

Tygodnik ING

Środki z KPO i polityki spójności dla Polski odblokowane.
Dolar nadal pod presją.

Rafał Benecki, Piotr Popławski, Leszek Kąsek, Adam Antoniak, Michał Rubaszek

27 lutego 2024

Komentarze Zespołu Ekonomistów ING możesz śledzić na platformie

 [ING_EconomicsPL](https://www.ing.com.pl/ING_EconomicsPL)



W skrócie

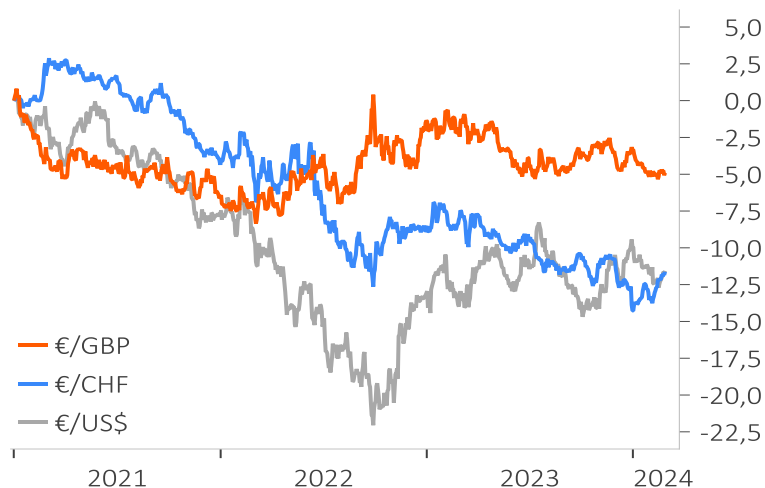
- Oczekujemy, że w tym tygodniu para €/PLN przetestuje 4,30. Waluty EM ogólnie radzą sobie dobrze, a lokalnie mamy jeszcze kwestię odblokowania środków z KPO. Na €/PLN nadal dominują też sygnały techniczne sugerujące spadek, więc skłaniamy się do tego, że złamanie przynajmniej tymczasowo się uda. Pod koniec tygodnia poznamy raczej solidne dane z USA, co powinno lekko wzmocnić dolara i wywołać powrót €/PLN ponad 4,30.
- Przewodnicząca KE ogłosiła odblokowanie środków unijnych z KPO (€60mld, w tym dotacje i pożyczki) i polityki spójności (€77mld). Szacujemy, że łączny napływ środków unijnych do Polski (wszystkie dotacje i pożyczki pomniejszone o składkę członkowską) w br. wyniesie około 2,7%PKB, po około 1,6%PKB w 2023.
- Jeśli chodzi o napływ środków w KPO, to w tym roku spodziewamy się dwóch płatności – w kwietniu i październiku – łącznie o wartości ponad €18mld. Napływ środków unijnych ułatwi zaspokojenie wysokich publicznych potrzeb pożyczkowych i zarządzanie płynności budżetu, tym samym będą istotnym wsparciem dla obligacji skarbowych i kursu złotego w br.
- Choć przepływy finansowe związane z wykorzystaniem KPO będą w tym roku znaczące, to ich wpływ na PKB, w szczególności inwestycje, będzie raczej ograniczony, spodziewamy się zwiększenia aktywności inwestycyjnej z tego tytułu w 2025 i 2026 roku. Efektywna absorpcja środków z KPO będzie wyzwaniem - muszą być wykorzystane do 2026 roku. Ministerstwo Funduszy planuje szybką renegocjację KPO w najbliższych miesiącach i aktualizację kamieni milowych.

