

CitiMonthly – Europa Środkowa

W skrócie

- Nasilenie kryzysu zadłużenia w strefie euro przyczynia się do wzrostu obaw inwestorów o możliwość „zarażenia” krajów Europy Środkowej problemami krajów peryferyjnych. Realizacja takiego scenariusza mogłaby prowadzić do większych napięć na rynkach finansowych oraz spowolnienia gospodarek CEE.
- Szczególnie podatne na takie zagrożenie wydają się Węgry (ze względu na wysoki dług publiczny i zagraniczny) oraz Polska (ze względu na bardzo ograniczoną przestrzeń do stymulowania gospodarki przez politykę fiskalną i kursową).
- Nasz podstawowy scenariusz zakłada jednak, że krajom CEE uda się uniknąć zarażenia kryzysem. W takiej sytuacji wzrost PKB w polskiej gospodarce w 2011 r. najprawdopodobniej przekroczy 4% r/r, a przyszły rok przyniesie jego niewielkie spowolnienie. Wzrost w Czechach oraz na Węgrzech ukształtuje się na niższym poziomie, jednak powinien sięgnąć odpowiednio 2,3% oraz 2,8%.
- Ostatnie dane o inflacji pokazały spadek wskaźników CPI w regionie, przede wszystkim za sprawą niższej dynamiki cen żywności. Biorąc to pod uwagę obniżyliśmy naszą ścieżkę inflacji w Polsce i obecnie oczekujemy, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych może na przełomie roku wyhamować poniżej 4%. Niższa od wcześniejszych prognoz powinna okazać się również inflacja na Węgrzech, choć zapewne pozostanie ona w najbliższych miesiącach powyżej celu banku centralnego.
- W Czechach oraz na Węgrzech władze monetarne powinny utrzymywać stopy na niezmiennym poziomie przez dłuższy okres niż wcześniej oczekiwaliśmy. W Polsce wciąż spodziewamy się podwyżki stóp pod koniec br. (i kolejnej na początku 2012), jednak dostrzegamy rosnące ryzyko, że niepewność dotycząca strefy euro może powstrzymać RPP od kolejnych zmian stóp.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

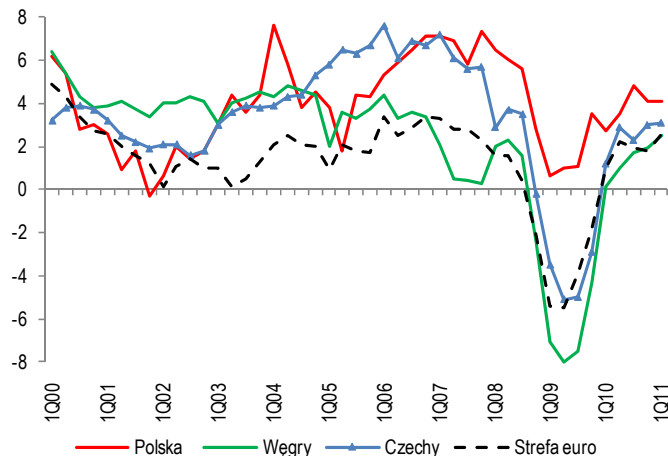
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

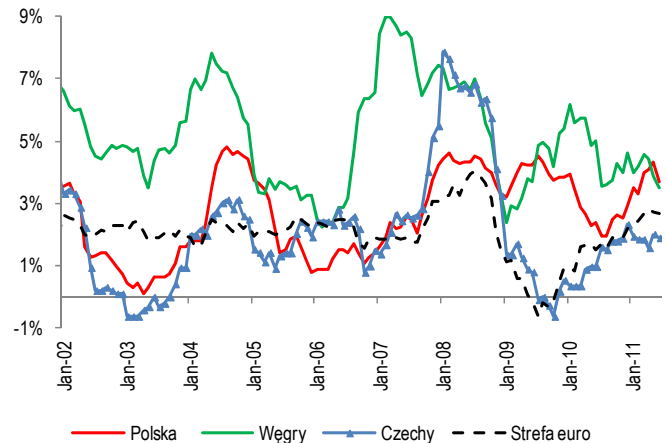
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



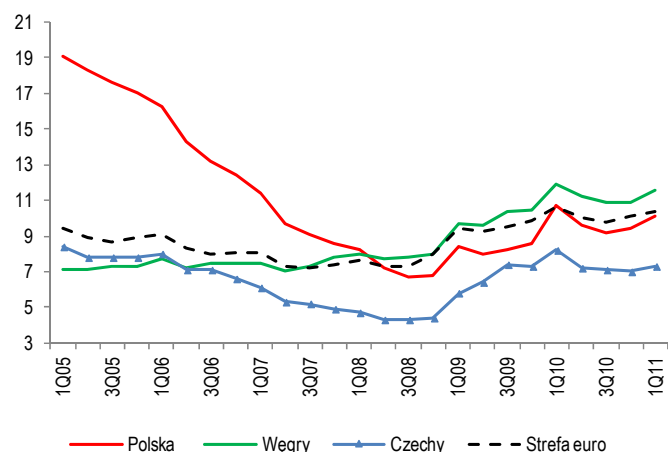
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



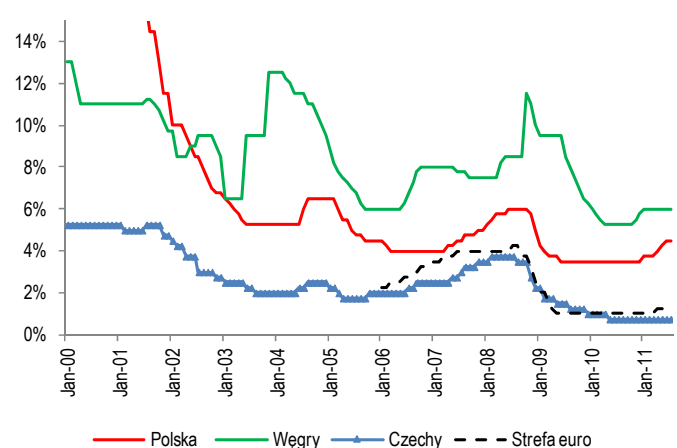
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kryteria konwergencji – porównanie krajów regionu Europy Środkowej.

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	1,8	3,8	-4,4	41,3
Węgry	4,2	7,3	1,6	75,2
Polska	3,0	5,9	-5,8	55,4
Rumunia	7,5	7,1	-4,7	33,7
Kryterium konwergencji	<u>3,1</u>	<u>4,9</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2011, przygotowane wiosną 2011.

Uwaga: Inflacja została obliczona jako dwunastomiesięczna średnia wskaźników HICP. Stopa procentowa to średnia dwunastomiesięczna z rentowności dziesięcioletnich obligacji rządowych. Dług i saldo sektora inst. rządowych i samorządowych (*general government*) jest zdefiniowany zgodnie z metodologią ESA-95.

