

CitiMonthly – Europa Środkowa

W skrócie

- W ciągu ostatnich dwóch miesięcy znacząco pogorszyły się perspektywy gospodarcze krajów Gospodarek Europy Środkowej (CEE) pod wpływem intensyfikacji kryzysu zadłużenia strefy euro.
- Na tle krajów regionu Polska gospodarka powinna sobie poradzić stosunkowo najlepiej biorąc pod uwagę mniejszy stopień uzależnienia od eksportu. Jednocześnie w przeciwieństwie do 2009 r. rząd nie może wesprzeć wzrostu gospodarczego ze względu na brak możliwości poluzowania polityki fiskalnej. Najsilniej pogorszenie sytuacji gospodarczej mogą odczuć Węgry.
- Gospodarka w bieżącym roku będzie rozwijać się w tempie tylko nieco niższym od 4%, jednak w 2012 r. najprawdopodobniej wyhamuje do około 1,9%. Nasza prognoza jest wyraźnie niższa od konsensusu rynkowego.
- W najbliższych tygodniach inwestorzy będą próbować ocenić skłonność nowopowstałego rządu do przeprowadzenia dalszego zacieśnienia fiskalnego.
- RPP zapewne utrzyma swój relatywnie jastrzębi ton wypowiedzi do końca bieżącego roku, próbując w ten sposób stabilizować złotego. W 2012 r. spodziewamy się obniżek stóp o około 50 pb.
- Wzrost gospodarczy na Węgrzech wyhamowuje pod wpływem słabszego popytu zewnętrznego oraz dostosowania fiskalnego.
- Przedstawiciele rządu zasygnalizowali wprowadzenie dodatkowych rozwiązań mających na celu przyspieszenie procesu zamiany kredytów walutowych na kredyty denominowane w forincie, co przejściowo może zwiększać ryzyko dla stabilności finansowej.
- Słabszy wzrost, pogorszenie perspektyw fiskalnych oraz plany zamiany kredytów walutowych zwiększają ryzyko obniżki ratingu.
- Oczekujemy spowolnienia gospodarczego w Czechach w 2012 r. do 0,6% r/r oraz nieco podwyższyliśmy naszą prognozę CPI na 2012 r. do 2,7% r/r.
- Sądzymy, że jest spore ryzyko, iż deficyt budżetowy w 2011 i 2012 r. może być większy i kolejne kroki zacieśniające politykę fiskalną mogą być niezbędne.
- Sądzymy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie 0,75% do końca I kwartału 2013, gdyż oczekiwane przez nas osłabienie korony zrekompensuje efekt czynników dezinflacyjnych. Naszym zdaniem CNB może zainterweniować, aby osłabić koronę, ale jedynie w sytuacji znacznej aprecjacji czeskiej waluty. Według nas taki ruch byłby poprzedzony obniżką stopy referencyjnej oraz interwencjami werbalnymi.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

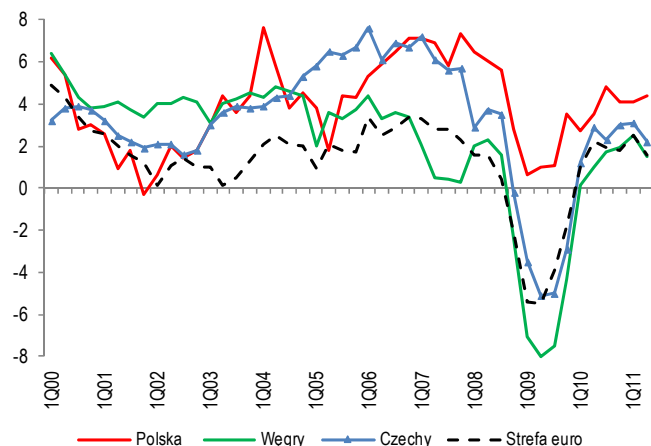
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

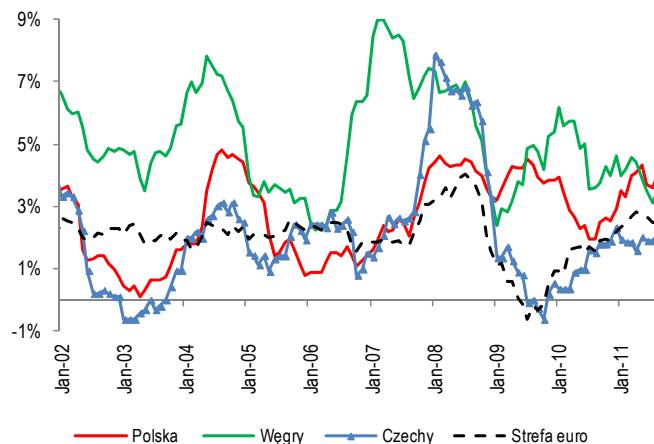
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



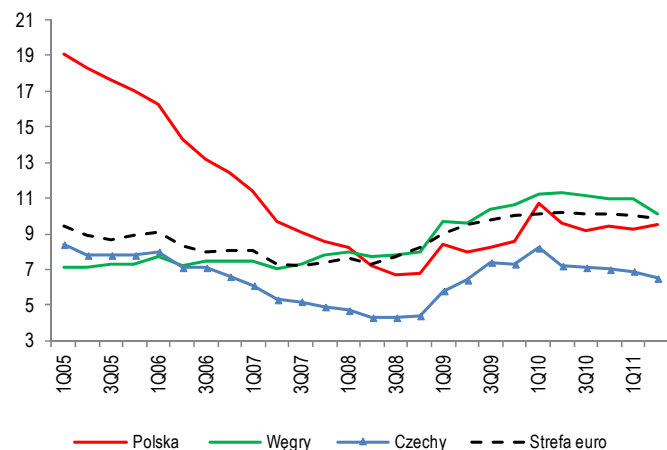
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



