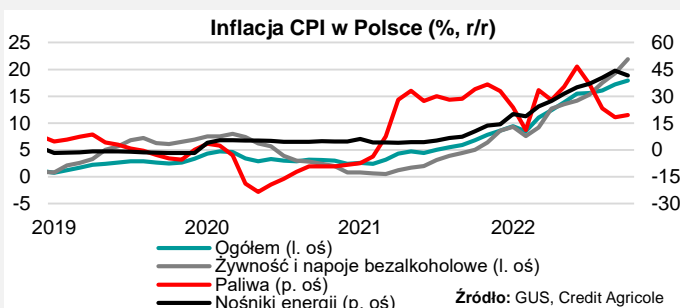
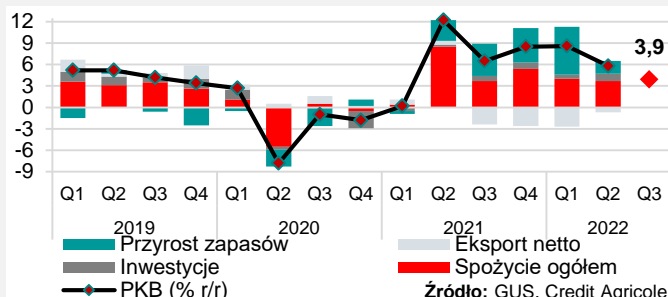


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce w III kw.** Prognozujemy, że dynamika PKB zmniejszyła się do 3,9% r/r z 5,8% w II kw. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego pomiędzy II i III kw. była konsumpcja (efekt zmniejszonego popytu na dobra trwałe, wysokiej inflacji i pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (3,4%), a tym samym jej materializacja będzie pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w październiku o 1,0% m/m wobec jej stabilizacji we wrześniu. Wzrost dynamiki wynikał z wyższej sprzedaży w branży motoryzacyjnej. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się w październiku do 0,1% m/m wobec 0,4% we wrześniu, co będzie spójne z wynikami badań koniunktury. Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów (1425 tys. w październiku wobec 1439 tys. we wrześniu), pozwoleń na budowę (1500 tys. wobec 1564 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (4,40 mln wobec 4,71 mln) wskażą na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Uważamy, że wpływ danych z amerykańskiego rynku nieruchomości na kurs złotego i rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.
- We wtorek opublikowane zostaną istotne dane z Chin.** Prognozujemy, że produkcja przemysłowa spowolniła do 5,0% r/r w październiku z 6,3% we wrześniu, a dynamika sprzedaży detalicznej zmniejszyła się do 0,2% r/r z 2,5% we wrześniu. Dane potwierdzą zatem, że chińska gospodarka pozostaje pod negatywnym wpływem restrykcji administracyjnych wprowadzonych w celu ograniczenia rozprzestrzeniania się pandemii COVID-19. Oczekujemy, że wzrost inwestycji w aglomeracjach miejskich przyspieszył do 6,5% r/r w październiku z 5,9% we wrześniu ze względu na działania stymulujące podjęte przez chiński rząd. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- Dzisiaj poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego we wrześniu.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 3362 mln EUR wobec 3967 mln EUR w sierpniu, będącego wynikiem przede wszystkim wyższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu spadła z 24,8% r/r w sierpniu do 22,5% we wrześniu, a tempo wzrostu importu obniżyło się z 28,2% r/r do 26,7%, co będzie spójne ze spowolnieniem produkcji przemysłowej odnotowanym we wrześniu. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- We wtorek opublikowane zostaną finalne dane o październikowej inflacji w Polsce.** Oczekujemy, że roczna dynamika cen ukształtowała się zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wyniosła 17,9% r/r wobec 17,2% we wrześniu. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływały wyższe wkłady cen żywności, nośników paliw oraz inflacji bazowej. Szczególnie interesującą informacją w danych będzie odpowiedź na pytanie, które kategorie odpowiadały za dalszy wzrost inflacji bazowej (z

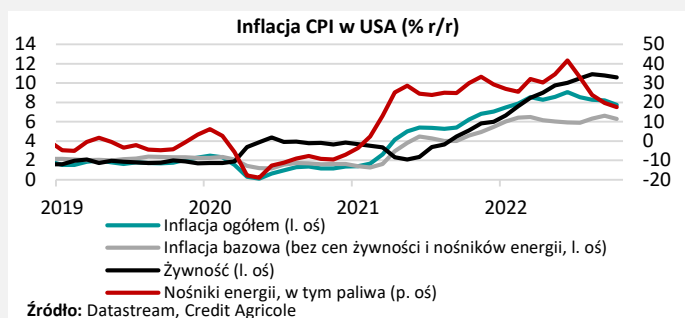


10,7% r/r we wrześniu do szacowanych przez nas 11,1% w październiku). Publikacja danych o inflacji będzie naszym zdaniem neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

