10 marca 2025 | 5 stron

Citi Weekly

Zbrojenie Europy, rozbrajanie reguł fiskalnych

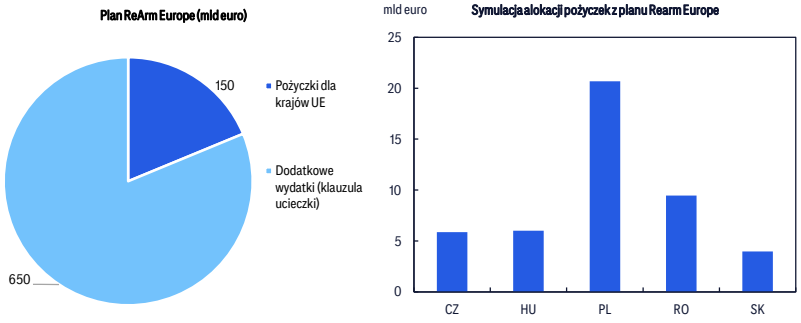
- Europa próbuje nadganiać zaległości w wydatkach na obronność. W minionym tygodniu Komisja Europejska zaproponowała plan ReArm Europe, który ma umożliwić krajom członkowskim znaczne zwiększenie budżetów zbrojeniowych. Propozycja składa się z dwóch elementów: 1) uruchomienia przez KE pożyczek na łączną sumę 150 mld euro; 2) wyłączenia części wydatków zbrojeniowych z wyliczeń w ramach procedury nadmiernego deficytu (EDP).

- Nie jest jasne jaka część pożyczek mogłaby przypaść Polsce. Można przypuszczać, że klucz alokacji będzie uwzględniał potrzeby zbrojeniowe danych krajów, co powinno faworyzować kraje Europy Wschodniej. Gdyby dla uproszczenia jako punkt odniesienia przyjąć sposób alokacji funduszy spójności oraz KPO, Warszawa mogłaby otrzymać ponad 10% całej puli (w sumie 15-20 mld euro). Główna korzyść dla Polski płynąca z nowych pożyczek to dywersyfikacja sposobu finansowania wydatków (mniejsza zależność od nastrojów rynkowych) oraz redukcja kosztów finansowania. Oprocentowanie pożyczek mogłoby być o kilkadziesiąt punktów bazowych niższe niż rentowność polskich emisji w euro oraz o niemal 300pb niższe od emisji w PLN.

- Korzyści z niewliczania wydatków zbrojeniowych do limitów procedury EDP są mniej oczywiste. Ursula von der Leyen wspomniała w minionym tygodniu, że zmiana ta mogłaby uruchomić około 1,5% PKB dodatkowych wydatków zbrojeniowych na poziomie UE, ale wydaje się to być raczej przykładową kwotą niż celem samym w sobie. Biorąc pod uwagę obecny poziom wydatków zbrojeniowych w Polsce, trudno oczekiwać ich zwiększenia pod wpływem propozycji KE. Główną konsekwencją może być natomiast np. możliwość wolniejszego zacieśnienia fiskalnego. Obecnie deficyt fiskalny w Polsce przekracza limit EDP o trzy punkty procentowe. Gdyby rzeczywiście odliczyć 1,5% PKB, pozostałe 1,5 punktu zacieśnienia fiskalnego powinno być łatwe do wykonania, polegając wyłącznie na *bracket creep* (automatyczne wpadanie podatników w wyższe progi) oraz nieindeksowaniu wydatków.

- Warto podkreślić kluczową sprawę - pomimo zmian na poziomie unijnym, bynajmniej nie znikają istotne realne ograniczenia ekonomiczne. Na przykład wyłączenie wydatków zbrojeniowych z limitu deficytu nie zmienia faktu, że wyższe wydatki i tak będą prowadzić do stopniowego wzrostu długu. Z czasem będzie to oznaczało wzrost kosztów obsługi długu w relacji do PKB, stając się coraz większym obciążeniem dla budżetu. Co więcej, z czasem rosnący przemysł zbrojeniowy będzie konkurować z innymi sektorami o pracowników i surowce, prowadząc do obniżenia potencjału i zwiększenia presji cenowej. Aby rozwiązać te problemy potrzeba czegoś więcej niż zmian w regułach fiskalnych.