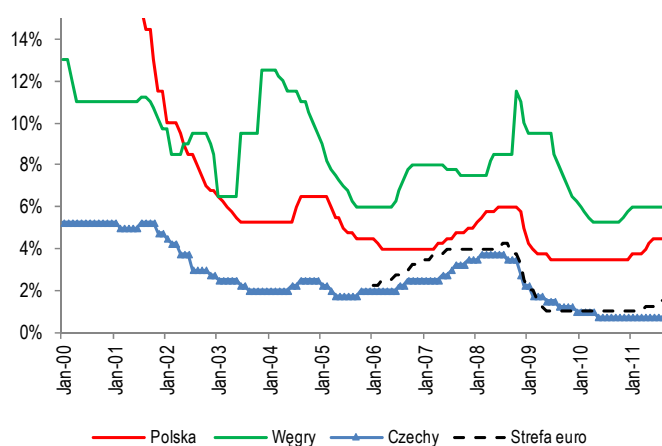
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	1,7	3,9	-4,4	41,3
Węgry	4,2	7,3	1,6	75,2
Polska	2,8	5,9	-5,8	55,4
Rumunia	7,2	7,1	-4,7	33,7
Kryterium konwergencji	2,9	6,8	-3,0	60,0

Źródło: 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

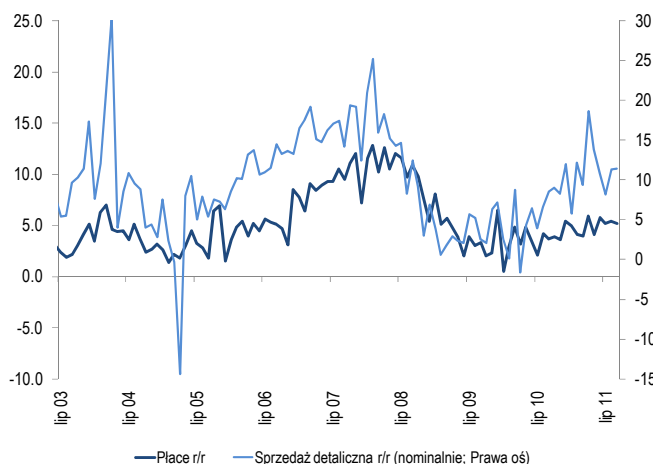
Polska

- Gospodarka w bieżącym roku będzie rozwijać się w tempie tylko nieco niższym od 4%, jednak w 2012 r. najprawdopodobniej wyhamuje do około 1,9%. Nasza prognoza jest wyraźnie niższa od konsensusu rynkowego.
- W najbliższych tygodniach inwestorzy będą próbować ocenić skłonność nowopowstałego rządu do przeprowadzenia dalszego zacieśnienia fiskalnego.
- RPP zapewne utrzyma swój relatywnie jastrzębi ton wypowiedzi do końca bieżącego roku, próbując w ten sposób stabilizować złotego. W 2012 r. spodziewamy się obniżek stóp o około 50 pb.

Po silnym 2011 przyjdzie słabszy 2012

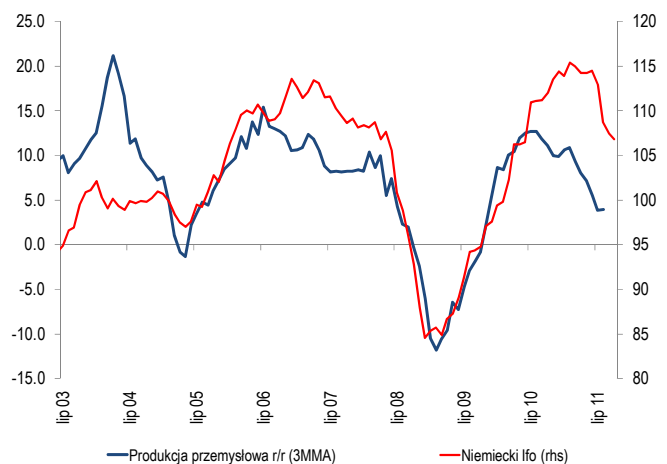
Dane publikowane w ostatnich tygodniach były spójne ze scenariuszem stopniowego spowolnienia wzrostu. Z jednej strony twarde dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej wskazywały na podtrzymanie wzrostu PKB na przyzwoitym poziomie w 3Q 2011. Z drugiej strony wskaźniki obrazujące przyszłą sytuację (w tym indeks PMI) sugerują wyraźne spadki zamówień eksportowych w związku z pogorszeniem aktywności w Europie Zachodniej. Ponieważ w przeszłości indeks PMI okazywał się dobrym predyktorem zmian PKB, również tym razem spodziewamy się, że spowolnienie będzie kontynuowane w kolejnych kwartałach. Naszym zdaniem tegoroczny wzrost gospodarczy sięgnie 3,8-4,0% r/r dzięki silnemu wzrostowi w 1H i tylko umiarkowanemu spowolnieniu w 2H.

Wykres 6. PL – Sprzedaż detaliczna oraz płace nominalne



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 7. PL – Produkcja przemysłowa vs. Indeks Ifo



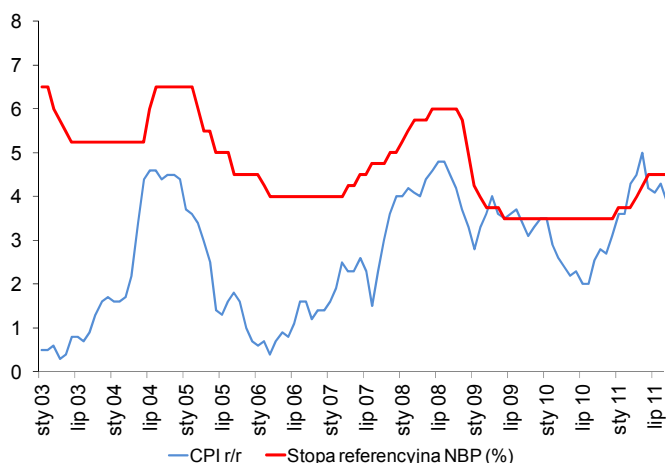
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Niemniej w 2012 roku spodziewamy się już wyraźnego spowolnienia, znacznie głębszego niż zakłada konsensus rynkowy. Według ankiety agencji Reuters przeprowadzonej na początku października konsensus przewiduje 3,1% wzrost PKB w przyszłym roku, podczas gdy my

spodziewamy się wyniku na poziomie około 1,9%. Konsumpcja najprawdopodobniej wyhamuje pod wpływem widocznych już oznak spowolnienia na rynku pracy (znaczące wyhamowanie zatrudnienia, bardziej pesymistyczne plany firm dotyczące zatrudnienia), osłabienia złotego ciążącego na budżetach zadłużonych gospodarstw domowych oraz wyprzedaży na rynkach akcji. Szacujemy, że powyższe czynniki odejmą około dwa punkty procentowe z dynamiki wzrostu konsumpcji w 2012 roku. Ponadto, chociaż ożywienie inwestycyjne w pierwszej połowie roku było relatywnie silne, kolejne kwartały prawdopodobnie przyniosą opóźnienie nowych projektów inwestycyjnych.