Sytuacja w Europie Środkowej

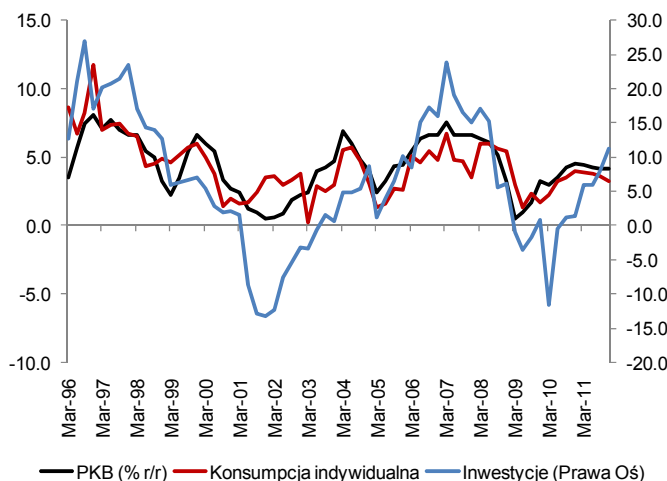
Polska

- Wzrost w polskiej gospodarce w 2011 r. najprawdopodobniej przekroczy 4% r/r, a przyszły rok przyniesie jego niewielkie spowolnienie. Z kolei w przypadku inflacji spodziewamy się powrotu wskaźnika CPI w pobliże celu RPP w 2012 roku.
- Wydarzenia w strefie euro stanowią poważne zagrożenie dla Polski. W przypadku rozprzestrzenienia się kryzysu na Europę Środkową Polska nie będzie mogła sobie pozwolić na łagodzenie szoku poprzez rozluźnienie polityki fiskalnej.
- Oczekiwania na podwyżki stóp na razie słabną. Niemniej jeżeli tempo wzrostu gospodarczego utrzyma się na wysokim poziomie pod koniec roku rynki finansowe mogą ponownie zacząć dyskontować podwyżki w kraju.

Gospodarka ma szanse wzrosnąć o ponad 4%

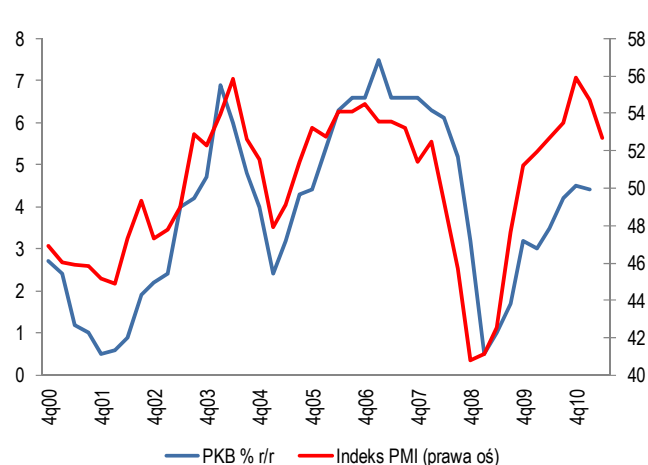
Naszym zdaniem wzrost gospodarczy w 2Q11 najprawdopodobniej utrzymał się na relatywnie silnym poziomie. Na podstawie wstępnych miesięcznych danych szacujemy, że wzrost PKB w 2Q wyhamował tylko nieznacznie do około 4,0-4,2% r/r z 4,4% w 1Q. Niemniej ostatnie spadki indeksu PMI (do 51,2 w czerwcu) oraz słabe wyniki produkcji przemysłowej sugerują, że perspektywy wzrostu mogą być nieco gorsze niż wcześniej oczekiwano. Ewentualne dalsze spowolnienie w strefie euro stwarzałoby ryzyko korekty w dół naszej prognozy PKB na najbliższe kwartały, szczególnie w obliczu obaw o konsekwencje kryzysu w strefie euro oraz niepewności dotyczącej przyszłej ścieżki inwestycji w kraju. Czynnikiem, który dodatkowo będzie ciążył na dynamice wzrostu będzie planowane przez rząd zacieśnienie fiskalne (około 4,5% PKB w ciągu dwóch lat).

Wykres 6. PL - Wzrost gospodarczy i jego komponenty



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 7. PL – Wskaźnik PMI oraz wzrost PKB r/r



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego pomaga budżetowi. Po sześciu miesiącach roku deficyt osiągnął poziom 20,3 mld zł, a więc 50,7% rocznego planu na poziomie 40,2 mld zł. Naszym zdaniem sytuacja budżetowa może okazać się lepsza od wcześniejszych prognoz również w kolejnych miesiącach. Jak pokazuje tabela 8 dynamika wzrostu PKB oraz główne wskaźniki makroekonomiczne kształtują się na korzystniejszych od przewidywanych poziomach. Powinno to pomóc w osiągnięciu wyższych niż planowano wpływów zarówno z tytułu VAT, jak i PIT oraz CIT. Dodatkowo nie bez znaczenia mogą okazać się czynniki jednorazowe, w tym: wpłata zysku z NBP (wyższa o około 4,8 mld) oraz większe dywidendy ze spółek skarbu państwa (dodatkowe 3 mld zł) m.in. po sprzedaży udziałów w Polkomtelu przez spółki będące własnością/współwłasnością skarbu państwa. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki szacujemy, że tegoroczny deficyt ukształtuje się na poziomie 25-30 mld zł, a przy znacznej dyscyplinie wydatkowej ostateczny wynik może być nawet niższy od 25 mld zł. Byłaby to pozytywna niespodzianka nie tylko w stosunku do pierwotnych planów (40,2 mld), lecz również ostatnich szacunków zamieszczonych w założeniach do przyszłorocznego budżetu (35 mld zł).

Wykres 8. Pierwotne założenia budżetowe na 2011 rok oraz prognozy Citi Handlowy

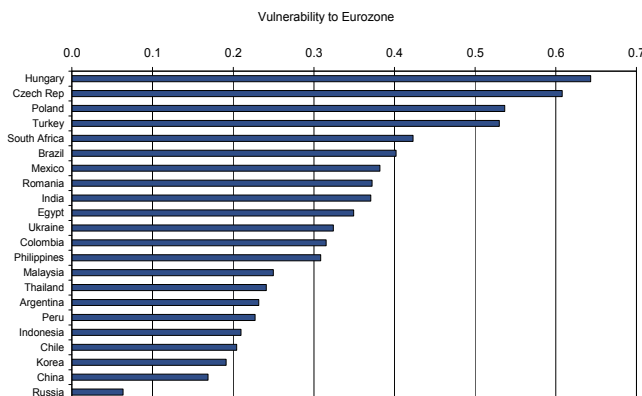
	Budżet 2011	Prognoza Citi	Różnica
PKB (r/r)	3,5	4,2	0,7
Popyt krajowy (r/r)	4,0	4,6	0,6
CPI (r/r, średnia)	2,3	4,2	1,9
Płace nominalne (r/r)	3,7	5,6	1,9
Zatrudnienie w sekt. przeds. (r/r)	1,9	3,3	1,4

