlegającymi opodatkowaniu VAT, co częściowo złagodzi wpływ tych wydatków na saldo budżetu państwa.

Ponownie w naszej analizie uwzględnione zostały tylko same koszty zakupów poszczególnych programów. Można przyjąć, że koszt zakupu to około 33% całego kosztu cyklu życia danego wyposażenia (*Life Cycle Cost*) w Siłach Zbrojnych. Oprócz samego zakupu na ten koszt składają się również wydatki na wdrożenie, utrzymanie, modernizację i wycofanie. Zakładając taki stosunek kosztu zakupu do kosztu cyklu życia, jego średnie równomierne rozłożenie oraz przeciętny cykl życia sprzętu długości 30 lat, oraz uwzględniając prognozowany wzrost PKB, można oszacować skalę wydatków z tego tytułu. Średni roczny koszt utrzymania zakupionego w programie modernizacji technicznej polskich sił zbrojnych sprzętu powinien narastać do kwoty 49,8 mld zł, od 2028 r. utrzymując się na poziomie 0,5%-0,7% polskiego PKB. Warto zaznaczyć, że w tych wydatkach udział polskich wykonawców będzie najprawdopodobniej istotny, co również może oddziaływać w kierunku wzrostu aktywności gospodarczej. Z uwagi na brak możliwości precyzyjnego ustalenia profilu rozdysponowania tych środków w poszczególnych latach, nie uwzględniamy ich w analizie wpływu na tempo wzrostu gospodarczego. Kolejną istotną kwestią jest nieznaną podział tych wydatków między Polskę a inne kraje, zależny w dużej mierze od negocjowanych offsetów w umowach dotyczących transferu potrzebnych technologii do Polski oraz wzrostu możliwości produkcyjno-serwisowych polskiego przemysłu zbrojeniowego. W dalszym ciągu duża część tych wydatków będzie realizowana przez zagranicznych dostawców, jednak zakładamy, że będzie istniał stały nacisk na zwiększanie udziału polskiego sektora zbrojeniowego w tych wydatkach.

Zmiany w profilu czasowym wydatków przedstawionych w powyższej analizie względem naszej analizy z 2022 r. koncentrują się w latach od 2027 do 2035, natomiast zmiany dla lat 2024-2025 są ograniczone. Tym samym pozytywny wpływ zwiększonych wydatków na obronność na PKB Polski byłby większy niż szacowany w analizie z 2022 r., jednak jednocześnie większy byłby również ich wpływ na poziom zadłużenia państwa. Skala wydatków na zakup i utrzymanie uzbrojenia jest znacząca i rośnie, co w najbliższej dekadzie doprowadzi do zwiększenia ogólnych potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych i wysokiego prawdopodobieństwa wzrostu relacji długu sektora finansów publicznych do PKB powyżej 60% po 2025 r.

* Autorzy dziękują radcy prawnemu w Credit Agricole Bank Polska S.A. Norbertowi Skupińskiemu za pomoc w przygotowaniu powyższej analizy.

Wyraźne osłabienie złotego



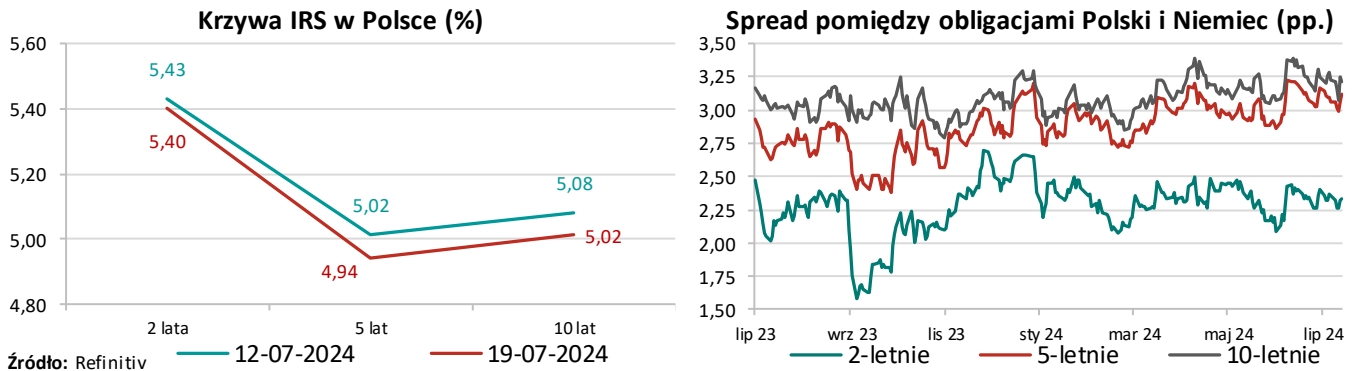
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2850 (osłabienie złotego o 0,8%). W ubiegłym tygodniu doszło do wyraźnego wzrostu kursu EURPLN po tym jak przez pewien czas kształtował się na poziomie ok. 4,25. W naszej ocenie wynikało to z realizacji zysków przez część inwestorów. Osłabieniu kursu polskiej waluty sprzyjała również wypowiedź Ministra Finansów A. Domańskiego, który stwierdził, że silny złoty nie pomaga polskim eksporterom.

W pierwszej części ubiegłego tygodnia doszło również do przejściowego wzrostu kursu EURUSD, do czego przyczyniły się wypowiedzi członków FOMC Ch. Wallera (członek Rady Gubernatorów Fed) i J. Williama (New York Fed), którzy niezależnie od siebie dali do zrozumienia, że przybliży się moment pierwszej obniżki stóp procentowych. Z kolei T. Barkin (Richmond Fed) zwrócił uwagę na coraz szerszy zakres spadku inflacji i wyraził nadzieję, że będzie on kontynuowany. W czwartek doszło do korekty i osłabienia euro względem dolara.