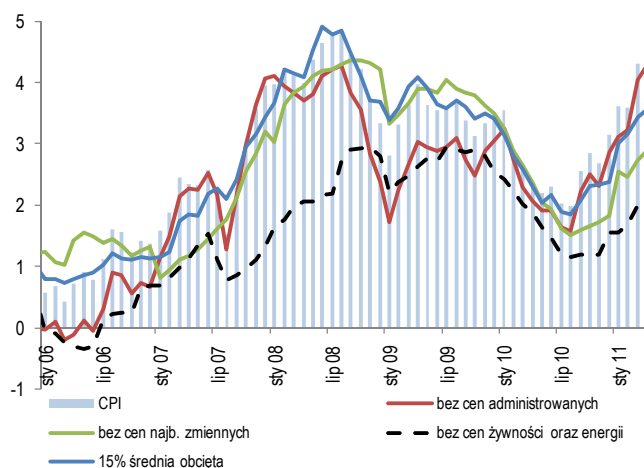
Jednocześnie spodziewamy się pozytywnego wkładu ze strony handlu zagranicznego. Co prawda osłabienie aktywności w strefie euro może doprowadzić do spowolnienia eksportu z Polski, jednak ze względu na słabszy popyt krajowy oraz deprecjację złotego import najprawdopodobniej odnotuje jeszcze głębsze spowolnienie. Biorąc to pod uwagę oczekujemy wyhamowania PKB w Polsce do około 1,9% r/r w przyszłym roku, a więc do poziomu niższego od wzrostu potencjalnego (ponad 3% r/r).

Wykres 8. PL- Prognoza inflacji oraz stóp procentowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 9. PL- Ścieżka stóp procentowych implikowana przez rynek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

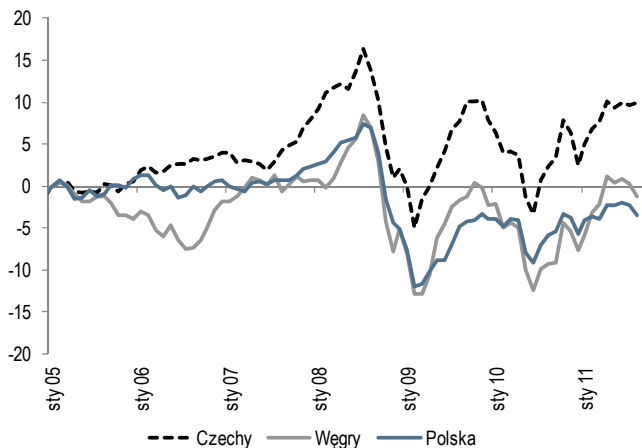
Stopy procentowe w dół dopiero w 2012 roku

Chociaż inflacja utrzymuje się obecnie w pobliżu 4% w przyszłym roku najprawdopodobniej spadnie do około 2,5%. Spadek będzie wynikał w znacznym stopniu z efektu wysokiej bazy i zostanie odnotowany nawet pomimo podwyżek podatku akcyzowego oraz wyższych cen kontrolowanych. Pewien wpływ na spadek inflacji powinno mieć również spowolnienie popytu krajowego, prowadzące do zmniejszenia popytowej presji na wzrost cen. Najpoważniejszym ryzykiem dla tego scenariusza jest możliwość dalszego osłabienia złotego i związanych z tym podwyżek cen towarów importowanych. Niemniej ze względu na perspektywę utrzymania się wzrostu PKB poniżej potencjału spodziewamy się, że skala przeniesienia szoków z rynku walutowego na CPI będzie ograniczona.

Spadek inflacji otworzy przestrzeń do redukcji stóp procentowych. Jak dotąd Rada sygnalizowała swoje preferencje dotyczące pozostawienia przez dłuższy czas stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Do

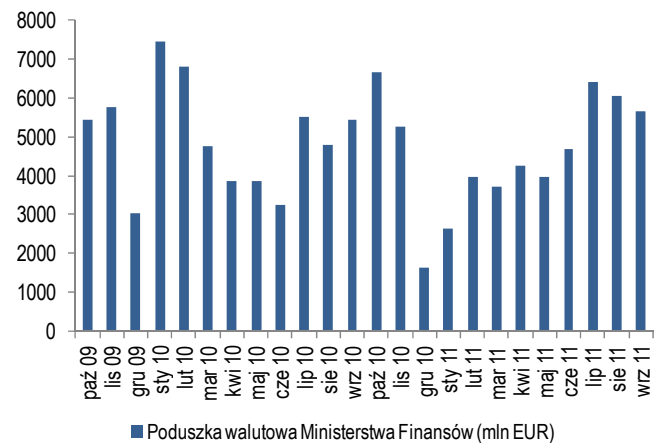
takiego stanowiska przyczynia się zarówno znaczna niepewność dotycząca skali spowolnienia, jak i chęć stabilizacji kursu złotego. Nadmierne osłabienie PLN mogłoby bowiem doprowadzić do wzrostu długu publicznego powyżej 55% PKB, zmuszając rząd do szybszego zacieśnienia fiskalnego (pogłębiając w ten sposób skalę spowolnienia). Ponieważ relacja długu do PKB jest obliczana na podstawie kursu z końca roku oczekujemy, że czynnik ten przestanie być ograniczeniem dla władz monetarnych na początku 2012. Dlatego spodziewamy się, że w pierwszej połowie przyszłego roku RPP może rozpocząć cykl redukcji stóp procentowych, szczególnie jeżeli potwierdzą się nasze obawy dotyczące głębszego spowolnienia wzrostu w kraju, a na obniżki stóp procentowych zdecyduje się EBC. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w 2012 r. Rada obniży stopy przynajmniej o 50 pb (w zależności od sytuacji na rynku walutowym oraz zmian w otoczeniu zewnętrznym Polski skala cięć stóp może wynieść nawet do 100 pb).