Źródło: Projekt budżetu na 2011 rok, Citi Handlowy

Efekt zarażenia” poważnym zagrożeniem

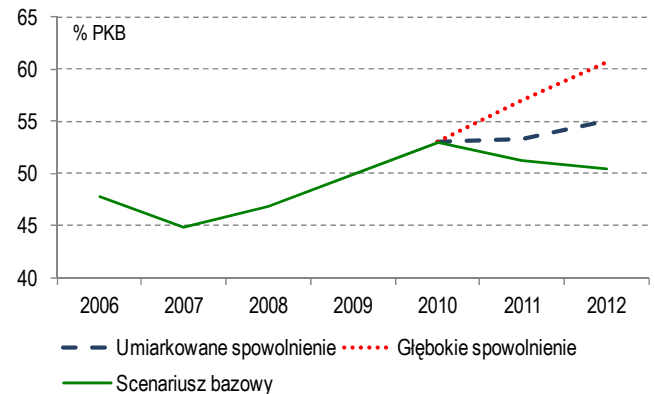
Choć nasze prognozy wzrostu dla Polski prezentują się optymistyczne na tle innych krajów regionu, ostatnie wydarzenia w strefie euro wyraźnie komplikują sytuację. Nasz bazowy scenariusz zakłada bowiem, że Polsce uda się uniknąć efektu zarażenia kryzysem strefy euro, a przez to będzie w stanie utrzymać relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Niemniej ostatnie tygodnie pokazały, że ryzyko przeniesienia się kryzysu ze strefy euro na Europę Środkową wyraźnie wzrosło. Nie trudno wyobrazić sobie sytuację, iż w przeciągu kilku miesięcy scenariusz zarażenia może stać się scenariuszem bazowym. W przypadku Polski obawy o możliwość przeniesienia się kryzysu są o tyle uzasadnione, że Polska jest gospodarką o relatywnie wysokich potrzebach finansowania zewnętrznego, która jest silnie powiązana z systemem bankowym strefy euro oraz doświadczyła w ostatnich kwartałach gwałtownego napływu zagranicznego kapitału portfelowego.

Wykres 9. PL- Indeks wrażliwości poszczególnych krajów na kryzys w strefie euro



Źródło: Citi (EMMSO, 21 lipca 2011)

Wykres 10. PL- Dług publiczny (% PKB) w zależności od scenariusza makroekonomicznego



Źródło: Citi („Poland Macro View: Not so resilient anymore”, 25 lipca 2011).
Uwaga: Scenariusz umiarkowanego spowolnienia zakłada wzrost PKB na poziomie 2% w 2012 i EUR/PLN na poziomie 4,3. Z kolei scenariusz pesymistyczny zakłada 0% wzrost oraz EUR/PLN na poziomie 5,1.

W 2009 roku, pomimo oznak zarażenia ówczesnym kryzysem, polska gospodarka okazała się wyjątkowo odporna i jako jedyna w UE uniknęła recesji. Niemniej naszym zdaniem tym razem Polska może okazać się bardziej wrażliwa na wydarzenia w otoczeniu zewnętrznym. Wyjątkowa odporność w 2009 była związana bowiem z 1) osłabieniem złotego z poziomu 3,2 do 4,9 wobec euro; 2) znacznym rozluźnieniem polityki fiskalnej, które doprowadziło do wzrostu deficytu fiskalnego o 6 punktów proc. między 2007 i 2010 rokiem.

Obecnie jednak przestrzeń fiskalna jest już zdecydowanie bardziej ograniczona niż w 2009. Dług publiczny kształtuje się obecnie na poziomie 53% PKB, a więc jest wyjątkowo blisko drugiego progu ostrożnościowego, po przekroczeniu którego rząd byłby zobowiązany przez prawo do rozpoczęcia szybkiego procesu konsolidacji fiskalnej. Według naszych szacunków nawet umiarkowane spowolnienie PKB (do 2% r/r w 2012) w połączeniu z 10% deprecjacją złotego mogłoby doprowadzić do wzrostu długu publicznego do poziomu 55% PKB w 2012 roku¹. Oznacza to, że w przypadku negatywnego szoku zewnętrznego polskie władze nie miałyby możliwości przeciwdziałania spowolnieniu poprzez rozluźnienie polityki fiskalnej lub poprzez pozwolenie na większą deprecjację złotego. W skrajnych scenariuszach Ministerstwo Finansów mogłoby nawet zostać zmuszone do zacieśnienia (a nie rozluźnienia) polityki fiskalnej w obliczu sytuacji kryzysowej, pogłębiając tym samym skalę spowolnienia w gospodarce. Należy jednak podkreślić, że nasz bazowy scenariusz zakłada mimo wszystko silny wzrost gospodarki polskiej, a realizacja powyższego negatywnego scenariusza byłaby możliwa w przypadku nasilenia się kryzysu w strefie euro.

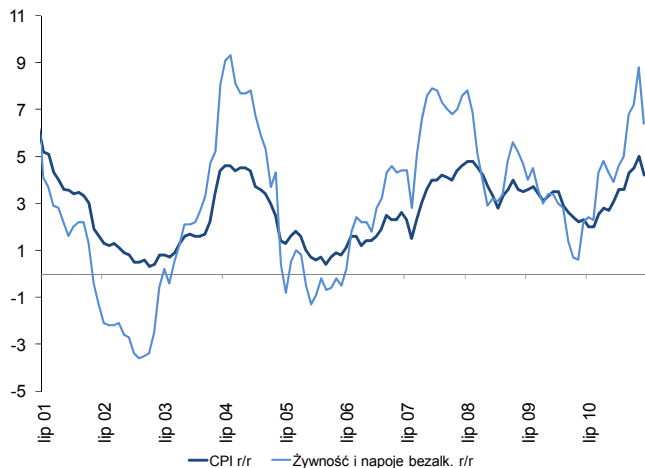
Niższa inflacja daje RPP więcej czasu

Czerwcową inflacja okazała się niższa od oczekiwań przede wszystkim dzięki niższym cenom żywności. Wskaźnik CPI spadł do 4,2% r/r w czerwcu z 5% w maju, a więc około 0,6 pp więcej niż zakładał

¹ MF informowało, że 10% deprecjacja nie wystarczy aby doprowadzić do przełamania drugiego progu ostrożnościowego, ale komentarze te dotyczyły 2011 roku. Naszym zdaniem większe wątpliwości może budzić 2012 rok.

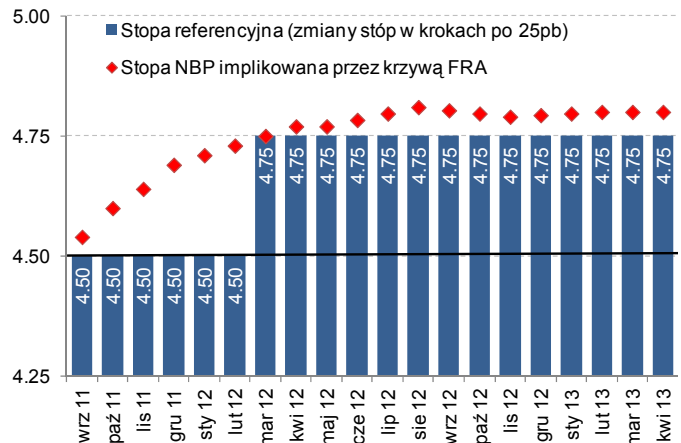
konsensus rynkowy. Odwrócenie wcześniejszych wzrostów cen żywności było związane między innymi z gwałtownym spadkiem cen warzyw w reakcji na informacje o infekcjach bakterią E.coli. Co prawda efekt ten może zostać częściowo odwrócony w lipcu lub sierpniu, jednak w perspektywie najbliższych miesięcy spodziewamy się spadku inflacji poniżej 4% (najprawdopodobniej w grudniu).