Rada Polityki Pieniężnej podjęła w ubiegłym tygodniu decyzję o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna NBP wynosi 6,75%). Oczekiwaliśmy wzrostu stóp procentowych o 25 pb i nasza prognoza była zgodna z konsensem rynkowym (por. MAKROmapa z 07.11.2022). Rada ponownie zadeklarowała, że jej dalsze decyzje będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę. Treść komunikatu może być zatem odczytana jako sugestia, że ubiegłotygodniowej decyzji RPP nie należy postrzegać jako zamykającej cykl zaostżenia polityki pieniężnej. Niemniej wyraźne wskazanie przez Radę, że w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka (co jest elementem nowym w porównaniu z komunikatem sprzed miesiąca), w połączeniu z decyzją o braku podwyżki stóp na ubiegłotygodniowym posiedzeniu, wskazuje, że wysoka inflacja ma dla Rady charakter drugorzędny i głównym celem polityki pieniężnej stało się niedopuszczenie do nadmiernego spowolnienia wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. NBP opublikował również swoją najnowszą projekcję makroekonomiczną. Średnioterminowa ścieżka inflacji oczekiwanej w projekcji została zrewidowana wyraźnie w górę względem prognozy przedstawionej w lipcu. Wynika z niej, że średnioroczna inflacja w 2023 r. będzie dwucyfrowa, w 2024 r. ukształtuje się ona znacząco powyżej celu inflacyjnego RPP (2,5%), a jej powrót do celu nastąpi dopiero w 2025 r. Warto przy tym zwrócić uwagę, że w projekcji założono najprawdopodobniej ograniczenie tzw. Tarczy Inflacyjnej od początku 2023 r., co podbija prognozowany średnioroczny wskaźnik inflacji. Jednocześnie wyniki projekcji wskazują, że wzrost PKB w 2023 r. ukształtuje się na poziomie zbliżonym do zera, podczas gdy w kolejnych latach dojedzie do jego stopniowego przyspieszenia. Decyzja RPP o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie, w kontekście wyników listopadowej projekcji NBP, sugeruje, że Rada przywiązuje obecnie większą wagę do perspektyw wzrostu gospodarczego niż poziomu inflacji w średnim okresie (por. MAKROpuls z 10.11.2022). Tym samym wskazuje ona na znaczący wzrost prawdopodobieństwa scenariusza, w którym Rada zakończyła cykl podwyżek stóp procentowych pomimo braku w komunikacie takiej deklaracji. Jednocześnie podczas czwartkowej konferencji prasowej prezes A. Glapiński dał do zrozumienia, że w sytuacji, w której inflacja będzie kształtowała się zgodnie z listopadową projekcją NBP, nie należy spodziewać się kolejnych podwyżek stóp procentowych. Zwrócił również uwagę, że zbyt szybkie sprowadzanie inflacji do celu mogłoby znaleźć odzwierciedlenie w gwałtownym obniżeniu aktywności gospodarczej i znaczącym wzroście stopy bezrobocia. W konsekwencji, dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszego scenariusza, zgodnie z którym docelowy poziom stopy referencyjnej wyniesie 7,25%.

Inflacja CPI w USA zmniejszyła się w październiku do 7,7% r/r wobec 8,2% we wrześniu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (8,0%). Spadek inflacji wynikał z niższego tempa wzrost cen nośników energii oraz żywności, a także obniżenia inflacji bazowej, która zmniejszyła się w październiku do 6,3% r/r wobec 6,6% we wrześniu i



ukształtowała się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (6,5%). W konsekwencji, dane zmniejszyły oczekiwania części inwestorów na dalsze, duże podwyżki stóp procentowych przez Fed, a tym

samym doprowadziły do osłabienia dolara względem euro oraz spadku rentowności amerykańskich obligacji. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w listopadzie do 54,7 pkt. wobec 59,9 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (58,9 pkt.). Spadek indeksu wynikał ze zmniejszenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Zwiększyła się natomiast podawana wraz z indeksem Uniwersytetu Michigan mediana dla oczekiwanej inflacji w horyzoncie 1 roku (5,1% r/r w listopadzie wobec 5,0% w październiku), co wskazuje, że oczekiwania inflacyjne w amerykańskiej gospodarce nadal rosną. Dane o inflacji w USA stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym Fed spowolni tempo zacieśniania polityki pieniężnej i podniesie stopy procentowe w grudniu o 50pb oraz w lutym o 25pb, kończąc tym samym cykl podwyżek z docelowym przedziałem dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej wynoszącym [4,50%; 4,75%].

Czy wydatki na zbrojenia przyspieszą wzrost gospodarczy w Polsce?