Wykres 10. Wskaźniki MCI dla krajów Europy Środkowej



Źródło: Eurostat, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 11. PL – Stan rachunku walutowego w dyspozycji Ministra Finansów



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Interwencje mogą wspierać PLN

W najbliższych tygodniach wśród narzędzi banku centralnego bardzo istotne miejsce będą zajmować interwencje walutowe. Pod koniec września oraz na początku października NBP zainterweniował na rynku trzykrotnie sprzedając obce waluty za złotego. Na podstawie zmian rezerw walutowych, wahań kursów oraz cen obligacji zagranicznych szacujemy, że wartość wrześniowych interwencji mogła wynieść około 1 mld euro. Na uwagę zasługuje fakt, że interwencje te były skoordynowane z działaniami Ministerstwa Finansów. Choć NBP nie wyznaczył żadnego poziomu, którego chciałby bronić, ryzyko interwencji wydaje się wysokie gdy EUR/PLN przekracza 4,5.

Interwencje na rynku walutowym powinny wesprzeć złotego pod koniec roku. Niepewność dotycząca kondycji strefy euro oraz oznaki spowolnienia w kraju mogą przyczyniać się do podwyższonej zmienności kursu złotego. Naszym zdaniem będzie to skłaniało Ministerstwo Finansów do ponownego nasilenia interwencji pod koniec roku, tak aby zwiększyć szanse utrzymania długu publicznego poniżej 55% PKB. Zakładając, że resort będzie chciał zachować pewien "bufor bezpieczeństwa" uważamy, że kurs który będzie w pełni satysfakcjonował MF to kurs nie

przekraczający istotnie 4,4. Biorąc pod uwagę, że Ministerstwo Finansów posiada do dyspozycji około 6 mld euro, potencjał do interwencji wydaje się wystarczający, tym bardziej jeżeli interwencje będą dokonywane na grudniowym (tj. wysoce nie płynnym) rynku. W sytuacji większych napięć rynkowych spodziewamy się, że rządowe operacje na rynku walutowym otrzymałyby dodatkowe wsparcie ze strony banku centralnego, który dysponuje zdecydowanie większą pulą środków (ok. 70 mld euro).

Węgry

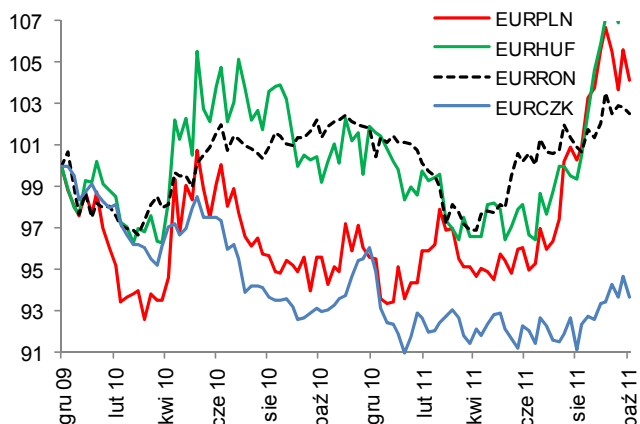
- ☐ Wzrost gospodarczy wyhamowuje pod wpływem słabszego popytu zewnętrznego oraz dostosowania fiskalnego.
- ☐ Przedstawiciele rządu zasygnalizowali wprowadzenie dodatkowych rozwiązań mających na celu przyspieszenie procesu zamiany kredytów walutowych na kredyty denominowane w forincie, co przejściowo może zwiększać ryzyko dla stabilności finansowej.
- ☐ Słabszy wzrost, pogorszenie perspektyw fiskalnych oraz plany zamiany kredytów walutowych zwiększają ryzyko obniżki ratingu.

Słabsze perspektywy wzrostu

W tym miesiącu po raz kolejny zrewidowaliśmy nasze oczekiwania dotyczące wzrostu PKB na Węgrzech. Prognozujemy, że sięgnie on 1,1% w 2011 roku oraz 0,5% w 2012 r., przede wszystkim ze względu na pogorszenie sytuacji w Europie Zachodniej oraz na skutek spadku popytu krajowego. Eksport netto był jedyną siłą napędową wzrostu od 2009 roku, jednak spowolnienie produkcji przemysłowej oraz pogorszenie wskaźników koniunktury sugeruje osłabienie aktywności eksportowej. Dodatkowo spadek nowych zamówień, zacieśnienie fiskalne oraz niestabilne otoczenie biznesowe wskazują na wstrzymanie działalności inwestycyjnej. Pogorszenie perspektyw wzrostu dotyczy również konsumpcji. Przyczynia się do tego przede wszystkim osłabienie forinta zwiększające obciążenie budżetów gospodarstw domowych ratami kredytowymi. Dodatkowo, podwyżki VAT, akcyzy oraz eliminacja niektórych ulg podatkowych zaważą na wydatkach konsumentów. Jednocześnie rządowe plany mające na celu zachęcenie gospodarstw domowych do wcześniejszej spłaty kredytów walutowych zwiększają skłonność do oszczędzania, przyczyniając się do spadku wydatków konsumentów.