Kalendarz makroekonomiczny

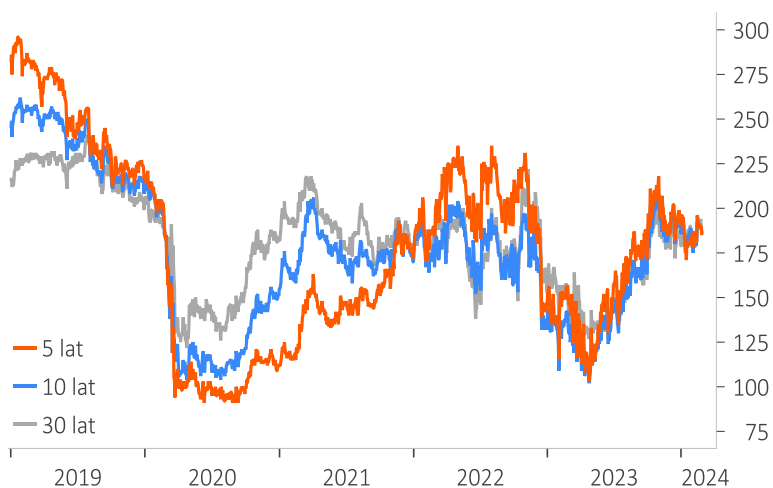
Data	Kraj	Godzina	Wydarzenie	Okres	Prognoza ING	Konsensus	Poprzednio
28 II	USA	14:30	PKB kw/kw SAAR – drugi szacunek	4kw23	3,3%	3,3%	3,3%
29 II	Polska	10:00	PKB r/r	1kw24	1,0%	-	1,0%
29 II	Niemcy	8:00	Sprzedaż detaliczna r/r	I	-4,1%		-1,7%
		14:00	CPI r/r	II	2,8%		2,9%
	USA	14:30	Inflacja bazowa PCE r/r	II	2,8%	2,8%	2,9%
1 III	Polska	9:00	PMI – przetwórstwo przemysłowe	II	45,3pkt.	-	47,1pkt.
	Strefa euro	10:00	HICP r/r	II	2,5%	2,5%	2,8%
	USA	16:00	ISM – przetwórstwo przemysłowe	II	49.5pkt.	49.2pkt.	49.1pkt.
			Nastroje gospodarstw domowych	II	79.6pkt.		79.6pkt.

Rynki walutowe – dolar nadal pod presją.

Główne pary walutowe (zmiana w % od początku 2021 r.)



Spread między amerykańskimi i niemieckimi obligacjami

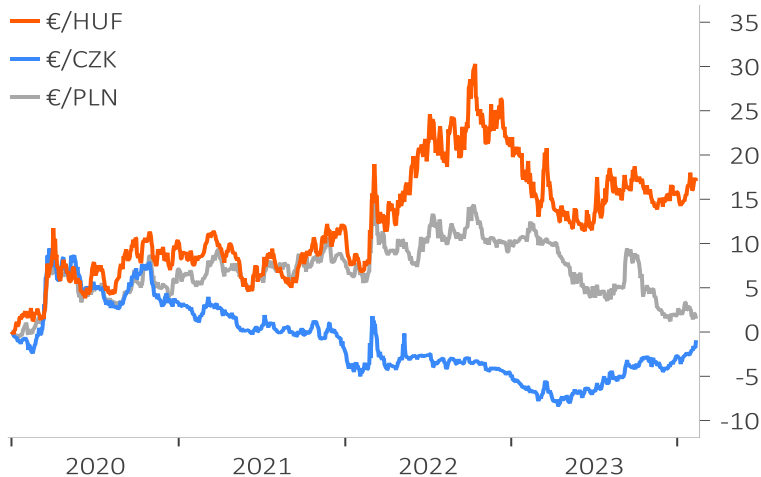


€/US\$:

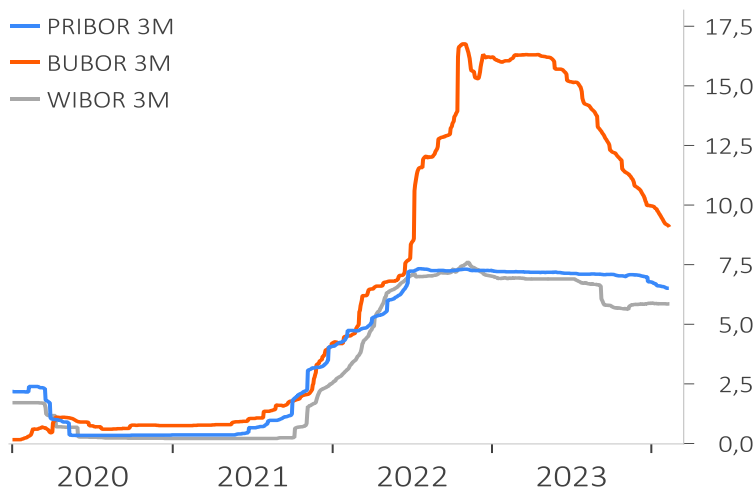
- Od połowy lutego €/US\$ kontynuuje wzrost, na chwilę zbliżając się do 1,09. Kurs rozpoczął ub. tydzień przy 1,0780, a zakończył na 1,0830. Dolar pozostaje pod presją, a inwestorzy generalnie kierują uwagę na waluty EM, giełdy i ten wzmożony popyt na ryzykowne aktywa szkodzi dolarowi.
- Inwestorzy pozostają negatywnie nastawieni do dolara. Kurs €/US\$ powinien kontynuować wzrost co najmniej do publikacji istotnych danych z USA i strefy euro. Te najważniejsze (ISM z USA i inflacja ze strefy euro) poznamy dopiero w piątek. Dlatego w najbliższych dniach para powinna dotrzeć do 1,09 lub lekko powyżej. Spodziewamy się jednak, że dane z USA zaskoczą po wyższej stronie. W efekcie kurs €/US\$ powinien wrócić bliżej 1,08 pod koniec tygodnia.
- Mimo obecnej presji na dolara, perspektywy US\$ na 2poł24 poprawiły się. Wolniejszy od oczekiwań spadek inflacji i relatywnie duża odporność gospodarki na wysokie stopy sugerują, że Fed może rozpocząć obniżki stóp później i dokonać ich w mniejszej skali. Dodatkowo, obraz gospodarki USA z wciąż spadającą inflacją oraz dużymi wzrostami spółek produkujących półprzewodniki dla technologii AI, oznacza wciąż dalsze wzrosty na giełdzie w USA, podczas gdy obawy o wynik wyborów w USA podkopują rynki akcji w Europie.
- Dlatego w 2poł24 spodziewamy się pewnego osłabienia dolara, choć wybite pary ponad 1,10 może się nie udać. Główny argument za osłabieniem dolara, choć mniejszym niż oczekiwaliśmy to fakt, iż łączna skala luzowania przez Fed w tym roku powinna być jednak większa niż w przypadku EBC. Dodatkowym ryzykiem pozostaje sytuacja w amerykańskim sektorze bankowym.

Rynki walutowe – €/PLN wkrótce na 4,30.

Pary walutowe CEE – zmiana w % od początku 2020 r.



Stopy procentowe – porównanie CEE

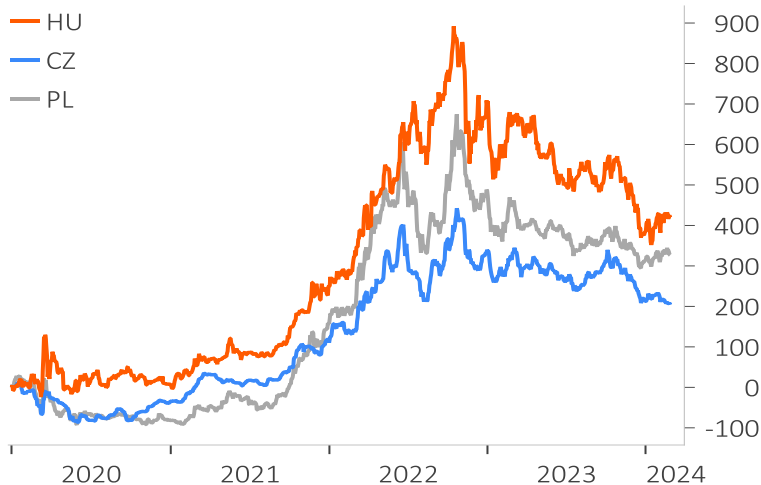


€/PLN:

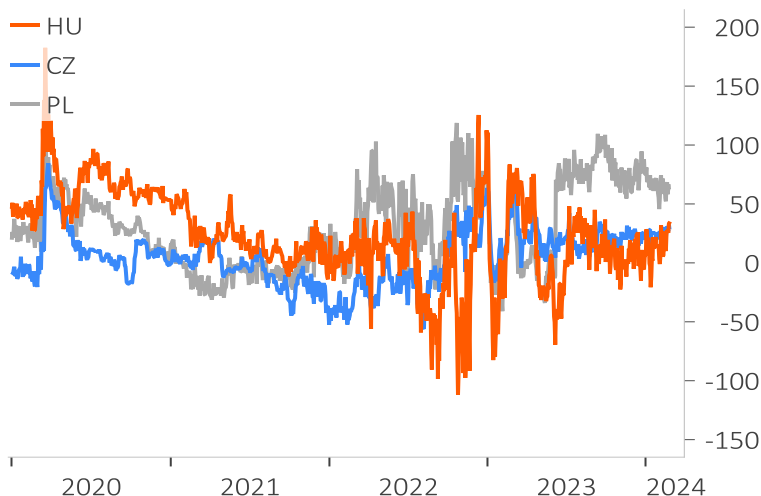
- W poprzednim tygodniu kurs €/PLN spadł z 4,34 do blisko 4,30. Złoty był jednym z beneficjentów odpływu kapitału z USA na rynki wschodzące. Krajowej walucie dodatkowo pomogła wiadomość, że KE w tym tygodniu formalnie odblokuje środki z KPO dla Polski. Reakcja na tą wiadomość nie była szczególnie duża, gdyż takiego scenariusza w dużej mierze oczekiwał już rynek.
- Na €/PLN oczekujemy testu 4,30 w tym tygodniu. Waluty EM ogólnie radzą sobie dobrze, a lokalnie mamy jeszcze kwestię odblokowania środków z KPO. Na €/PLN nadal dominują też sygnały techniczne sugerujące spadek.
- Stopniowo przesuwają się również powinny oczekiwania na ścieżkę stóp NBP, ograniczając skalę wycenianych cięć. Nie widać sygnałów aby RPP zmieniła zdanie przed marcowym posiedzeniem i trudno znaleźć uzasadnienie, że zrobi to w dalszej części roku w skali wycenianej przez rynek. Dołożą się do tego m.in. nadwyżka C/A w ujęciu 12-miesięcznym, czy napływy funduszy z UE. Dlatego nadal spodziewamy się umocnienia PLN do około 4,20-4,25/€ w połowie roku.
- Nasz model EUR/PLN (porównujący złotego do innych zmiennych rynkowych) pokazuje, że PLN jest bliski skrajnego przewartościowania. Wydaje się jednak, że wynika to z rozdzwieniu między poglądami rynków FX i FI na stopy NBP. Zgadzamy się z poglądem FX, że luzowanie polityki pieniężnej NBP w ciągu najbliższych dwóch lat będzie zdecydowanie mniej agresywne niż to, co wyceniają swapy. Jesteśmy mniejszymi optymistami ws pozycji złotego w 3-4Q24 roku. Rosnące szanse wygranej Trumpa to negatywny sygnał dla całego regionu w tym złotego.

Rynek długu – Spłaszczenie krzywej SPW.