W obliczu trwającej obecnie wojny w Ukrainie, w ostatnim czasie dużym zainteresowaniem opinii publicznej cieszą się informacje dotyczące kształtowania się wydatków publicznych na obronę narodową. Poniższa analiza stanowi próbę podsumowania planowanych wydatków państwa, przeznaczonych na modernizację techniczną polskich Sił Zbrojnych w latach 2022-2035, oraz ocenę ich wpływu na kształtowanie się perspektyw gospodarczych w Polsce.

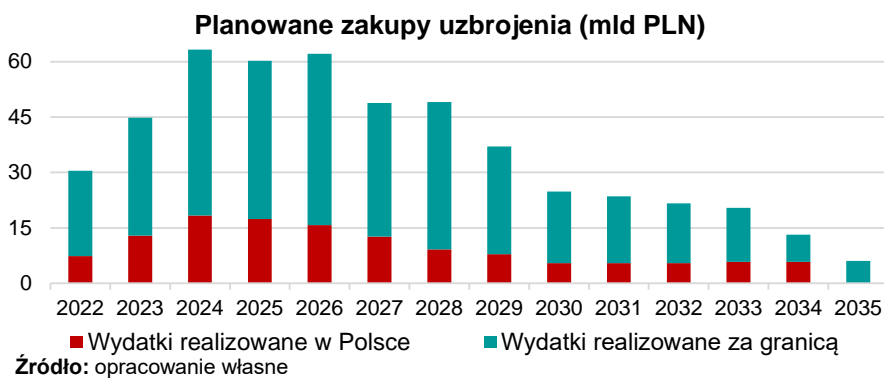
Trudnością w przygotowaniu analizy wspomnianych wydatków jest brak publicznie dostępnych usystematyzowanych informacji pochodzących do Ministerstwa Obrony Narodowej, które pozwalałyby precyzyjnie podsumować planowane wydatki na modernizację techniczną Sił Zbrojnych. W przygotowanej analizie opieraliśmy się na oficjalnych dokumentach jakimi są ustawy budżetowe, decyzje budżetowe Ministra Obrony Narodowej określające realizację budżetu Ministerstwa oraz informacje o wynikach kontroli Najwyższej Izby Kontroli w sprawie wykonania budżetu państwa w części 29 – obrona narodowa. Ponadto korzystaliśmy z informacji publikowanych przez Ministerstwo Obrony Narodowej, Agencję Uzbrojenia, portale i wydawnictwa branżowe.

W analizie wydatków wzięliśmy pod uwagę tylko te programy modernizacyjne, co do których zawarto umowy lub zasygnalizowano wolę ich zawarcia. Pominęliśmy wiele programów, które są istotne z punktu widzenia modernizacji technicznej Sił Zbrojnych, natomiast co do których Ministerstwo Obrony Narodowej nie zajmuje stanowiska dotyczącego ich realizacji (np. program „Płomykówka” - samoloty kompleksowego rozpoznania, program „Karkonosze” - wielozadaniowe samoloty transportowo-tankujące MRTT). W analizie pominęliśmy również także umowy o wartości poniżej 100 mln zł, których Ministerstwo Obrony Narodowej zawiera wiele, natomiast fakt ich zawarcia nie jest upubliczniany. Na potrzeby prognoz wydatków w kolejnych latach przyjęliśmy założenie, że jeżeli nie są dostępne informacje dotyczące harmonogramu płatności lub informacje o już zrealizowanych płatnościach, to prognoza zakłada proporcjonalny rozkład wydatków na poszczególne lata przy uwzględnieniu deklarowanego terminu realizacji umowy. Tym samym kwoty, które przedstawiamy w analizie mogą nie odzwierciedlać precyzyjnie rzeczywistych planowanych wydatków poniesionych w poszczególnych latach, jednak stanowią przeprowadzoną zgodnie z naszą najlepszą wiedzą próbę szacunku skali wydatków związanych z deklarowaną modernizacją techniczną Sił Zbrojnych w średnim okresie.

W tabeli poniżej przedstawiliśmy profil czasowy wydatków na modernizację techniczną polskich Sił Zbrojnych w podziale na poszczególne programy. Część analizowanych umów zawierała kwoty zamówień w dolarach amerykańskich. Wartości te przeliczyliśmy na złote z użyciem naszej prognozy kursu USDPLN, zakładającej stopniową aprecjację złotego względem dolara. Przy tej okazji należy zwrócić uwagę, że pomimo znaczącej łącznej kwoty zamówień w dolarach, realizacja takich zamówień nie będzie rodziła presji na osłabienie kursu złotego. Uważamy bowiem, że rząd dokona wymiany złotych na dolary niezbędne do realizacji transakcji nie na rynku walutowym tylko w NBP.