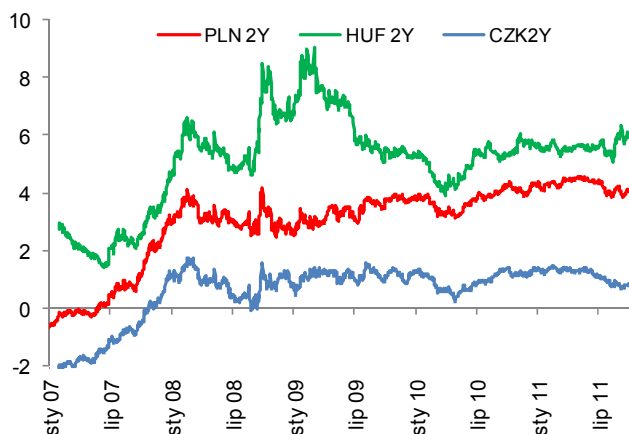
Budżet na 2012 rok został przygotowany przy założeniu zacieśnienia fiskalnego o 4% PKB, jednak ze względu na słabszy wzrost gospodarczy oraz ewentualne opóźnienia we wdrażaniu pakietu fiskalnego powyższe plany mogą okazać się niewystarczające. Struktura pakietu fiskalnego zapewne będzie niekorzystna dla PKB, gdyż opiera się on w znacznym stopniu na działaniach zwiększających dochody. Choć Ministerstwo Gospodarki przyjęło relatywnie pesymistyczne założenia dotyczące wzrostu, naszym zdaniem załamanie w konsumpcji może doprowadzić do większego od przewidywanego ubytku dochodów. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że dodatkowe działania będą niezbędne aby utrzymać deficyt na poziomie 2,5% PKB.

Wykres 12. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



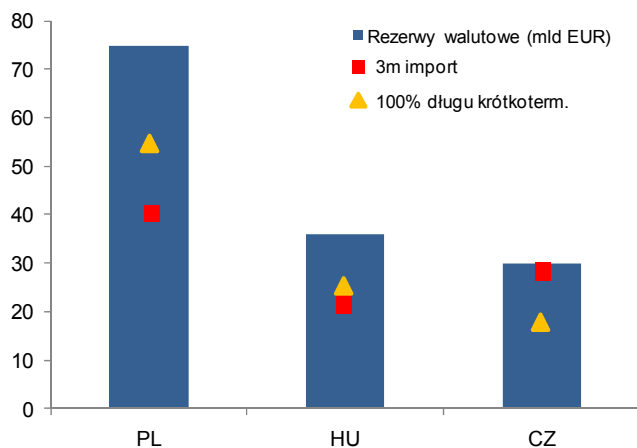
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Spread 2-letnich stawek IRS vs.US



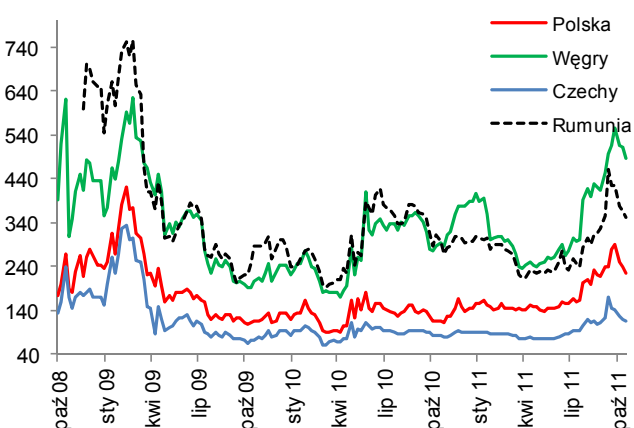
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



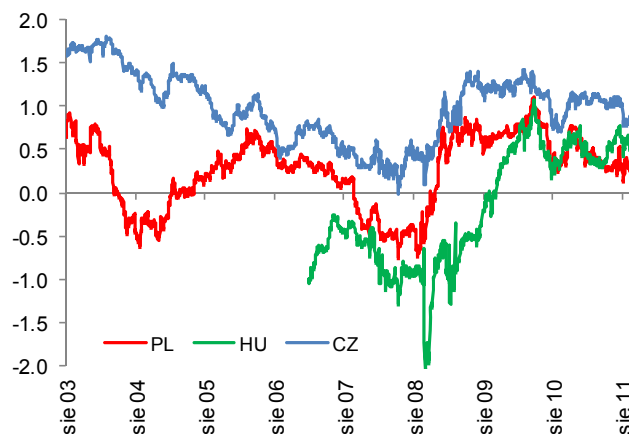
Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 13. Stawki CDS (5-letnie)



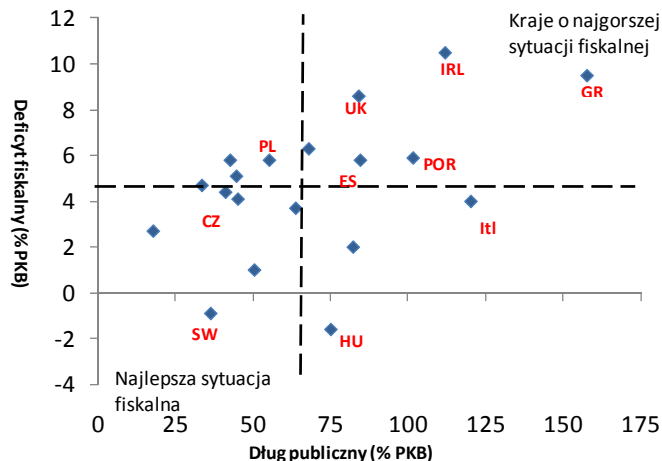
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)