Wykres 11. PL – Inflacja oraz dynamika cen żywności



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 12. PL - Ścieżka stóp procentowych wyceniana przez rynek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

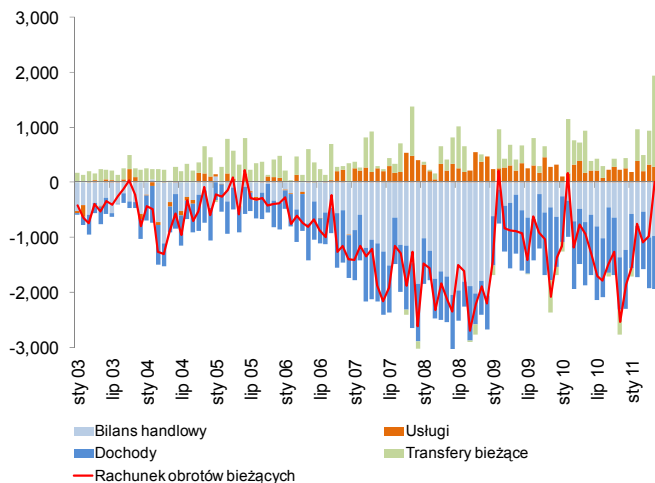
Niższa inflacja powinna pozwolić Radzie Polityki Pieniężnej odłożyć w czasie kolejne podwyżki stóp. Biorąc pod uwagę nieco gorsze perspektywy wzrostu w 2012 roku, rynki finansowe mogą nawet zacząć dyskontować scenariusz zakończenia cyklu podwyżek stóp. Niemniej w naszym scenariuszu spodziewamy się dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy, powolnego wzrostu inflacji bazowej w kraju oraz podwyżek stóp w strefie euro. Biorąc to pod uwagę dostrzegamy przestrzeń do niewielkich podwyżek stóp, co wydaje się spójne z ostatnimi komentarzami przedstawicieli RPP, w tym prezesa Belki, który zasugerował możliwość jeszcze jednej podwyżki w 2011 roku. Naszym zdaniem w 1Q'12 stopa referencyjna NBP może sięgnąć 5,0% wobec 4,5% obecnie. Niemniej skala i tempo podwyżek będą zapewne uzależnione od wydarzeń w otoczeniu zewnętrznym oraz od perspektyw wzrostu gospodarczego Polsce. Biorąc to pod uwagę uważamy, że w obecnych warunkach ryzyko leży po stronie mniejszej od oczekiwanej przez nas skali zacieśnienia monetarnego.

Możliwe dalsze powiększenie deficytu CA

Rewizja danych w rachunku bieżącym okazała się mniejsza niż oczekiwano, ale spodziewamy się dalszego wzrostu deficytu w kolejnych kwartałach. Deficyt w rachunku bieżącym za 2010 rok został powiększony do 4,5% PKB z wstępnie raportowanego poziomu 3,4% PKB, a tym samym rewizja okazała się mniejsza niż przewidywaliśmy. Zmiany wynikały przede wszystkim z rewizji importu samochodów (dotychczas nieoszacowanego) oraz transferów bieżących. Co ciekawe, o ile rewizja danych za 2010 rok okazała się relatywnie niewielka (1,1% PKB), o tyle zmiany dotyczące okresu 2008-2009 sięgały aż 1,7-1,8% i stanowiły negatywną niespodziankę. Przypuszczamy, że tak niewielka rewizja w 2010 roku wynikała z ograniczonej dostępności części danych i dlatego

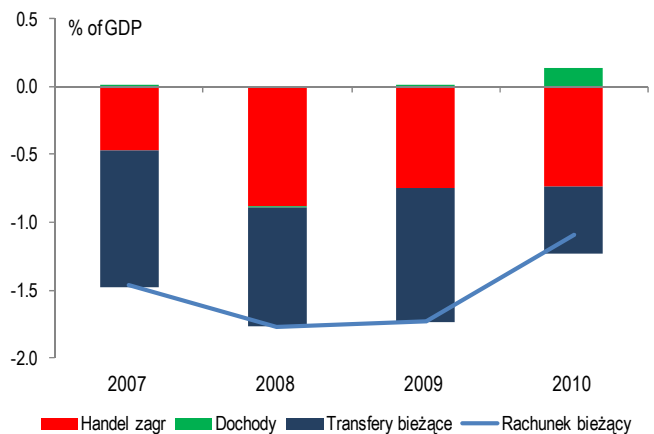
spodziewamy się kolejnych rewizji w miarę napływu nowych informacji (w tym m.in. danych o transferach bieżących). Biorąc to pod uwagę w kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wzrostu deficytu na rachunku bieżącym, który powinien zrekompensować jednorazową znaczną poprawę tego salda w maju. W całym 2011 roku oczekujemy deficytu w rachunku bieżącym na poziomie nieco poniżej 5,5% PKB.

Wykres 13. PL – Saldo rachunku obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 14. PL – Skala rewizji w bilansie płatniczym



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

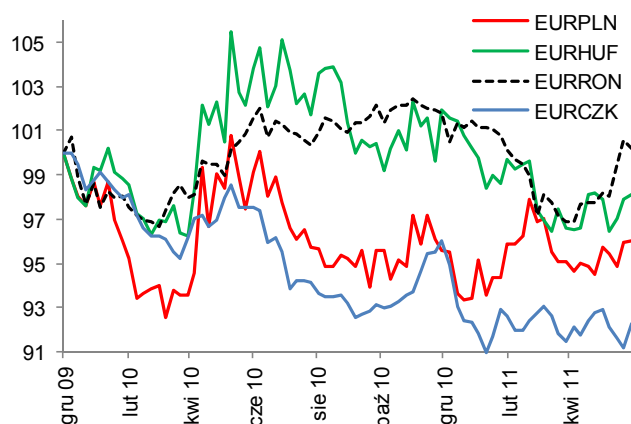
Węgry

- Ostatnie dane o inflacji ponownie okazały się niższe od prognoz, co wpłynęło na obniżenie przewidywanej przez nas ścieżki inflacji. Tempo wzrostu gospodarczego w 2011 roku osiągnie naszym zdaniem poziom 2,8% r/r, czemu towarzyszyć będzie wolniejszy niż zakładano wzrost popytu krajowego.
- Uważamy, że z powodu małego apetytu na ryzyko i słabych perspektyw wzrostu gospodarczego forint może tracić na wartości. Przyczyni się do tego również, dalsze zmniejszanie się różnicy między węgierskimi stopami procentowymi a stopami w strefie euro oraz w innych krajach regionu.

Powolne ożywienie

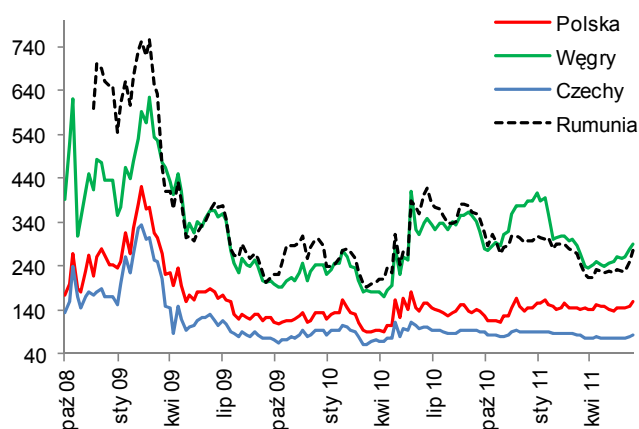
Pomimo, że w węgierskiej gospodarce następuje stopniowa poprawa, rozczerwawiająca okazała się dynamika popytu krajowego w pierwszej połowie 2011 roku. Redukcja stawek podatku dochodowego nie przyniosła pożądanych rezultatów w postaci zwiększenia konsumpcji, a wyższy dochód rozporządzalny był wykorzystywany głównie do spłaty zobowiązań przez zadłużone gospodarstwa domowe. Poziom nakładów na środki trwałe, choć uległ poprawie, wciąż jest stosunkowo niski z powodu niepewnej sytuacji fiskalnej na Węgrzech oraz perspektyw światowego wzrostu gospodarczego.