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
1	Wisła I	Zestawy raketowe obrony powietrznej średniego zasięgu (MRAD)	14,3	2,3	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,9	
2	Mala Narew	2 J.O. zestaw raketowy obrony powietrznej krótkiego zasięgu (SHORAD)	0,0	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	
3	Narew	Zestawy raketowe obrony powietrznej krótkiego zasięgu (SHORAD), umowa niezawarta	0,0	0,0	0,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	60,0	
4	Piorun	Wyrzutnie MANPADS (VSHORAD)	0,8	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	
5	Radar Bystra	Zdolne do przerzutu stacje radiolokacyjne	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	
6	Pilica	Zestaw plot. krótkiego zasięgu (VSHORAD)	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	
7	Pilica+	Zestaw plot. krótkiego zasięgu (VSHORAD), umowa ramowa	0,0	0,0	0,0	3,5	3,5	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	
8	Harpia, F-35A	Samoloty wielozadaniowe F-35A Lightning II	7,0	1,1	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9	1,8	1,7	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,6	
9	FA-50 PL	Samoloty bojowe	0,0	1,8	1,4	2,9	1,5	1,5	1,4	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,0	
10	S-70i Black Hawk	Śmigłowce dla wojsk specjalnych	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	
11	AW-149	Śmigłowce wielozadaniowe	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	
12	AW-101	Śmigłowce morskie	1,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	
13	Wisła II	Zestawy raketowe obrony powietrznej średniego zasięgu (MRAD)	0,0	0,0	7,1	6,9	6,5	6,3	6,1	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	39,0	
14	Kruk	Śmigłowce uderzeniowe	0,0	0,0	0,0	5,7	5,3	5,2	5,1	5,0	4,9	4,8	4,7	4,7	4,6	0,0	49,9	
15	BSP Zefir	Usługa rozpoznania przez BSP MQ-9A Reaper	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	
16	BSP Mini	Bezzałogowe Systemy Powietrzne FlyEye	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
17	BSP-U Gladius	Bezzałogowe systemy poszukiwawczo-uderzeniowe	0,0	0,7	0,7	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	
18	Warmate	Amunicja krążąca	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
19	BSP Orlik	Bezzałogowe systemy powietrzne	0,4	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	
20	M-346 Master	Samolot szkolenia zaawansowanego	2,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	
21	BSP Wizjer	Bezzałogowe systemy powietrzne	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	
22	BSP Bayraktar TB2	Bezzałogowe systemy powietrzne	0,0	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	
23	NBWP Borsuk	Bojowy Wóz Piechoty	0,0	0,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	60,0	
24	Otokar-Brzoza	Niszczyciel czołgów na podwoziu kołowym	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	
25	M1A2 SEPv3 Abrams	Czołg	0,0	6,8	3,8	3,3	2,7	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	
26	M1A1SA Abrams	Czołg - sfinansowany z Foreign Military Financing USA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
27	Modernizacja Leopard 2PL	Czołg	1,0	0,2	0,2	0,8	0,8	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	
28	Modernizacja T-72	Czołg	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	
29	K2	Czołg	0,0	3,6	3,8	3,3	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,4	
30	Regina	Dywizjonowy Moduł Ognioy z AHS Krab	2,4	0,8	0,8	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7	
31	Regina	Dywizjonowy Moduł Ognioy z AHS Krab	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	1,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	
32	K9	Armatohaubica	0,0	1,8	2,4	2,0	1,9	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	
33	KMO Rak (AWA, AWRU)	Artyleryjski Wóz Amunicyjny, Artyleryjski Wóz Remontu Uzbrojenia	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	
34	KMO Rak (AWR)	Artyleryjski Wóz Rozpoznania	0,0	0,0	0,0	0,6	0,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	
35	K239 Chumnoo	Wieloprowadnicowy System Raketowy	0,0	0,0	4,7	4,1	3,8	3,7	3,6	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23,9	
36	Himars	Wieloprowadnicowy System Raketowy	1,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	
37	ADPR	Artyleryjskie przyrządy dalmierczo-rozpoznawcze	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
38	ZSSW-30	Zdalnie Sterowany System Wieżowy	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	
39	Orkan	Modernizacja okrętów raketowych	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	
40	Kormoran II	Okręty niszczyciele min	1,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,6	
41	Miecznik	Fregaty	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	12,0	
42	MRAP Cougar	Pojazdy minoodporne	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
43	MSBS Grot	Modułowy system broni strzeleckiej	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	
44	ALC-T	Aparatownie łączności cyfrowej-transmisyjnej	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	
46	Kabiny dowodzenia	Kabiny dowodzenia system u IBCS	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	
47	Jelcz	Jelcz 442.32 i Jelcz 662D.43	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	
48	Optoelektronika	Lornetki i celowniki	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	
49	MMSD	Mobilne Moduły Stanowisk Dowodzenia	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	
50	Granatniki M-72	Granatniki M-72	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	
51	Trałowce 207P i 207 M	Remont trałowców	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	
52	Parki pontonowe PFM	Parki pontonowe PFM	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	
53	Delfin	Okręt rozpoznania radioelektronicznego	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	
54	Himars	Wieloprowadnicowy System Raketowy	0,0	0,0	0,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	0,0	0,0	14,5	
55	K9 PL	Armatohaubica	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	0,0	16,4	
56	K2 PL	Czołg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,0	6,9	6,8	6,6	6,5	6,4	6,3	6,2	6,1	6,0	64,9
57	Orka	Okręt podwodny	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	1,5	1,5	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	0,0	0,0	14,0	
58	Kleszcz	Opancerzony transporter rozpoznawczy	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0	
59	AS-21 Redback	Bojowy Wóz Piechoty	0,0	0,0	2,4	2,0	1,9	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,1	
60	C4ISR	Zintegrowane systemy wsparcia dowodzenia oraz zobrazowania pola walki	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	
61	Obserwator	Rozpoznanie obrazowe i satelitarne	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	
62	Symulatory i trenażery	Symulatory i trenażery	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	
63	CYBER.MIL 2.0	Program cyberbezpieczeństwa	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	
64	Rosomak	Kołowe transportery opancerzone Rosomak	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	
Suma			33,9	30,4	44,8	63,3	60,2	62,1	48,8	49,1	37,1	24,8	23,5	21,6	20,4	13,1	6,0	539,3
w tym wydatki realizowane w Polsce			8,5	7,4	12,9	18,4	17,4	15,7	12,6	9,2	7,9	5,4	5,4	5,4	5,8	5,8	0,0	137,7
w tym wydatki realizowane w Polsce (% całkowitych wydatków)			25%	24%	29%	29%	29%	25%	26%	19%	21%	22%	23%	25%	28%	44%	0%	26%