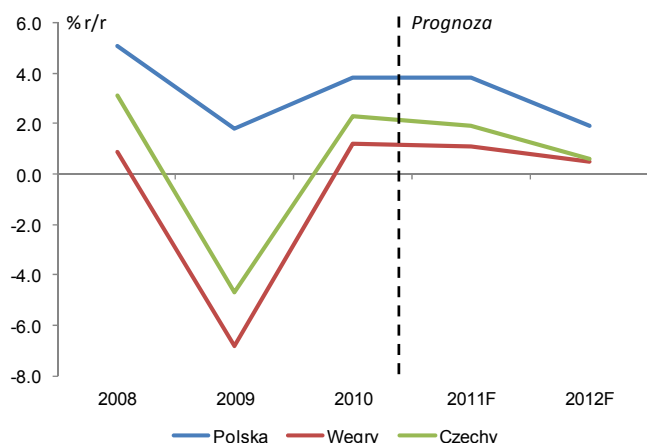


Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

Spląty kredytów walutowych źródłem ryzyka

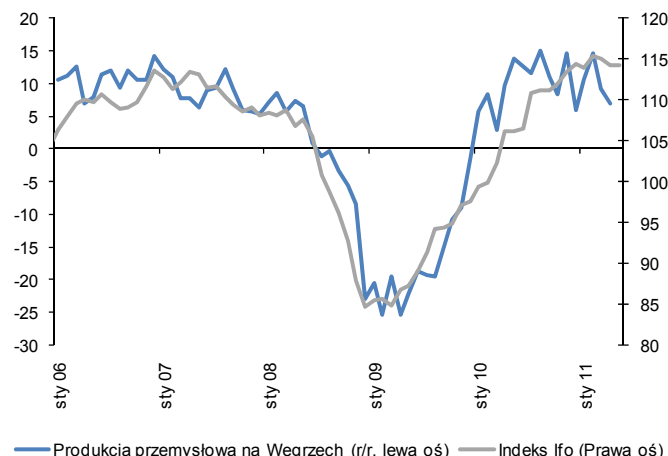
Jednym ze słabych punktów węgierskiej gospodarki jest znaczna otwarta pozycja walutowa gospodarstw domowych związana z kredytami walutowymi udzielonymi w okresie 2005-2009. We wrześniu rząd przedstawił program, który ma na celu zmniejszenie podatności gospodarstw domowych na zmiany kursu walutowego. Daje on gospodarstwom domowym prawo jednorazowej spłaty kredytu po kursie nierynkowym, przeliczając na banki koszty takiej operacji. Ponieważ znaczna część gospodarstw domowych nie dysponuje tak znacznymi oszczędnościami lub nie może liczyć na udzielenie nowego kredytu, skala uczestnictwa w tym programie może być ograniczona do 15-25%. Z tego względu jednak rząd zadeklarował zaoferowanie dodatkowych (wciąż nieokreślonych) rozwiązań, które umożliwiłyby większą skalę redukcji zadłużenia w kredytach walutowych.

Wykres 18. Prognozy PKB dla krajów Europy Środkowej



Źródło: Eurostat, GUS, Citi.

Wykres 19. HU - Węgierska produkcja przemysłowa vs. Niemiecki indeks Ifo



Źródło: HCSO, Citi Handlowy.

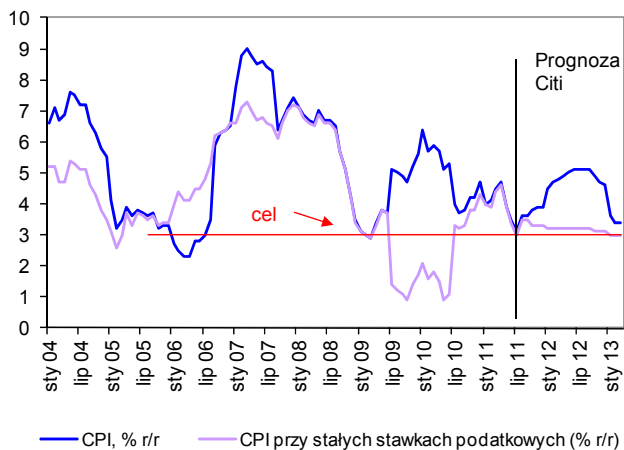
Sam proces spląty kredytów walutowych przyczyni się do wzrostu popytu na FX, zwiększając presję na osłabienie forinta. Biorąc pod uwagę skalę zadłużenia z tytułu walutowych kredytów hipotecyjnych (18 mld euro), wzrost uczestnictwa gospodarstw domowych w rządowym programie może zwiększyć zagrożenie dla stabilności finansowej. Co prawda bank centralny zadeklarował gotowość dostarczenia walut obcych lokalnym bankom aby sprostać rosnącemu popytowi, przyczyni się to jednak do wyraźnego pomniejszenia rezerw walutowych kraju. Biorąc równocześnie pod uwagę, że wartość rat kapitałowych długu walutowego Węgry zapadającego w ciągu kolejnych dwóch lat może sięgnąć 19,6 mld euro, zdolność banku centralnego aby łagodzić deprecjację poprzez sprzedaż rezerw wydaje się ograniczona.

Oczekujemy słabszej waluty oraz podwyżek stóp

Biorąc pod uwagę słabość popytu krajowego bank centralny może częściowo tolerować słabość forinta, jednak jeżeli deprecjacja nabierze tempa podwyżki stóp okażą się konieczne. Zamiana długu walutowego gospodarstw domowych oraz ewentualne zmiany ratingu (które wydają się coraz bardziej prawdopodobne) mogą przyczynić się do osłabienia HUF. Obniżka ratingu byłaby o tyle niebezpieczna, że obecnie

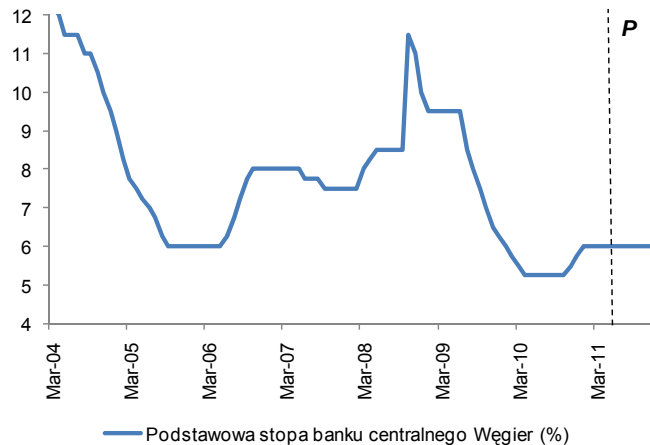
wszystkie główne agencje ratingowe przyznają Węgrom najniższy rating inwestycyjny. Z tego względu spodziewamy się, że stopy procentowe na Węgrzech wzrosną w grudniu o 25pb, a w kolejnych miesiącach wzrosną łącznie o dodatkowe 50pb (do poziomu 6,75%).