Obligacje 10L w CEE – zmiana (w pb) od końca 2019



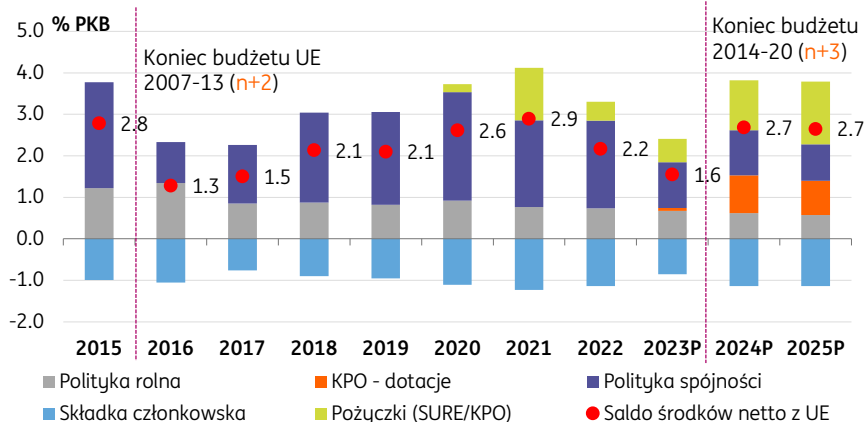
Asset swapy 10L w CEE od 2019



- Ubiegły tydzień nie przyniósł znaczących zmian na bazowych rynkach długu. Rozpoczął się od wzrostów rentowności, które jednak zakończyły się w drugiej połowie tygodnia. Amerykańska i niemiecka 10latka zakończyły tydzień odpowiednio 7 i 5pb mocniej. Na krótkim końcu w USA bez zmian, w Niemczech 4pb wyżej, z uwagi na poprawę PMI w strefie euro. W kraju umocnienie SPW, kosmetyczne na krótkim końcu, ponad 10pb na długim. Solidny popyt na aukcjach w końcu zaczął się przekładać na rynek wtórny.
- W dalszej części tygodnia spodziewamy się stabilizacji na bazowych rynkach długu w trendzie bocznym, choć z ryzykiem lekkich wzrostów rentowności. Ostatnie dane z Europy (PMI) lekko zaskoczyły po wyższej stronie. Z kolei w USA, główną obawą było spowolnienie, ale ono postępuje relatywnie wolno. W horyzoncie dwóch-trzech tygodni nadal widzimy raczej dalsze wzrosty rentowności. Najprawdopodobniej stopniowo gasnąc będą oczekiwania, że Fed zdecyduje się zacząć obniżać stopy w tym półroczu.
- W kraju, z jednej strony, im bliżej marcowego posiedzenia RPP, tym bardziej powinny gasnąć rynkowe oczekiwania na obniżki stóp NBP w tym roku. Z drugiej strony, widać jednak mocny popyt na długim końcu, na razie głównie ze strony krajowych banków, ale powinna stopniowo dołączać się do tego zagranica. Wreszcie przekłada się to na rynek wtórny. Dlatego w tym tygodniu spodziewamy się dalszego spłaszczenia krzywej i spadku asset swapów. Te trendy powinny być też dominujące na dalszą część tego półrocza. Mimo rekordowych potrzeb pożyczkowych, MF może skorzystać m.in. ze środków z UE i emisji zagranicznych, aby znacząco ograniczyć emisje SPW w tym roku.

Środki z KPO i polityki spójności dla Polski odblokowane

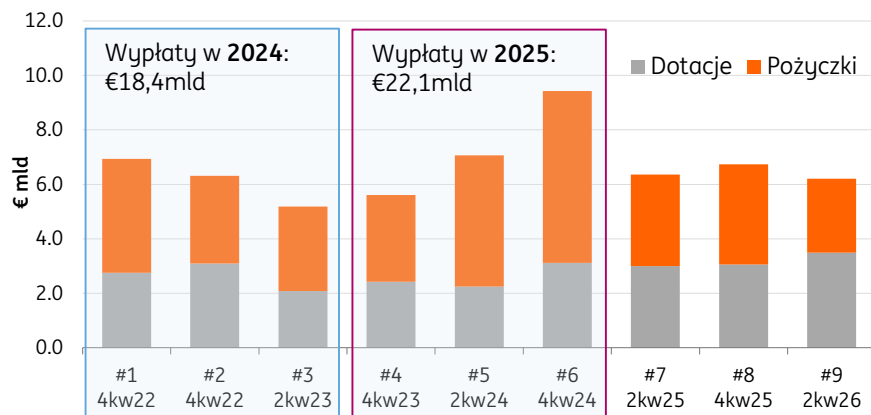
Prognoza napływu środków unijnych do Polski w latach 2024-25



Źródło: dane MF, NBP, KE. Prognozy ING.

- W ubiegły piątek, Przewodnicząca Komisji Europejskiej U. von der Leyen zapowiedziała odblokowanie unijnych środków z KPO i polityki spójności. W łącznej kwocie €137mld, KPO (dotacje i pożyczki) to prawie €60mld, natomiast pozostałe €77mld stanowią dotacje z polityki spójności.
- Szacujemy, że łączny napływ środków unijnych do Polski (wszystkie dotacje i pożyczki pomniejszone o składkę członkowską) w br. wyniesie około 2,7%PKB, po około 1,6%PKB w 2023. Zgodnie obecnym harmonogramem płatności z listopada 2023, Polska – na podstawie wniosku z połowy grudnia 2023 – ma otrzymać €6,9mld z KPO w kwietniu (w tym €2,8mld dotacji i €4,2mld pożyczek). Kwoty zostaną pomniejszone o część zaliczki z grudnia 2023. Kolejna płatność €11,5mld, na podstawie wniosku z czerwca, powinna wpłynąć jesienią.
- Zgodnie z zapowiedziami Minister Funduszy i Polityki Regionalnej, czerwcowy wniosek o płatność ma objąć 2 i 3 transzę z harmonogramu KPO, co pozwoli na przyśpieszenie wypłat. Jeśli chodzi o środki z polityki spójności, to Polska wciąż ma do wykorzystania €5mld ze „starego” budżetu 2024-20, który jest jeszcze rozliczany. Zakładamy, że wykorzystanie środków spójności z nowego budżetu 2021-27 będzie „rozkrećać się” stopniowo w ciągu roku (€4mld w br.).
- Po formalnym odblokowaniu środków unijnych, głównym wyzwaniem pozostanie ich efektywna absorpcja, co szczególnie dotyczy środków z KPO, które – w oparciu o obecne regulacje unijne, choć nie jest wykluczona ich zmiana – muszą być wykorzystane do 2026 roku. MFPR planuje renowację KPO w najbliższych miesiącach, która będzie polegać na aktualizacji tzw. kamieni milowych (obecnie jest 55 kamieni milowych dla reform oraz 56 dla inwestycji).