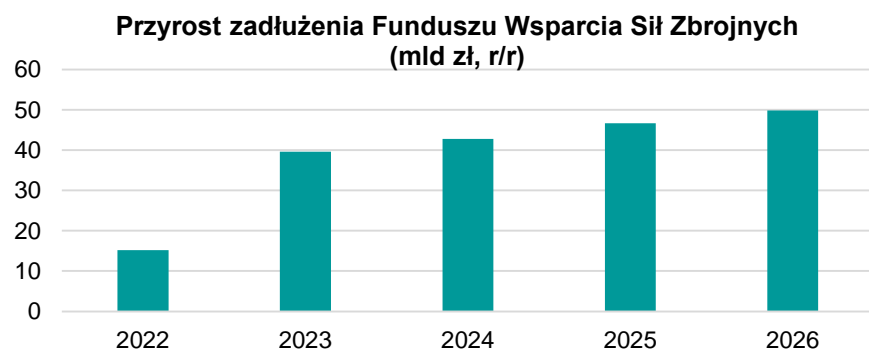
Źródło: opracowanie własne, z uwzględnieniem Planu Modernizacji Technicznej Sił Zbrojnych RP na lata 2013-2022, 2017-2026 i 2021-2035, stan na dzień 28.10.2022 r.



Zgodnie z naszymi szacunkami, łączna kwota zrealizowanych i planowanych wydatków w horyzoncie do 2035 r. wynosi 539,3 mld zł (ok. 20% PKB). Przy ocenie wpływu tych wydatków na sytuację gospodarczą w Polsce należy zwrócić uwagę, że tylko ok. ¼ z nich zostanie zrealizowanych w Polsce (tj. 137,7 mld zł, ok. 5% PKB), a pozostała większość zamówień

będzie pochodziła z importu. Oznacza to, że pozytywny wpływ zwiększonych wydatków państwa na modernizację techniczną Sił Zbrojnych na wzrost gospodarczy w Polsce będzie dużo mniejszy niż sugerowałaby to ich sumaryczna kwota nominalna (por. wykres i ostatnie trzy wiersze w tabeli).

Oczekiwana wartość zamówień realizowanych w Polsce jest skoncentrowana w latach 2023-2027 i w każdym roku wynosi kilkanaście mld zł. Od 2028 r. kształtuje się ona poniżej 10 mld zł rocznie. Szacujemy, że wydatki te wyniosą 0,2% PKB w 2022 r. i 0,4% PKB w 2023 r. Będą one stanowiły zatem czynnik stabilizujący wzrost gospodarczy w warunkach oczekiwanego przez nas silnego spowolnienia w 2023 r. Szacujemy, że w 2024 r. wartość wydatków zwiększy się do 0,5% PKB ponownie wspierając tempo wzrostu gospodarczego. W kolejnych latach wspomniane wydatki przestaną być czynnikiem dynamizującym wzrost PKB w Polsce.