Ogłoszona w niedzielę rezygnacja J. Bidena z kandydowania w wyborach prezydenckich jest w naszej ocenie lekko pozytywna dla EURUSD. W tym tygodniu kluczowa dla kursu polskiej waluty będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o inflacji w USA. W przypadku realizacji naszej niższej od konsensusu rynkowego prognozy dane mogą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego. Oczekujemy, że przewidziane na ten tydzień pozostałe publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla kursu złotego.



Dane o inflacji w USA w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 5,42 (spadek o 3pb), 5-letnie do 4,94 (spadek o 8pb), a 10-letnie do 5,02 (spadek o 6pb). W ubiegłym tygodniu doszło do zmniejszenia stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi, co było kontynuacją tendencji sprzed dwóch tygodni (por. MAKROmapa z 22.07.2024). Obniżenie rentowności na rynkach bazowych wynikało ze wzrostu oczekiwań na obniżki stóp procentowych w USA i w strefie euro.

Ogłoszona w niedzielę rezygnacja J. Bidena z kandydowania w wyborach prezydenckich jest naszym zdaniem lekko negatywna dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie zaplanowana na piątek publikacja danych o inflacji w USA, która może sprzyjać obniżeniu stawek IRS. Uważamy, że przewidziane na ten tydzień publikacje z polskiej i ze światowej gospodarki będą neutralne dla krzywej.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24
Stopa referencyjna NBP* (%)	6,75	6,75	6,75	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Kurs EURPLN*	4,43	4,40	4,47	4,63	4,45	4,35	4,33	4,32	4,31	4,29	4,33	4,27	4,30	4,30
Kurs USDPLN*	4,06	4,00	4,12	4,37	4,21	4,00	3,93	4,00	3,99	3,97	4,06	3,94	4,02	4,03
Kurs CHFPLN*	4,52	4,59	4,66	4,78	4,62	4,56	4,64	4,64	4,52	4,40	4,41	4,36	4,47	4,47
Inflacja CPI (r/r, %)	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	11,1	10,6	10,0	8,4	8,0	7,3	6,9	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-1,6	-2,7	-2,2	-3,3	2,0	-0,3	-3,5	3,0	3,2	-5,7	7,8	-1,7	0,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,3	-2,1	-2,9	-2,7	-4,2	-5,1	-6,9	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-6,1	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,1	2,1	3,1	3,6	4,8	2,6	0,5	4,6	6,7	6,0	4,3	5,4	5,7	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,9	10,4	11,9	10,3	12,8	11,8	9,6	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	
Saldo ROB (mln EUR)	4087	55	587	1184	2240	1196	165	1584	1722	1357	-13	-63		
Eksport (r/r, %, EUR)	4,3	0,2	-2,1	-4,0	2,1	-2,0	-6,2	-3,3	1,8	-8,5	6,5	-7,6		
Import (r/r, %, EUR)	-5,0	-6,4	-10,9	-13,8	-7,1	-7,2	-10,6	-4,6	1,7	-7,6	7,0	-2,4		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2023	2024	2025	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,0	2,5	3,3	3,5	4,2	4,4	4,6	4,8	0,2	2,8	4,6	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	5,1	4,1	3,5	2,9	2,5	2,4	2,2	-1,0	4,3	2,6	
Inwestycje (% r/r)	-1,8	0,1	0,9	-0,4	8,7	9,4	10,5	11,7	13,1	-0,3	10,4	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	0,5	1,0	3,5	6,5	7,3	5,7	4,3	7,1	3,4	2,8	6,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	-0,1	2,3	9,1	9,2	8,9	7,3	5,4	7,3	-2,0	5,0	7,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,9	2,4	1,7	1,8	1,5	1,4	1,1	-0,5	2,4	1,5
	Inwestycje (pp.)	-0,2	0,0	0,1	-0,1	1,1	1,5	1,7	2,7	2,1	0,0	1,8
	Eksport netto (pp.)	0,4	-0,6	-2,6	-1,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	3,3	-1,0	-0,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	1,6	0,8	0,6	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	4,8	4,9	5,2	4,8	4,7	4,8	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	-0,2	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	15,5	14,8	15,0	10,1	8,3	7,1	6,5	12,8	14,9	8,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,6	5,1	5,5	5,1	3,5	3,4	11,6	3,8	4,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,88	5,88	5,88	5,63	5,51	5,38	5,88	5,88	5,38	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20	
USDPLN**	3,97	4,02	4,02	4,04	3,95	3,87	3,83	3,75	3,93	4,04	3,75	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 22.07.2024 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach bieżących (% r/r)	Czerwiec	5,4	5,7	5,8
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (% r/r)	Czerwiec	5,0	5,2	5,3
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	8,0	0,0	8,4
Wtorek 23.07.2024 r.						
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	-14,0		-13,2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Czerwiec	4,11	3,95	4,00
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Lipiec	-10,0		
17:15	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Czerwiec	5,0	4,9	4,9
Środa 24.07.2024 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	43,5		44,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Lipiec	52,8		53,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Lipiec	45,8		46,3
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Lipiec	50,9		50,8
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	51,6		
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Czerwiec	619	635	640
Czwartek 25.07.2024 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Lipiec	88,6		89,0
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	1,6		
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	II kw.	1,4	1,8	1,8
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Czerwiec	0,1	-1,5	0,3
Piątek 26.07.2024 r.						
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Czerwiec	2,6	2,4	2,5
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Czerwiec	2,6	2,5	2,6
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Czerwiec	0,3		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	66,0	66,0	66,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Refinitiv