Wykres 20. HU - Wskaźnik CPI oraz inflacja po wyeliminowaniu wpływu zmian podatkowych (r/r)



Źródło: HCSO, Citi.

Wykres 21. HU – Stopa banku centralnego



Źródło: Bloomberg, Citi.

Czechy

- Oczekujemy głębszego spowolnienia gospodarczego w III kwartale niż dotychczas. Jednocześnie podtrzymujemy prognozę wzrostu gospodarczego na 2012 r. na poziomie 0,6% r/r oraz nieco podwyższamy naszą prognozę CPI na 2012 r. do 2,7% r/r.
- Sądzymy, że jest spore ryzyko, iż deficyt budżetowy w 2011 i 2012 r. może być większy i kolejne kroki zacieśniające politykę fiskalną mogą być niezbędne.
- Sądzymy, że stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie 0,75% do końca I kwartału 2013, gdyż nasza prognoza słabej korony (EURCZK na poziomie 25,3 w horyzoncie 0-3 miesięcy) rekompensuje efekt czynników dezinflacyjnych. Naszym zdaniem CNB może zainterweniować, aby osłabić koronę, ale jedynie w sytuacji znacznej aprecjacji czeskiej waluty. Według nas taki ruch byłby poprzedzony obniżką stopy referencyjnej oraz interwencjami werbalnymi.

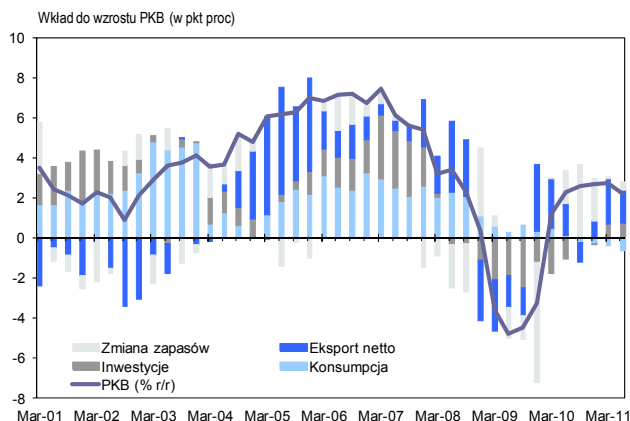
Kontynuacja spowolnienia gospodarczego

Spodziewamy się dosyć istotnego wyhamowania tempa wzrostu PKB w III kwartale do 1,4% r/r, jednak IV kwartał może przynieść lekkie odreagowanie za sprawą odbicia produkcji przemysłowej. Spodziewamy się, że produkcja przemysłowa spadła o ponad 2% kw/kw w III kwartale tego roku, a słabszy wynik odzwierciedla przejściowe zatrzymanie produkcji rafinerii. Niemniej jednak, produkcja przemysłowa najprawdopodobniej spowolni w II połowie roku do 0,4% r/r po wzroście o 3% r/r w I połowie roku. Osłabieniu produkcji towarzyszą słabe dane o produkcji budowlanej i sprzedaży detalicznej. Choć sprzedaż detaliczna przyspieszyła w sierpniu to perspektywy na kolejne miesiące są negatywne. Indeks PMI za wrzesień znajdował się wciąż na stosunkowo wysokim poziomie (najwyżej dla krajów regionu) to inne wskaźniki zaufania sygnalizują znaczne większe pogorszenie koniunktury. W ostatnim miesiącu zdecydowaliśmy się zrewidować naszą prognozę wzrostu PKB na III kwartał w dół. Spodziewamy się dosyć istotnego wyhamowania tempa wzrostu PKB w III kwartale do 1,4% r/r, choć nie tak znaczącego jak na to wskazują najbardziej pesymistyczne odczyty indeksów zaufania (0,6% r/r). Oczekujemy umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego w IV kwartale, odzwierciedlającego odreagowanie produkcji przemysłowej (ze znacznym ryzykiem w dół wynikającym z branży motoryzacyjnej) oraz w pewnym stopniu prawdopodobne zakupy przed oczekiwanym wzrostem niższej stawki VAT w styczniu przyszłego roku na towary stanowiące część koszyka inflacyjnego.

Osłabienie popytu zewnętrznego oraz obawy o sytuację fiskalną strefy euro będą negatywnie oddziaływały na czeską gospodarkę w kolejnych kwartałach. Czeska gospodarka jest w znacznym stopniu zależna od eksportu. Biorąc to pod uwagę oczekujemy zerowego wzrostu produkcji przemysłowej w 2012 r. oraz pogorszenia warunków na rynku pracy. Jednak jednocześnie nie oczekujemy znaczącego zawężenia nadwyżki handlowej, w związku z wysoką importochłonnością eksportu, słabym rynkiem pracy oraz ograniczoną aktywnością inwestycyjną, której

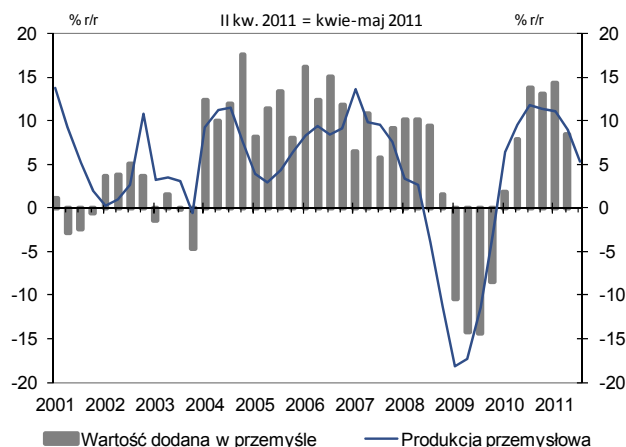
będą towarzyszyć niższe ceny surowców. Oczekujemy spowolnienia wzrostu gospodarczego do 0,6% r/r w 2012 r.

Wykres 22. Czechy – Wzrost gospodarczy oraz kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: CCSO, Citi.

Wykres 23. CZ - Słabsza aktywność w przemyśle sugeruje wolniejszy wzrost PKB



Źródło: CCSO Citi.