Wykres 15. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



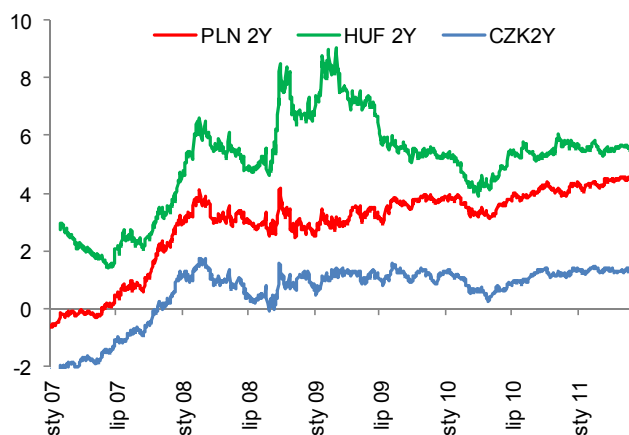
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Stawki CDS (5-letnie)



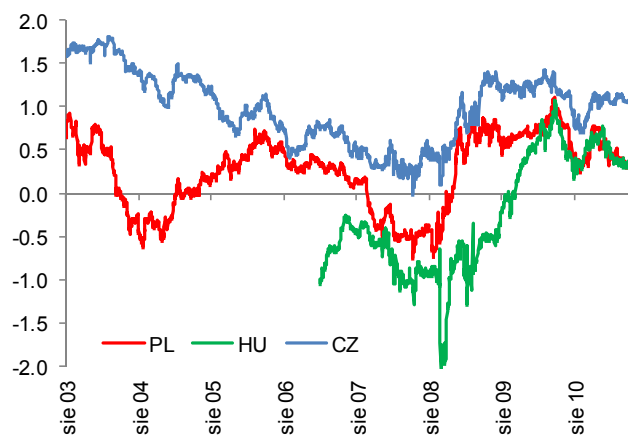
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



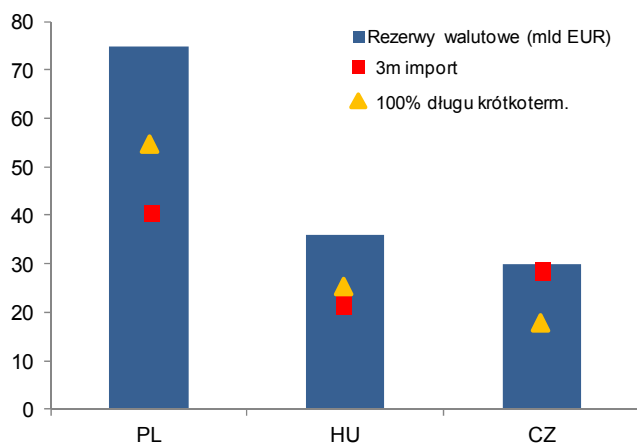
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 18. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



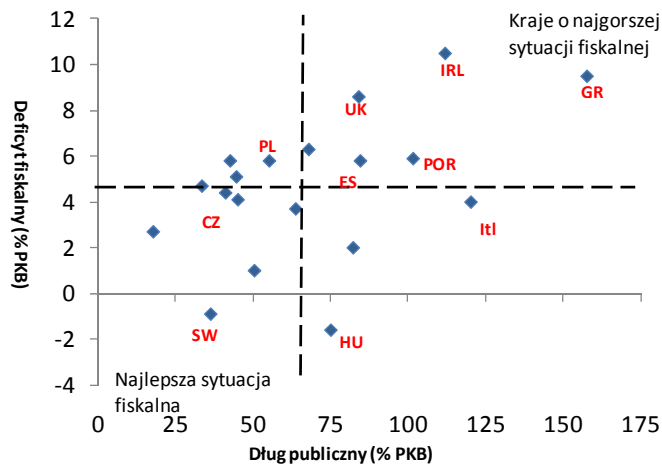
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 19. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

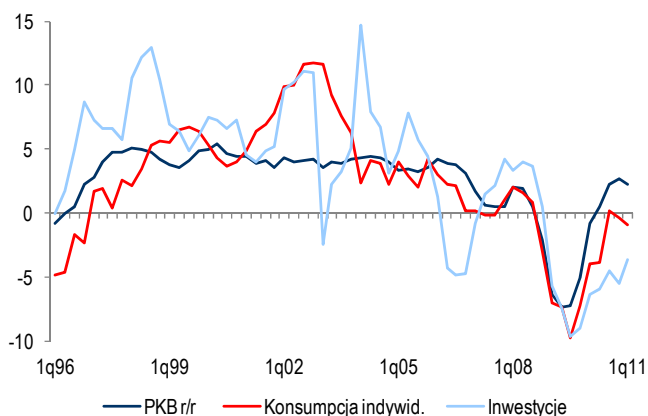
Wykres 20. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)



Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

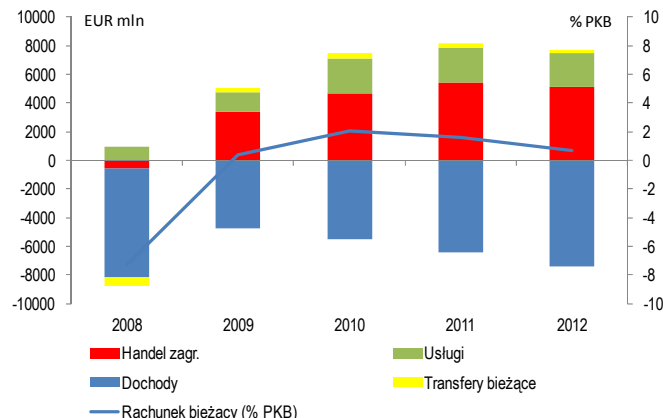
Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, obniżyliśmy naszą prognozę wzrostu PKB na Węgrzech do 2,8% r/r w 2011 roku. Naszym zdaniem, silny eksport netto nie wystarczy, aby zrównoważyć rozczarowujący wzrost popytu krajowego. Korekta prognozy częściowo odzwierciedla również słabe wyniki w pierwszych trzech miesiącach roku, które obniżyły punkt wyjściowy dla kolejnych kwartałów. Nie bez znaczenia powinno okazać się również nasilenie kryzysu w strefie euro oraz istotna aprecjacja CHF względem forinta, gdyż oczekujemy, że po doświadczeniach kryzysu z lat 2008-2009 gospodarstwa domowe oraz firmy będą ostrożniejsze podejmując decyzje o wydatkach.

