

CitiWeekly

Droga do pieniędzy z KPO wydłuża się

■ Bieżący rok jest ostatnim gdy Polska może korzystać z funduszy unijnych z poprzedniej perspektywy finansowej. Do końca roku z tego tytułu wciąż może napłynąć do kraju 7,9 mld euro, a więc 9% całej przyznanej Polsce kwoty. Wzmoczone próby zakończenia projektów współfinansowanych z tych środków tłumaczą przynajmniej część zaskakująco silnego (przynajmniej na tle konsumpcji prywatnej) wzrostu inwestycji w ostatnich kwartałach.

■ Rok 2024 może być jednak już znacznie trudniejszy. Biorąc pod uwagę wygaśnięcie dostępu do środków ze „starego budżetu UE”, w przyszłym roku beneficjenci będą mogli potencjalnie korzystać wyłącznie z pieniędzy z perspektywy na lata 2021-2027 oraz pieniędzy w ramach KPO. W 2024 roku spodziewamy się silnego tąpnięcia w napływie funduszy unijnych, co przełoży się również na dynamikę inwestycji. Po pierwsze początkowa faza nowego budżetu w naturalny sposób charakteryzuje się mniejszym napływem funduszy, który nabiera tempa dopiero z czasem. Po drugie, całość funduszy spójności w nowej perspektywie finansowej jest znacznie mniejsza niż w tej właśnie się kończącej. Sytuację mogłyby ratować środki z KPO, ale tu właśnie pojawiają się problemy.

■ Dostęp do środków z KPO mógłby zostać odblokowany gdyby weszła w życie ustawa o Sądzie Najwyższym, która od niemal pół roku znajduje się w Trybunale Konstytucyjnym (TK). W ubiegłym tygodniu TK przełożył do 7 września rozprawę w sprawie pełnego składu Trybunału, co w praktyce opóźnia rozpatrzenie ustawy o Sądzie Najwyższym. Z punktu widzenia naszego scenariusza ekonomicznego oznacza to, że szanse na uruchomienie i napływ funduszy z KPO przed końcem roku wydają się bardzo niskie.

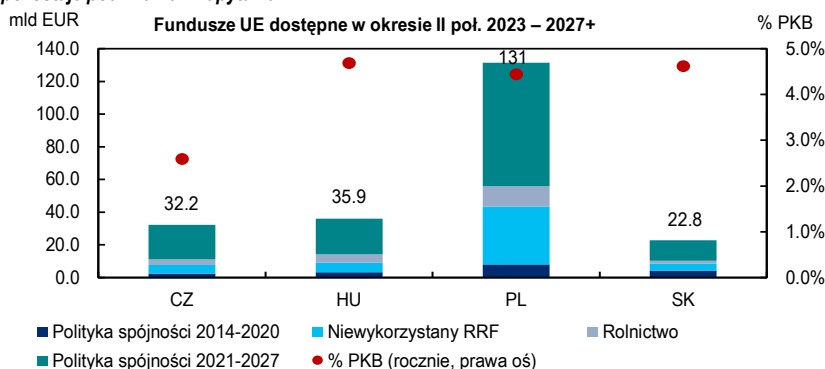
■ Polska potencjalnie może mieć w najbliższych latach dostęp do około 130 mld euro (wykres 1), włączając do tego poprzednią i obecną perspektywę finansową oraz KPO. Niemniej biorąc pod uwagę brak postępu w odblokowywaniu 36 mld euro z KPO, nie można wykluczyć scenariusza, w którym dostęp do tych funduszy pozostanie ograniczony również w 2024 roku. Dlatego z około 130 mld euro potencjalnie dostępnych, ponad jedna czwarta (równowartość 5,2% ubiegłorocznego PKB) wydaje się na dłuższy czas poza zasięgiem. O ile w pierwszym roku opóźnienie w wykorzystaniu środków z KPO miało niewielkie znaczenie, skumulowany efekt trzech lat bez KPO trudno byłoby ignorować.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 23	4,50	3,98	5,17	1,13	6,75	2,45	3,40
III KW 24	4,52	3,86	5,14	1,17	5,50	2,00	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 13.07.2023 r. Pozostałe prognozy z 21.06.2023 r.