Wykres 1. Polska prawdopodobnie może liczyć na ok. 20 mld € z pożyczek KE



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane KE

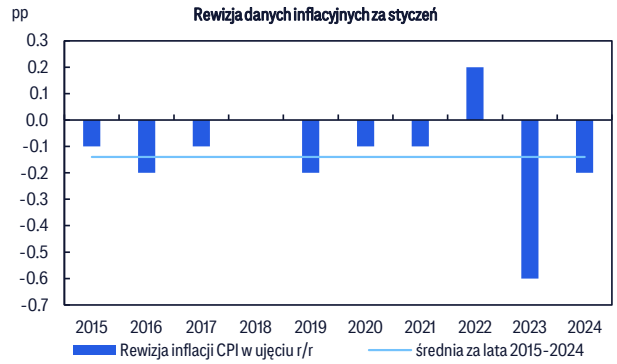
Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA
+48-22-657-7750
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak
aleksandra.siuzdak@citi.com

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja z szansą na nieco niższe odczyty



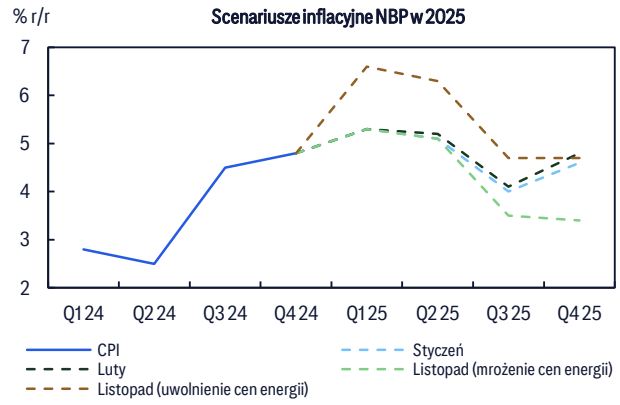
Źródło: Citi Handlowy, GUS

- W piątek poznamy finalny odczyt inflacji CPI dla Polski za luty oraz styczeń. Wskaźnik dla obu miesięcy zostanie obliczony już w oparciu o nowe wagi dla koszyka CPI, które w marcu podlegają corocznej aktualizacji.

- Na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat styczniowa inflacja w wyniku zmiany wag dużo częściej była korygowana w dół (średnio o 0,14 pp). Podobna korekta jest również prawdopodobna w tym roku i mogłaby oznaczać rewizję inflacji w dół o 0,1 pp do 5,2% r/r.

- Nieco niższa inflacja z początku roku oznaczałaby również niższy punkt startowy dla kolejnych miesięcy 2025 roku. Z tego powodu spodziewamy się, że inflacja w lutym wyniosła 5,2% r/r, co przekładałoby się na inflację bazową na poziomie około 3,8% r/r.

Wykres 3. NBP zaprezentuje nową projekcję inflacyjną

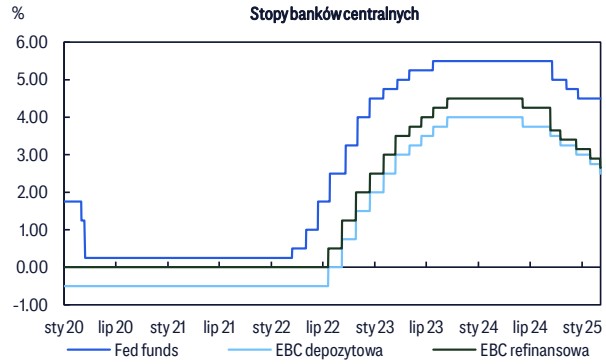


Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP

- Najbliższe posiedzenie RPP nie przyniesie, naszym zdaniem, zmiany stóp procentowych w Polsce. Taka decyzja byłaby spójna z retoryką prezentowaną w ostatnich komunikatach po posiedzeniu Rady, a także podczas konferencji prasowych prezesa Glapińskiego.