Wykres 21. HU - Wzrost PKB na Węgrzech (% r/r)



Źródło: HCSO, Citi Handlowy

Wykres 22. HU – Rachunek obrotów bieżących

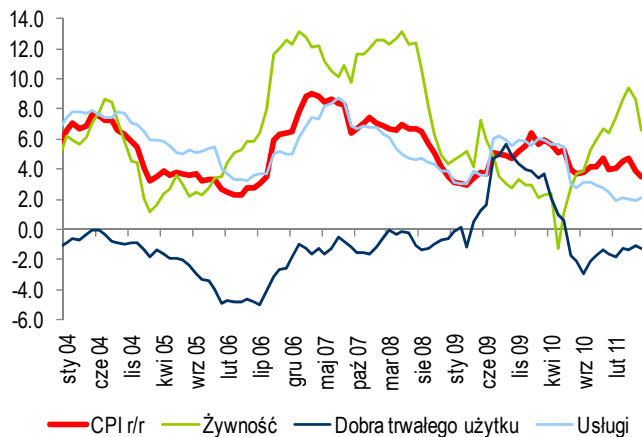


Źródło: HCSO, Citi Handlowy

Nadwyżka handlowa pozostaje na wysokim poziomie, lecz może ulec pogorszeniu w kolejnych miesiącach. Słaby wynik handlu w kwietniu okazał się tylko odchyleniem od dotychczasowego pozytywnego trendu i w maju nadwyżka powróciła do poziomu około €800mln. Uważamy jednak, że saldo handlowe obniży się w nadchodzących miesiącach pod wpływem spowolnienia w globalnej gospodarce. Według naszych szacunków, obniżenie wzrostu w Niemczech o 1 pkt proc., przyniosłoby spadek tempa wzrostu PKB na Węgrzech o ok. 0,6 pkt proc w ujęciu rocznym. Zwiastunem nadchodzącego pogorszenia popytu na eksport może być między innymi słaby wynik produkcji przemysłowej w maju (2,6% r/r po wyrównaniu sezonowym). Taką tezę potwierdza również węgierski Urząd Statystyczny (KSH), który słabsze dane o aktywności w przemyśle tłumaczył właśnie słabnącym popytem zewnętrznym.

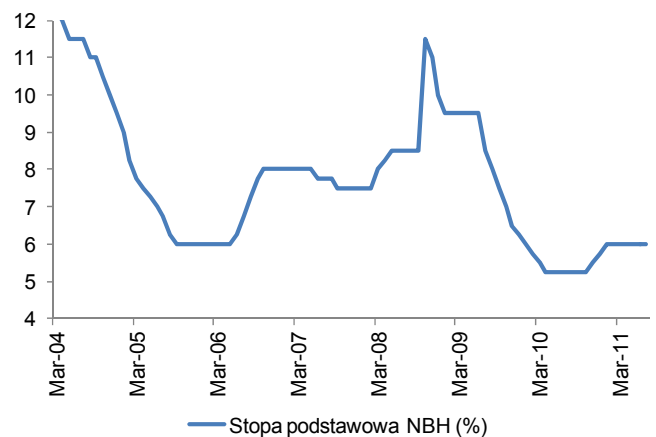
Rachunek bieżący oraz bilans budżetu prawdopodobnie odnotują nadwyżki w 2011 r. Makroekonomiczne fundamenty wydają się w lepszej kondycji niż w roku 2008, kiedy węgierska gospodarka została dotknięta przez kryzys na rynkach finansowych. Jednak pomimo lepszego wyniku budżetu centralnego oraz rachunku bieżącego, naszym zdaniem wciąż istnieją poważne zagrożenia dla stabilności finansowej kraju. Dług publiczny Węgier osiągnął poziom ok. 80% PKB, a zadłużenie zewnętrzne jest bliskie 150% PKB, a więc znacznie wyższe niż w innych krajach regionu. Dlatego gdyby proces zacieśnienia polityki fiskalnej opóźniał się, mogłyby pojawić się obawy o wiarygodność finansową Węgier, czego konsekwencją byłby wzrost stawek CDS oraz rentowności obligacji.

Wykres 23. HU - Wskaźnik CPI oraz wybrane składowe (r/r)



Źródło: HCSO, Citi Handlowy

Wykres 24. HU – Stopa banku centralnego



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Inflacja poniżej oczekiwań

Ostatnie dane o węgierskiej inflacji okazały się niższe od oczekiwań przede wszystkim za sprawą większego niż przewidywano spadku cen żywności. W związku z tym nowa ścieżka prognozowanej inflacji na drugą połowę tego roku prawdopodobnie znajdzie się niżej niż pierwotnie szacowaliśmy. Spodziewamy się, że wskaźnik CPI na koniec roku wyniesie 3,7% wobec 3,9% r/r oczekiwanych przed miesiącem. Ponieważ głównym powodem tej korekty jest założenie wolniejszego wzrostu cen żywności, poziom inflacji CPI powinien zbliżyć się do inflacji bazowej. Naszym zdaniem inflacja najprawdopodobniej nadal utrzyma się powyżej celu banku centralnego na poziomie 3% r/r, jednak presja cenowa pozostanie relatywnie niska, przede wszystkim ze względu na ujemną lukę popytową i wysokie bezrobocie.

Korzystniejsze perspektywy kształtowania się inflacji umocnią stanowisko gołębich członków węgierskiej Rady Polityki Pieniężnej. Spodziewamy się, że stopy procentowe nie zmienią się w najbliższych kwartałach. Słabszy wzrost gospodarczy i niższa ścieżka inflacji spowodują odłożenie zmian w polityce monetarnej. Naszym zdaniem, ewentualne podwyżek stóp należy oczekiwać nie wcześniej niż w drugiej połowie 2012. Według węgierskiej RPP, ryzyko inflacyjne związane z wysokimi cenami surowców jest neutralizowane przez słaby wzrost gospodarczy i wciąż stosunkowo słabą sytuację na rynku pracy. Gołębie nastawienie Rady nie jest dla nas zaskoczeniem biorąc pod uwagę kruchy popyt krajowy oraz fakt, że ożywienie gospodarcze jest mocno uzależnione od popytu zewnętrznego. Uważamy jednak, że na decyzje Rady wpływać mogą nie tylko czynniki krajowe, ale również kwestie stabilności finansowej. W przypadku nasilenia kryzysu w strefie euro oraz znacznego wzrostu premii za ryzyko, bank centralny mógłby zdecydować się nawet na podwyższenie stóp procentowych w celu stabilizowania węgierskiej waluty.

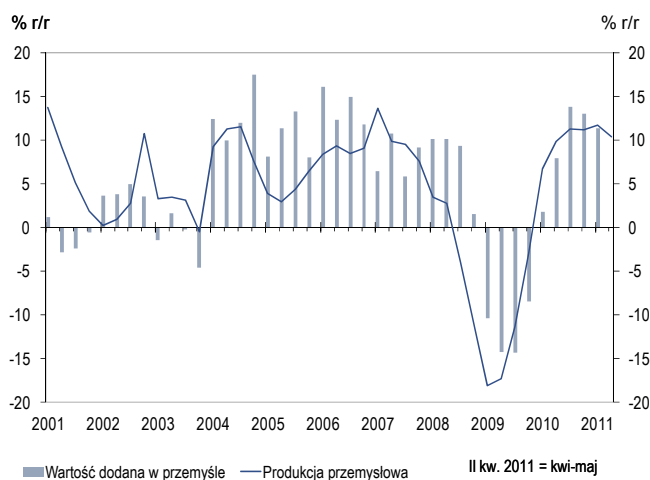
Czechy

- Niedawno opublikowane dane uzasadniają naszą prognozę wzrostu PKB na poziomie 2,3%. Ponadto, podtrzymujemy nasze oczekiwania delikatnego przyspieszenia wzrostu PKB do 2,6% w 2012. Obniżyliśmy jednak, naszą długoterminową prognozę wzrostu gospodarczego z 4% do 3,8% w latach 2013-2015. Powodem jest przewidywane pogorszenie perspektyw dla popytu zewnętrznego.
- W dalszym ciągu oczekujemy osłabienia korony czeskiej w perspektywie 3 miesięcy do około 24,8. Premia za ryzyko kredytowe może ponownie wzrosnąć ze względu na wyższą awersję do ryzyka oraz wysokie saldo błędów w bilansie płatniczym.
- Biorąc pod uwagę kryzys fiskalny w strefie euro oraz niższy odczyt CPI zdecydowaliśmy się przesunąć oczekiwaną podwyżkę stóp przez czeski bank centralny na listopad 2011. Spowodowałoby to zawężenie ujemnego spreadu pomiędzy stopami procentowymi w Czechach i strefie Euro, co z kolei powiększyłoby różnicę między rentownością czeskich i niemieckich obligacji.