Planowany wzrost wydatków na modernizację techniczną Sił Zbrojnych będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia tzw. potrzeb pożyczkowych, czyli w uproszczeniu środków koniecznych do sfinansowania budżetu sektora instytucji rządowych i samorządowych (sektor *general government*). Zgodnie ze Strategią zarządzania

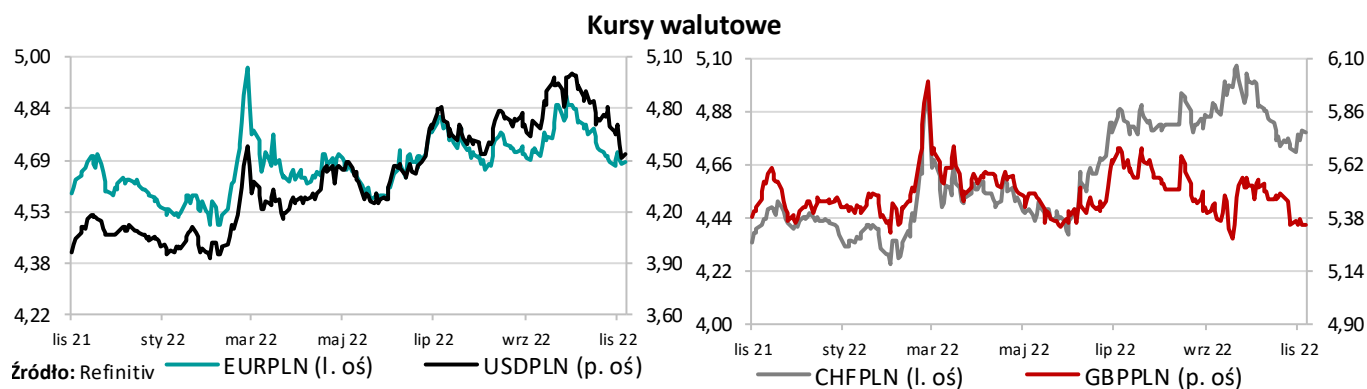
długiem sektora finansów publicznych w latach 2023-2026, zadłużenie Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych zwiększy się o 194,2 mld zł pomiędzy 2021 r. i 2026 r. Zgodnie z naszymi szacunkami, wydatki na modernizację techniczną Sił Zbrojnych w tym okresie wyniosą 260,9 mld zł. Oznacza to, że ok. 67 mld zł będzie musiało zostać sfinansowane z innych źródeł (np. w ramach budżetu centralnego) lub zadłużenie FWSZ będzie wyższe od prognozowanego przez rząd. Zwiększenie potrzeb pożyczkowych sektora *general government* (związane m.in. ze wzrostem wydatków na wojsko) i wynikający z nich wzrost podaży długu będzie oddziaływał w kierunku wzrostu rentowności emitowanych przez jednostki sektora publicznego. Zagadnienie to omówiliśmy MAKROmapie z 12.09.2022.

W naszej analizie uwzględniliśmy tylko koszty samych zakupów w ramach poszczególnych programów. Można przyjąć, że koszt zakupu to tylko ok. 33% kosztu cyklu życia danego wyposażenia (*Life Cost Cycle*) w Siłach Zbrojnych. W ramach całego cyklu życia wyposażenia (można przyjąć, że trwa ok. 30 lat) należy również uwzględnić koszty jego wdrożenia, utrzymania, modernizowania i wycofania. Innymi słowy, na każdego złotego wydanego na zakup programu przypadają dwa złote wydane na jego późniejsze utrzymanie. Wobec powyższego, przy szacowanej powyżej łącznej kwocie wydatków w wysokości 539,3 mld zł na zakup wyposażenia należy przyjąć, iż w ciągu następnych 30 lat na utrzymanie tego wyposażenia wydane zostanie kolejne 1095 mld zł. Z uwagi na trudność w ustaleniu precyzyjnego profilu

rozdysponowania tych środków w poszczególnych latach (w szczególności w krótkim horyzoncie czasowym) nie uwzględniamy ich w analizie wpływu na tempo wzrostu gospodarczego. Ponadto, w większości będą one realizowane za granicą, co neutralizuje ich wpływ na tempo wzrostu PKB. Należy jednak pamiętać, że po uśrednieniu będą one stanowiły ok. 1% PKB rocznie w horyzoncie 30 lat, co będzie dodatkowo oddziaływać w kierunku zwiększenia potrzeb pożyczkowych i długu sektora finansów publicznych. Powyższa analiza pomija także składnik kosztów osobowych, kosztów budowy oraz utrzymania infrastruktury stałej i poligonowej czy kosztów bieżących. Koszty te co roku stanowią ponad 60% budżetu Ministerstwa Obrony Narodowej.