Obecny harmonogram płatności pożyczek i dotacji z KPO



Źródło: raport KE, listopad 2023.

Transze KPO (pierwotny początek wypłat w 4kw 2022)

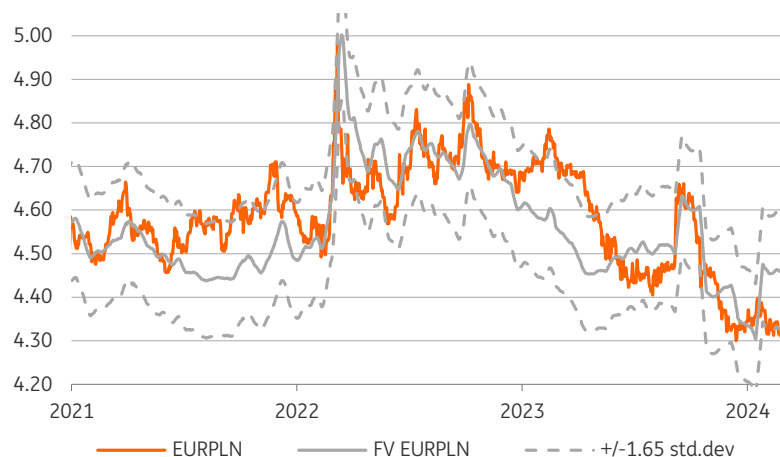
Prognozy walutowe.

Prognozy walutowe

	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25
US\$/PLN	3.98	3.93	3.88	3.84	3.83	3.82	3.81	3.79	3.76	3.74	3.74	3.74
€/PLN	4.30	4.27	4.25	4.22	4.24	4.25	4.27	4.28	4.29	4.30	4.30	4.31
CHF/PLN	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.77	5.52
GBP/PLN	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.89	5.84	5.59

Modele relative value

- Modele relative value oceniają bieżące odchylenie zmiennych rynkowych od ich teoretycznych wartości wyliczonych na podstawie innych zmiennych rynkowych.
- Wskazania naszego modelu dla €/PLN dość mocno się przesunęły na początku roku. Wynika to ze spadku oczekiwań na obniżki stóp przez główne banki centralne (przede wszystkim Fed), podczas gdy mimo relatywnie jastrzębiej retoryki RPP rynek wycenia wznowienie cyklu obniżek stóp NBP już w marcu. Wydaje się, że rynki walutowe i instrumentów dłużnych wyceniają odmienne scenariusze stóp w kraju. Obecne poziomy €/PLN wskazują na istotne przewartościowanie złotego.



Zespół analiz makroekonomicznych

Rafał Benecki
Główny Ekonomista

Piotr Popławski
Starszy Ekonomista

Leszek Kąsek
Starszy Ekonomista

Adam Antoniak
Starszy Ekonomista

Michał Rubaszek
Starszy Ekonomista

E Rafal.Benecki@ing.pl

E Piotr.Poplawski@ing.pl

E Leszek.Kasek@ing.pl

E Adam.Antoniak@ing.pl

E Michal.Rubaszek@ing.pl

Disclaimer

- Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Analiz Makroekonomicznych w ING Banku Śląskim S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, bez uwzględnienia celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani dostępnych środków pieniężnych czytelnika. Informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. ING Bank Śląski S.A. dołożył należytej staranności aby zapewnić, że zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak ING Bank Śląski S.A. i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, ani wszelkie bezpośrednie i pośrednie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji. O ile nie zastrzeżono inaczej, wszystkie opinie, prognozy i oszacowania należą do autora(autorów) oraz były aktualne w momencie publikacji i mogą ulec zmianie bez uprzedzenia.
- Rozpowszechnianie tej publikacji może być ograniczone przez prawo lub regulacje, różne w różnych jurysdykcjach. Osoby, które znajdą się w jej posiadaniu powinny sprawdzić te regulacje i zastosować się do nich.
- Publikacja ta oraz zawarte w niej dane są chronione prawami autorskimi. Nie może być ona kopiowana, rozpowszechniana ani publikowana przez jakąkolwiek osobę w jakimkolwiek celu bez wyraźnej uprzedniej zgody ING Banku Śląskiego. Wszystkie prawa zastrzeżone. Działalność ING Banku Śląskiego S.A (nr KRS 0000005459), będącego wytwórcą tej publikacji, została zaaprobowana i jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.