Kontynuacja ożywienia gospodarczego

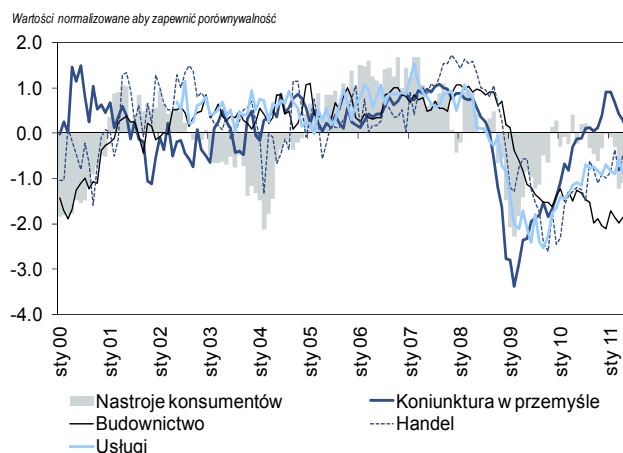
Opublikowane w ostatnim czasie dane z realnej gospodarki uzasadniają naszą prognozę wzrostu PKB na poziomie 2,3%. Dynamika produkcji przemysłowej w maju osiągnęła poziom 12,7% r/r (po odsezonowaniu), co pozwala prognozować utrzymanie wysokiej dynamiki produkcji w II kwartale 2011 na poziomie 11% r/r wobec 11,7% w I kwartale. Sądzymy jednak, że tempo wzrostu spadnie do końca roku do poziomu ok. 10% r/r lub niższego, w przypadku pogorszenia sytuacji przemysłu w Niemczech.

Wykres 25. Dane o produkcji za maj sugerują dobry wynik PKB w II kwartale



Źródło: CCSO, Citi.

Wykres 26. CZ – Dane o nastrojach w przemyśle wskazują na słabszy wzrost



Źródło: CCSO Citi.

Wskaźnik PMI obniżył się nieznacznie, jednak dane o nastrojach w sektorze przemysłowym sugerują jeszcze głębsze spowolnienie produkcji przemysłowej. Spodziewamy się, że trend spadkowy dynamiki

produkcji przemysłowej będzie widoczny również w przyszłym roku. Z drugiej strony ankieta Komisji Europejskiej dotycząca aktywności inwestycyjnej w II kwartale 2011 r. sygnalizuje ożywienie w inwestycjach wobec ujemnej dynamiki inwestycji w I kwartale tego roku. Taką prognozę wspiera też wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych w kwietniu 2011. Naszym zdaniem dynamika PKB spadnie do 2,4% r/r w II kwartale (i 2% r/r w III kwartale) z 2,8% r/r w I kwartale, choć słabe dane o koniunkturze w przemyśle stwarzają lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy.

Sytuacja na rynku pracy uległa poprawie i sprzyja wzrostowi popytu krajowego. Sprzedaż detaliczna przyspieszyła w maju za sprawą lepszego wyniku sprzedaży samochodów, usług internetowych oraz produktów trwałego użytku. Popyt na pracę w przemyśle wspiera popyt krajowy - dynamika płac w przemyśle wyniosła w maju 6% r/r, a zatrudnienie wzrosło o 3,7% r/r. Jednak sytuacja na rynku pracy poza sektorem przemysłowym ogranicza silniejsze odreagowanie konsumpcji. Jest to odzwierciedlone w danych o nastrojach konsumentów, które pogorszyły się do poziomów obserwowanych ostatnio w I połowie 2009 r.

Spadek inflacji CPI w czerwcu

Pomimo spadku wskaźnika CPI w czerwcu, inflacja wciąż znajduje się powyżej prognozy banku centralnego. Wysoki odczyt inflacji w maju (2% r/r) sugerował bardziej jastrzębie nastawienie wśród władz polityki monetarnej. Pomimo spadku wskaźnika CPI w czerwcu do 1,8% inflacja wciąż znajduje się powyżej prognozy banku centralnego (1,7% w czerwcu). Do spadku inflacji przyczyniły się obniżki cen owoców i warzyw oraz odzieży. Inflacja bazowa w czerwcu wyniosła 0,9% r/r co przewyższyło prognozę banku centralnego o 0,1 pkt proc. Stopniowe ożywienie gospodarcze powinno przyczynić się do wzrostu inflacji bazowej. Wyniki badania czeskiego urzędu statystycznego sugerują niewielki spadek cen żywności i paliw, co powinno sprowadzić inflację do poziomu poniżej celu banku centralnego.