Zarysowany w powyższej analizie profil czasowy wydatków na modernizację techniczną Sił Zbrojnych stanowi lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy inwestycji ogółem w 2023 r. (1,1% r/r wobec 4,0% w 2022 r.) i wzrostu gospodarczego (1,2% r/r wobec 4,5% w 2022 r.). Należy jednak nadmienić, że planowana znacząca skala wzrostu wydatków na zakup i utrzymanie uzbrojenia w najbliższej dekadzie będzie generowała bardzo duży wzrost ogólnych potrzeb finansowych rządu. W warunkach rosnącego zadłużenia sektora *general government* i nasilających się trudności ze znalezieniem finansowania dla potrzeb pożyczkowych bardzo prawdopodobna jest materializacja scenariusza, w którym obecny lub przyszły rząd (wybrany w wyborach parlamentarnych w 2023 r.) będzie zmuszony ponownie przeanalizować plan wydatków na modernizację techniczną Sił Zbrojnych i dokonać korekt polegających na ich znaczącym cięciu. Taki rozwój wydarzeń jest szczególnie prawdopodobny w przypadku ewentualnego braku odbicia wzrostu gospodarczego w 2024 r. Tym samym pozytywny wpływ zwiększonych wydatków na obronność na wzrost PKB byłby mniejszy niż szacowany powyżej.

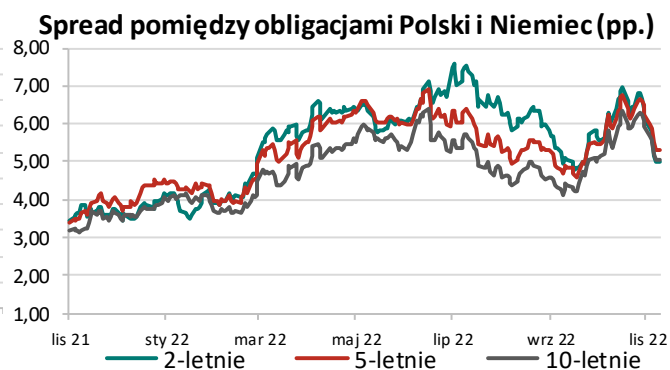
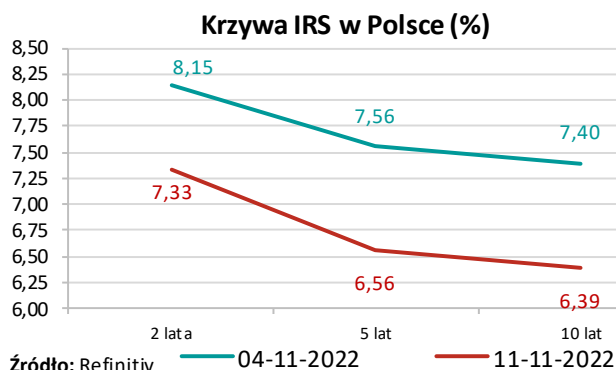
Krajowe dane o PKB mogą umocnić złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wyniósł 4,6788 (bez zmian w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym w oczekiwaniu na decyzję RPP. Sama decyzja nie miała istotnego wpływu na kurs złotego. W czwartek doszło do wyraźnego umocnienia kursu polskiej waluty w reakcji na publikację wyraźnie niższych od oczekiwań danych o inflacji w USA. Z tego samego powodu doszło również do silnego wzrostu kursu EURUSD, gdyż zmniejszyły się oczekiwania części inwestorów na dalsze, duże podwyżki stóp procentowych Fed.