Wykres 1. Polska ma teoretycznie ponad 130 mld euro funduszy do wykorzystania, ale kwota 36 mld wciąż pozostaje pod znakiem zapytania.



Źródło: Citi Handlowy, Komisja Europejska.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mrocza

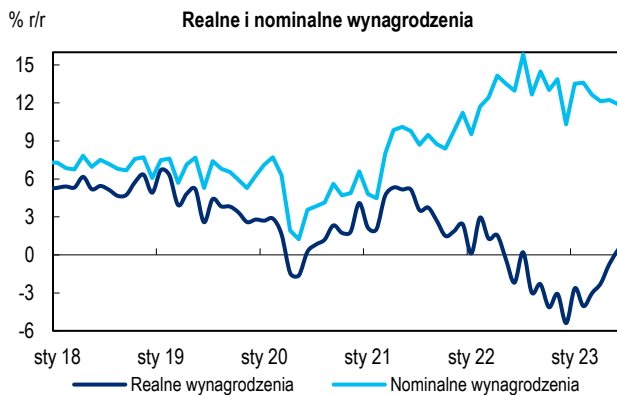
Spis treści

Nr str.

- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia poniżej oczekiwań

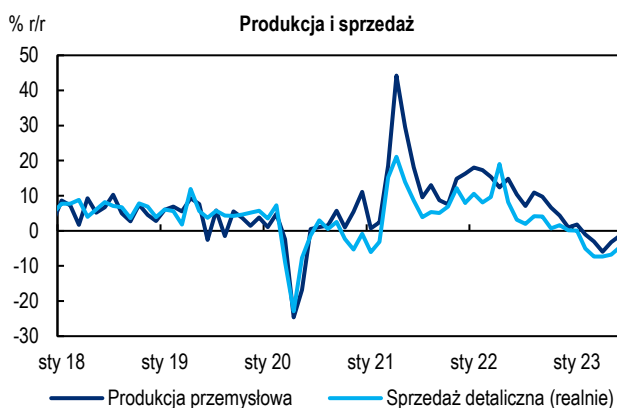


■ Nominalny wzrost wynagrodzeń w czerwcu na poziomie 11,9 % r/r okazał niższy od oczekiwań oraz niższy niż w maju (12,2%), jednak nie traktujemy tych danych jako oznaki spowolnienia na rynku pracy. Mocny rynek pracy, w połączeniu ze spowalniającą w ostatnich miesiącach inflacją, spowodował realny wzrost wynagrodzeń o 0,4% r/r. Lipcowa podwyżka płacy minimalnej może spowodować dodatkowy lekki wzrost wynagrodzeń w drugiej połowie roku.

■ Niższe od oczekiwań okazało się również zatrudnienie, które spadło w ujęciu miesięcznym, notując wzrost zaledwie o 0,2% r/r. Sądzymy, że spadek ten jest spowodowany raczej niedoborami siły roboczej niż nadchodzącymi zwolnieniami - wskaźnik bezrobocia jest wciąż bardzo niski i w czerwcu obniżył się, według szacunku MRiPS, do poziomu 5% (w maju wynosił 5,1%).

Źródło: Haver, Szacunki Citi Handlowy

Wykres 3. Aktywność zaliczyła dołek w pierwszym półroczu



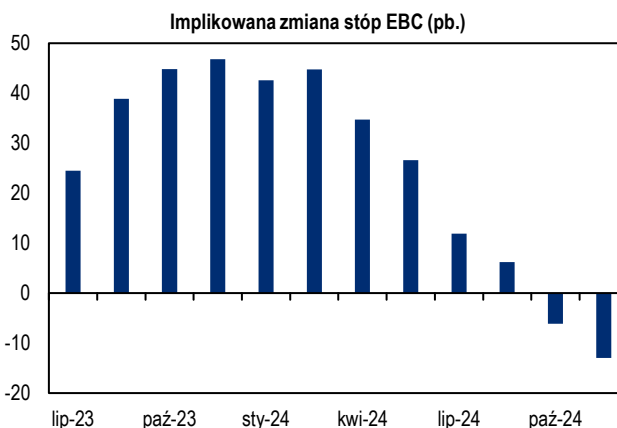
■ Produkcja przemysłowa obniżyła się w minionym miesiącu o 1,4% r/r. Słabość produkcji w pierwszym półroczu to w pewnym stopniu odzwierciedlenie problemów głównych partnerów handlowych Polski. Jednocześnie po odsezonowaniu produkcja przemysłowa wzrosła o 0,4% m/m i oczekujemy, że trend ten utrzyma się w II poł. roku.