- Oprócz samego posiedzenia, uwagę przyciągać będzie publikacja nowych projekcji makroekonomicznych NBP. RPP w ostatnim czasie istotną wagę przykłada do dalszego rozwoju inflacji, gdzie wśród warunków obniżek stóp procentowych wymieniany jest brak wzrostu inflacji oraz prognozy wskazujące na jej dalsze zejście w pobliże 2,5% celu NBP. Projekcja z listopada zakładała scenariusze dalszego mrożenia cen energii bądź ich pełnego uwolnienia w 2025 roku. Żadne z tych założeń nie ziściło się w pełni, gdyż rozwiązania rządowe przewidują na ten moment utrzymanie stałej taryfy za energię elektryczną do końca września.

Wykres 4. EBC z kolejną obniżką



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Zgodnie z oczekiwaniami, Europejski Bank Centralny zdecydował się na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej i obniżył stopę depozytową o 25 pb do 2,5%.

- Rada Prezesów w komunikacie po posiedzeniu podała, że nie zobowiązuje się do konkretnej ścieżki dla stóp procentowych i zaznaczyła, że w obliczu znacznej niepewności kolejne decyzje będą bazowały na nadchodzących publikacjach danych. Europejski Bank Centralny podał również, że polityka pieniężna staje się znacznie mniej restrykcyjna.

- Brak jasnych deklaracji dotyczących dalszych obniżek nie musi oznaczać przerwy w luzowaniu polityki monetarnej. Biorąc pod uwagę wciąż niską aktywność gospodarczą w strefie euro, której dodatkowo może ciążyć niepewność związana z sytuacją geopolityczną, nie można wykluczyć, że w kwietniu Rada Prezesów zdecyduje się na kolejną obniżkę.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 mar		**WTOREK**					
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	II	5,2	5,3	5,5
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	II	2,7	--	2,8
15:00	USA	Liczba otwartch stanowisk pracy JOLTS	mln	I	7,640	--	7,600
12 mar		**ŚRODA**					
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	-1,5	--	-3
13:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	II	0,3	0,3	0,5
13:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	II	0,3	0,3	0,4
14:00	**PL**	**Decyzja RPP**	**%**	**III**	**5,75**	**--**	**5,75**
13 mar		**CZWARTEK**					
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	4,1	--	6,2
13:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	II	0,3	0,2	0,4
13:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	II	0,3	0,3	0,3
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	224	--	221
14 mar		**PIĄTEK**					
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	II	--	2,3	2,3
10:00	**PL**	**Inflacja CPI - odczyt finalny**	**% r/r**	**II**	**5,2**	**--**	**5,3**
15:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	III	63,1	64	64,7

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	682	690	809	907	962	1030
Nominalny PKB (mld PLN)	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3887	4135
PKB per capita (USD)	15528	15761	17990	18268	21487	24182	25726	27533
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	4,9	5,0	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,1	2,9	3,8	3,4
Inwestycje (%, r/r)	6,2	-2,3	1,5	1,7	12,6	1,3	7,9	6,3
Spożycie ogółem (%, r/r)	4,1	-1,5	5,9	4,0	0,7	4,0	3,4	2,7
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	3,5	-3,6	6,2	5,0	-0,3	3,1	3,5	2,9
Eksport (%, r/r)	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,7	1,0	4,3	5,8
Import (%, r/r)	3,2	-2,4	16,3	6,8	-1,5	3,5	5,1	5,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,7	4,0	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,5	3,1
Płace nominalne (%, r/r)	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	11,4	8,4	6,5
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	5,00	4,00
WIBOR3M (%, koniec okresu)	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,82	5,01	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,89	5,20	4,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,10	4,01	4,02
USD/PLN (Średnia)	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,98	4,04	4,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,27	4,25	4,29
EUR/PLN (Średnia)	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,31	4,23	4,28
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,4	-1,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3	-0,1
Saldo handlu zagranicznego	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2	-1,5
Eksport	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	402,3	427,1	464,5
Import	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	400,6	429,3	466,0
Saldo usług	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	47,3	48,5	54,3
Saldo dochodów	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-42,0	-44,5	-49,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,3	-5,8	-6,1	-4,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz,	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,4	-3,4	-2,2
Dług publiczny (polska metodologia)	43,3	47,6	43,7	39,4	38,9	43,3	47,6	50,6

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 Trzciołek, CFA
Starszy Ekonomista
+48 (22) 657-7750
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak
Stażystka
aleksandra.siuzdak@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 tożsamych 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 jakiejkolwiek 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,