W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na wtorek publikacja wstępnego szacunku PKB w Polsce. W naszej ocenie może przyczynić się ona do umocnienia kursu polskiej waluty. Uważamy, że zaplanowane na ten tydzień publikacje pozostałych danych z polskiej gospodarki oraz dane z zagranicy nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Istotnym czynnikiem determinującym kurs złotego pozostaną informacje sugerujące ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej oraz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Krajowe dane o PKB w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 7,33 (spadek o 82pb), 5-letnie do 6,56 (spadek o 100pb), a 10-letnie do 6,39 (spadek o 101pb). W ubiegłym tygodniu doszło do silnego spadku stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Obniżenie rentowności na rynkach bazowych wynikało z publikacji wyraźnie niższych od oczekiwań danych o inflacji w USA, która zmniejszyła oczekiwania części inwestorów na dalsze, silne podwyżki stóp procentowych przez Rezerwę Federalną.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będą krajowe dane o PKB, które w przypadku realizacji naszej prognozy mogą przyczynić się do wzrostu stawek IRS. Przewidziane na ten tydzień publikacje pozostałych danych z polskiej gospodarki oraz dane z zagranicy nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na stawki IRS. Ważnym czynnikiem wpływającym na krzywą dochodowości pozostaną informacje sugerujące ewentualną zmianę nastawienia Rezerwy Federalnej o raz EBC w polityce pieniężnej, a także te dotyczące przebiegu działań wojennych w Ukrainie.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22
Stopa referencyjna NBP* (%)	0,50	1,25	1,75	2,25	2,75	3,50	4,50	5,25	6,00	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75
Kurs EURPLN*	4,60	4,65	4,58	4,58	4,69	4,64	4,67	4,58	4,70	4,73	4,72	4,85	4,71	4,75
Kurs USDPLN*	3,98	4,10	4,03	4,08	4,18	4,19	4,43	4,27	4,48	4,63	4,70	4,95	4,77	4,85
Kurs CHFPLN*	4,35	4,47	4,42	4,40	4,56	4,54	4,55	4,45	4,69	4,86	4,80	5,01	4,76	4,82
Inflacja CPI (r/r, %)	6,8	7,8	8,6	9,4	8,5	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	
Inflacja bazowa (r/r, %)	4,5	4,7	5,3	6,1	6,7	6,9	7,7	8,5	9,1	9,3	9,9	10,7	11,1	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	7,6	14,9	16,3	18,0	17,3	15,4	12,3	14,9	10,4	7,1	10,9	9,8	7,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	12,0	13,6	14,4	16,1	16,1	21,9	24,1	24,7	25,6	25,5	25,5	24,6	22,8	
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	14,4	21,2	16,9	20,0	16,5	22,0	33,4	23,6	19,9	18,4	21,5	21,9	19,0	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	8,4	9,8	11,2	9,5	11,7	12,4	14,1	13,5	13,0	15,8	12,7	14,5	14,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,5	0,7	0,5	2,3	2,2	2,4	2,8	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,3	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,9	5,8	5,8	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2	5,2	5,2	5,1	5,0	
Saldo ROB (mln EUR)	941	-1482	-3883	-1091	-2032	-4206	-2844	-1340	-541	-1887	-3967	-3362		
Eksport (r/r, % EUR)	6,2	13,7	25,0	27,4	20,3	11,9	18,2	26,9	21,3	19,0	24,8	22,5		
Import (r/r, % EUR)	22,0	31,2	39,6	38,7	29,7	31,4	36,4	32,5	26,6	20,6	28,2	26,7		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2022				2023				2021	2022	2023	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,9	0,5	-1,0	0,1	2,6	3,2	6,8	4,5	1,2	
Konsumpcja (% r/r)	6,7	6,4	0,8	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	6,3	3,5	0,4	
Inwestycje (% r/r)	4,7	6,6	6,1	0,6	-1,4	0,2	1,9	2,4	2,1	4,0	1,1	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	4,2	5,2	4,5	3,3	1,6	0,5	2,9	4,5	12,5	4,3	2,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	9,4	6,9	2,2	0,9	0,7	-1,5	4,7	6,5	16,1	4,5	2,4	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	4,0	3,6	0,5	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	3,5	1,9	0,2
	Inwestycje (pp.)	0,6	1,0	1,0	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,5	0,4	0,7	0,2
	Eksport netto (pp.)	-2,7	-0,7	1,3	1,4	0,6	1,3	-0,9	-1,0	-1,0	0,0	0,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-2,7	-3,5	-3,9	-4,5	-4,3	-4,2	-4,6	-4,7	-1,4	-4,5	-4,7	
Stopa bezrobocia (%)**	5,8	5,2	5,1	5,3	5,7	5,3	5,2	5,4	5,8	5,3	5,4	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	2,3	0,6	2,0	2,2	2,2	1,2	0,7	0,3	1,8	1,8	1,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	9,7	11,8	10,8	10,6	11,1	9,4	9,2	8,5	8,9	10,7	9,6	
Inflacja CPI (%)*	9,6	13,9	16,3	18,3	16,6	11,8	8,7	4,6	5,1	14,5	10,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	4,77	7,05	7,21	7,38	7,38	7,38	7,26	6,26	2,54	7,38	6,26	
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,50	6,00	6,75	7,25	7,25	7,25	7,25	6,50	1,75	7,25	6,50	
EURPLN**	4,64	4,70	4,85	4,90	4,90	4,85	4,70	4,65	4,58	4,90	4,65	
USDPLN**	4,19	4,48	4,95	5,05	4,95	4,80	4,48	4,35	4,03	5,05	4,35	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 14.11.2022 r.						
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	1,5		0,3
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Wrzesień	-3967	-3362	-3051
Wtorek 15.11.2022 r.						
3:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Październik	6,3	5,0	5,2
3:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	2,5	0,2	1,0
3:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Październik	5,9	6,5	5,9
10:00	Polska	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	5,5	3,9	3,4
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	17,9	17,9	17,9
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	0,2	0,2	0,2
11:00	Strefa euro	Wstępny PKB (% r/r)	III kw.	2,1	2,1	2,1
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Listopad	-59,2		-50,0
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	-9,1		-7,0
Środa 16.11.2022 r.						
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Październik	0,0	1,0	0,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Październik	0,4	0,1	0,2
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Październik	80,3		80,4
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Wrzesień	0,8		0,5
Czwartek 17.11.2022 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Październik	10,7	10,7	10,7
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Październik	1439	1425	1410
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Październik	1564	1500	1515
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Listopad	-8,7		-8,0
Piątek 18.11.2022 r.						
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Październik	4,71	4,40	4,39

* 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