■ Sprzedaż detaliczna w czerwcu spadła o 4,7% r/r. Na dane roczne nadal wpływają efekty statystyczne - ubiegłoroczne wzrosty zakupów związany z napływem ukraińskich uchodźców. Spodziewamy się jednak poprawy trendu w konsumpcji, m.in. dzięki wzrostowi płac realnych.

■ Po mieszanej porcji danych czerwcowych, podtrzymujemy naszą prognozę PKB za II kwartał na poziomie: -1% r/r (czyli poniżej konsensusu +0,1%).

Źródło: NBP, GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. Rynek wycenia blisko 50 pb podwyżek EBC do końca tego roku



■ Oczekujemy, że podczas lipcowego posiedzenia EBC podniesie stopy procentowe o 25 pb (depozytową do 3,75% a refinansową do 4,25%). Narracja ze strony EBC w ostatnich tygodniach wskazywała, że podwyżka stóp na najbliższym posiedzeniu jest niemal przesądzona.

■ Zakładamy, że do końca roku stopy EBC wzrosną o kolejne 25 pb, co jest bliskie bieżącym rynkowym wycenom. Pomimo obniżenia się inflacji, wciąż brak argumentów pozwalających na ogłoszeniu zwycięstwa w walce ze zbyt szybkim wzrostem cen.

■ Komentarz ze strony jastrzębiego członka EBC K. Knota (uważa, że zbliżamy się do nadmiernego zacieśnienia polityki pieniężnej) daje podstawy do oczekiwań, że decydenci dyskutują o czynnikach przemawiających za zbliżającym się końcem cyklu podwyżek stóp.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 lip PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	VI	--	7,8	7,1
15:45	USA	PMI dla przemysłu (wstępny)	pkt	VII	46,5	46	46,3
15:45	USA	PMI dla usług (wstępny)	pkt	VII	55,9	54,1	54,4
25 lip WTOREK							
10:00	DE	Indeks oczekiwań Ifo	pkt	VII	84,0	83,5	83,6
10:00	PL	Stopa bezrobocia	% r/r	VI	5,0	5,0	5,1
14:00	HU	Decyzja MNB	%	VII	13	13	13
26 lip ŚRODA							
20:00	USA	Decyzja Fed	%	VII	5,5	5,5	5,25
27 lip CZWARTEK							
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	VII	3,75	3,75	3,5
14:30	USA	PKB	% kw/kw ann	2Q	1,8	1,8	2,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	240	236	228
28 lip PIĄTEK							
14:00	DE	Inflacja CPI - wstępny odczyt	% r/r	VII	6,1	6,1	6,4
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VI	0,5	0,5	0,4
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VI	0,4	0,4	0,1
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VI	0,2	0,2	0,1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	pkt	VII	--	72,6	72,6

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	682	692	819	947
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,392	3,668
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,526	24,910
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0
Stopa bezrobocia (%)	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,6	5,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,9	3,0
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	4,4	0,2
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	-0,5	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	-1,1	4,5
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	1,9	5,4
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-2,7	6,8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	7,2	5,8
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,9	5,9
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	12,4	9,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	2,5	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,25	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,44	5,26
Rentowność obligacji 10-letnich	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,50	5,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,93	3,85
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,14	3,87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,50	4,56
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,56	4,52
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	-8,0	-17,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	-1,0	-1,9
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	-16,8	-27,1
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	388,2	430,1
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	404,9	457,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	46,9	52,7
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-35,3	-39,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-4,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,3	-3,7	-2,4
Dług publiczny (polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,3	41,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażystka

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 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.