Bank centralny spokojny

Oczekujemy pierwszej podwyżki stóp procentowych dopiero w listopadzie. W świetle europejskiego kryzysu fiskalnego, odnotowana niska wartość CPI zmniejsza szanse na podniesienie stóp procentowych do 1% już we wrześniu, co zakładała nasza poprzednia prognoza. Utrzymanie stóp na obecnym poziomie jest bardziej prawdopodobne, jeśli solidne ożywienie gospodarcze napędzane przez sektor przemysłowy przyczyni się do umocnienia korony. W perspektywie 3 miesięcy zakładamy wzrost kursu EURCZK do 24,8, a nasza prognoza opiera się na zwiększonej awersji do ryzyka i niskiej stopie banku centralnego. W horyzoncie 12 miesięcy spodziewamy się natomiast umocnienia korony do 23,6 i widzimy ryzyko że skala aprecjacji mogłaby być większa w przypadku dalszego wzrostu nadwyżki handlowej.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2010							2011					
	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	14.3	10.3	13.5	11.8	8.0	10.0	11.5	10.3	10.7	7.0	6.6	7.8	2.0
Produkcja przemysłowa (% m/m)	6.8	-6.1	-1.8	13.2	-1.6	-1.4	-4.1	-6.4	3.5	15.3	-9.4	2.7	1.1
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	15.5	10.9	14.3	13.3	9.3	11.8	14.3	11.4	11.3	7.5	7.2	8.2	1.9
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	9.6	0.8	8.4	13.4	9.4	14.2	12.3	11.0	18.7	24.2	15.6	23.9	17.0
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	6.4	3.9	6.6	8.6	9.0	8.3	12.0	5.8	12.2	9.4	18.6	13.8	10.9
Stopa bezrobocia (%)	11.7	11.5	11.4	11.5	11.5	11.7	12.3	13.0	13.2	13.1	12.6	12.2	11.8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.1	1.4	1.6	1.8	2.1	2.2	2.4	3.8	4.1	4.0	3.9	3.6	3.6
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.3	2.0	2.0	2.5	2.8	2.7	3.1	3.6	3.6	4.3	4.5	5.0	4.2
Inflacja (% m/m)	0.3	-0.2	-0.4	0.6	0.5	0.1	0.4	1.2	0.2	0.9	0.5	0.6	-0.4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	2.1	3.8	4.0	4.3	3.9	4.7	6.2	6.2	7.5	9.5	8.8	6.3	5.6
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1.0	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.4	1.2	0.4	1.2	1.6	0.7	-0.3	0.3
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.5	2.1	4.2	3.7	3.9	3.6	5.4	5.0	4.1	4.0	5.9	4.1	5.8
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,306	-1,710	-1,785	-1,486	-1,264	-2,538	-1,865	-1,526	-760	-1,089	-988	0	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-3.8	-3.8	-4.1	-4.3	-4.3	-4.3	-4.5	-4.5	-4.7	-4.7	-4.7	-4.5	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-586	-808	-1014	-459	-644	-1363	-1228	-576	-794	-531	-1004	-980	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	10,677	10,162	9,758	11,311	11,477	10,804	9,700	10,627	10,969	11,834	11,334	12,157	-
Eksport (% r/r)	26.7	19.0	25.0	18.5	18.8	16.3	18.2	25.0	17.7	11.4	12.3	20.9	-
Import f.o.b. (mln EUR)	11,263	10,970	10,772	11,770	12,121	12,167	10,928	11,203	11,763	12,365	12,338	13,137	-
Import (% r/r)	26.1	19.5	27.1	20.5	18.7	24.8	23.7	27.9	21.9	9.1	16.6	21.9	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	7.1	7.8	9.4	8.9	6.4	9.1	8.7	-1.7	8.3	0.0	9.4	7.7	7.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.3	9.4	10.0	9.8	10.1	10.2	9.8	0.6	9.7	-0.2	11.3	9.8	9.2
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	13.2	12.1	15.2	12.6	13.3	10.9	9.9	-7.3	8.9	-1.3	9.2	8.2	5.5
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	13.1	13.7	15.5	12.4	10.0	14.4	14.0	-0.8	13.7	1.0	12.4	12.2	9.4
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-4.4	-3.5	-2.5	-3.2	-2.4	-1.1	-0.9	0.7	0.4	-0.4	5.8	5.4	6.4
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.50
WIBOR 3M (średnio)	3.86	3.84	3.81	3.82	3.83	3.85	3.92	4.01	4.10	4.18	4.27	4.38	4.57
WIBOR 3M (koniec okresu)	3.87	3.82	3.81	3.84	3.85	3.88	3.95	4.09	4.15	4.19	4.30	4.45	4.69
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.15	4.03	4.01	4.00	4.11	4.06	4.04	4.29	4.51	4.46	4.54	4.58	4.64
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.85	4.74	4.68	4.71	4.75	4.87	4.78	5.00	5.10	5.06	5.03	4.92	4.89
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.41	5.40	5.20	5.22	5.34	5.52	5.52	5.71	5.78	5.73	5.77	5.49	5.42
EUR/PLN (koniec okresu)	4.15	4.01	4.00	3.99	3.99	4.07	3.96	3.89	3.91	4.01	3.94	3.96	3.99
USD/PLN (koniec okresu)	3.39	3.07	3.16	2.93	2.89	3.13	2.96	2.91	2.87	2.82	2.65	2.75	2.75
EUR/USD (koniec okresu)	1.22	1.30	1.27	1.36	1.38	1.30	1.34	1.34	1.36	1.42	1.49	1.44	1.45
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	36.8	34.9	36.9	39.5	41.8	42.5	44.6	2.8	14.3	17.3	21.6	23.7	20.4
Def. budżetowy kum. (% planu)	70.5	66.9	70.7	75.7	80.1	81.4	85.4	6.9	35.9	43.1	53.8	59.0	50.7

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	304	342	426	533	433	469	539	579
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1060	1175	1273	1344	1413	1534	1640
PKB per capita (USD)	7970	8970	11168	13982	11332	12274	14128	15217
Populacja (mln)	38,2	38,1	38,1	38,1	38,2	38,2	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	18,2	14,9	11,2	9,5	11,9	12,0	11,1	10,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,6	6,2	6,7	5,1	1,7	3,8	4,2	3,8
Inwestycje (% r/r)	6,5	14,9	17,6	9,6	-1,1	-2,0	9,5	7,7
Konsumpcja (% r/r)	2,7	5,2	4,7	6,1	2,0	3,3	3,2	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,1	5,0	5,0	5,7	2,1	3,2	3,6	3,7
Eksport (% r/r)	8,0	14,6	9,1	7,1	-6,8	10,2	7,1	6,4
Import (% r/r)	4,7	17,3	10,9	8,0	-12,4	10,7	8,2	6,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,5	1,4	4,0	3,3	3,5	3,2	3,8	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,1	1,1	2,5	4,5	3,5	2,7	4,2	2,8
Płace nominalne (% r/r)	3,2	5,0	9,3	10,3	4,4	3,6	5,6	5,6
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,00	5,00	5,00	3,50	3,50	4,75	5,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,40	3,96	5,37	5,41	3,56	3,46	5,07	5,12
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5,01	4,98	6,11	5,34	5,91	6,07	6,00	5,85
USD/PLN (Koniec okresu)	3,26	2,90	2,45	3,00	2,87	2,95	2,90	2,78
USD/PLN (Średnia)	3,23	3,10	2,76	2,39	3,11	3,01	2,85	2,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,86	3,83	3,58	4,17	4,11	3,96	3,97	3,81
EUR/PLN (Średnia)	4,03	3,89	3,78	3,52	4,33	3,99	3,99	3,88
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3,7	-9,4	-20,3	-25,5	-9,7	-21,0	-28,5	-28,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-2,7	-4,7	-4,8	-2,2	-4,5	-5,3	-4,9
Saldo handlu zagranicznego	-2,8	-7,0	-17,1	-26,0	-4,3	-11,4	-18,4	-19,0
Eksport	96,5	117,4	145,3	178,7	142,1	162,3	193,3	214,5
Import	99,2	124,5	162,4	204,7	146,4	173,7	211,7	233,5
Saldo usług	0,7	0,7	4,8	5,0	4,8	3,5	4,3	5,2
Saldo dochodów	-6,7	-9,7	-16,4	-12,8	-16,6	-16,7	-18,9	-19,3
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7,0	10,7	18,0	10,3	8,8	3,4	11,0	14,0
Rezerwy międzynarodowe	42,2	48,2	54,6	57,2	69,7	81,4	97,0	102,0
Amortyzacja	30,1	23,5	30,2	32,4	24,6	32,1	40,7	41,6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,6	-1,9	-3,6	-7,2	-7,9	-5,6	-3,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,3	-1,0	0,4	-1,4	-4,6	-5,2	-2,8	-1,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	47,5	47,8	44,9	46,9	49,8	53,0	51,3	50,4
Dług krajowy	34,5	35,6	34,3	34,8	36,8	39,6	37,9	37,5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	4,2	3,8	3,5	3,4	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	2,7	4,2	2,8	2,6	2,5	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,5	-5,3	-4,9	-4,7	-4,8	-4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	4,75	5,00	5,00	5,00	4,50
USD/PLN (Koniec okresu)	2,95	2,90	2,78	2,68	2,64	2,60
USD/PLN (Średnia)	3,01	2,85	2,83	2,71	2,65	2,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,96	3,97	3,81	3,67	3,60	3,54
EUR/PLN (Średnia)	3,99	3,99	3,88	3,71	3,63	3,56

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Analitik Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Poland

Fax: +48 22-657-76-80

Teksty dotyczące Polski oraz Węgier są przygotowywane przez Piotra Kalisza oraz Cezarego Chrapka (Warszawa)

Autorem tekstu dotyczącego Czech (w wersji angielskiej) jest Jaromir Sindel (Praga)

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.