Inflacja pod kontrolą

Nasze prognozy wskazują że inflacja wzrośnie w 2012 r. do 2,7% r/r z 1,9% r/r w 2011, głównie za sprawą podwyższenia niższej stawki VAT. Biorąc pod uwagę ankiety dotyczące cen żywności CZSO oczekujemy wzrostu inflacji w październiku do 2,3% r/r (1,4% m/m) z 1,8% r/r we wrześniu. Inflacja najprawdopodobniej wzrośnie zatem do poziomu zbliżonego do prognozy CNB na III kwartał, podczas gdy w poprzednich miesiącach inflacja znajdowała się poniżej prognoz banku centralnego. Wzrost inflacji w 2012 r. wynikałby z zapowiedzianych podwyżek cen gazu oraz elektryczności (o ok. 6%). Jednak sytuacja gospodarcza sprawi, że presja popytowa w gospodarce pozostanie niska.

Resort finansów wciąż oczekuje spadku deficytu

Ministerstwo Finansów zapowiedziało gotowość do wprowadzenia odpowiednich środków w celu osiągnięcia deficytu sektora finansów publicznych w 2012 na pożądanym poziomie 3,5% PKB. Widzimy ryzyko gorszego salda budżetu sektora finansów publicznych (nasza prognoza: 4,0% PKB) biorąc pod uwagę założenie Ministerstwa Finansów odnośnie wzrostu PKB w 2012 r. na poziomie 2,5% r/r. Nasza prognoza zakłada spowolnienie wzrostu gospodarczego do 0,6% r/r, co oznaczałoby wyższy deficyt o ok. 0,5-0,8% PKB. Szacujemy, że deficyt fiskalny wyniesie w tym roku 4,5% PKB, tj. nieco powyżej prognozy ministerstwa na poziomie 4,2%, która została obniżona w lipcu z 4,6% najprawdopodobniej w związku z lepszymi danymi regionalnymi.

Gołębi ton CNB ograniczony przez słabą koronę

Mimo rewizji prognozy inflacji za IV kw. w górę (z 2% r/r do 2,2%) oczekujemy utrzymania gołębiego tonu CNB. Spodziewamy się odsunięcia pierwszej podwyżki stóp procentowych na dalszy okres szczególnie biorąc pod uwagę, że perspektywy czeskiej gospodarki wskazują na to, że presja popytowa będzie niska w horyzoncie

oddziaływania polityki pieniężnej. Jednocześnie nie spodziewamy się obniżki stóp procentowych z obecnych 0,75%, choć model CNB sugeruje redukcję stóp ze względu na spadek oczekiwanej stopy EURIBOR 3M w 2012 r. i spowolnienie gospodarcze za granicą. Osłabienie korony będzie pozytywne z punktu widzenia konkurencyjności czeskiej gospodarki szczególnie biorąc pod uwagę jej dużą otwartość. Słabszy kurs korony będzie akceptowany i pożądaný przez CNB, o ile nie doprowadzi do istotnego zagrożenia realizacji celu inflacyjnego. Sądzymy, że efekt przeniesienia (pass-through) osłabienia waluty na PKB i bazowy CPI to ok. 15%.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2010					2011							
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	11.8	8.0	10.0	11.5	10.3	10.7	7.0	6.6	7.8	2.0	1.8	8.1	7.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	13.2	-1.6	-1.4	-4.1	-6.4	3.5	15.3	-9.4	2.7	1.1	-6.0	4.3	13.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	13.3	9.3	11.8	14.3	11.4	11.3	7.5	7.2	8.2	1.9	2.3	9.3	8.7
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	13.4	9.4	14.2	12.3	11.0	18.7	24.2	15.6	23.9	17.0	16.4	10.8	18.1
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	8.6	9.0	8.3	12.0	5.8	12.2	9.4	18.6	13.8	10.9	8.2	11.3	11.4
Stopa bezrobocia (%)	11.5	11.5	11.7	12.4	13.1	13.4	13.3	12.8	12.4	11.9	11.8	11.8	11.8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	1.8	2.1	2.2	2.4	3.8	4.1	4.0	3.9	3.6	3.6	3.3	3.1	2.8
Ceny													
Inflacja (% r/r)	2.5	2.8	2.7	3.1	3.6	3.6	4.3	4.5	5.0	4.2	4.1	4.3	3.9
Inflacja (% m/m)	0.6	0.5	0.1	0.4	1.2	0.2	0.9	0.5	0.6	-0.4	-0.3	0.0	0.1
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	4.3	3.9	4.7	6.2	6.2	7.5	9.5	8.8	6.3	5.6	5.9	6.8	8.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.1	0.0	0.4	1.2	0.4	1.2	1.6	0.7	-0.3	0.3	0.4	0.6	1.4
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.7	3.9	3.6	5.4	5.0	4.1	4.0	5.9	4.1	5.8	5.2	5.4	5.2
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,567	-1,678	-2,697	-1,922	-1,313	-714	-1,107	-1,285	-141	-1,994	-2,044	-1,730	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.3	-4.3	-4.3	-4.5	-4.5	-4.7	-4.7	-4.7	-4.4	-4.5	-4.4	-4.8	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-529	-754	-1280	-1313	-504	-702	-687	-1126	-975	-1046	-1178	-750	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	11,640	11,528	11,173	10,087	10,561	11,034	12,185	11,412	12,061	11,794	10,875	11,607	-
Eksport (% r/r)	21.9	19.3	20.2	23.0	21.0	17.6	12.5	10.5	17.6	8.3	5.4	17.1	-
Import f.o.b. (mln EUR)	12,169	12,282	12,453	11,400	11,065	11,736	12,872	12,538	13,036	12,840	12,053	12,357	-
Import (% r/r)	24.6	20.3	27.7	29.1	23.9	19.4	10.6	16.5	19.4	12.5	8.4	11.7	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.9	6.4	9.1	8.8	-1.9	8.3	10.9	9.4	7.7	7.2	7.4	8.8	10.2
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.8	10.1	10.2	9.8	0.6	9.7	10.8	11.3	9.8	9.2	9.8	10.6	12.3
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	12.6	13.3	10.9	9.9	-7.3	8.9	7.3	9.2	8.2	5.5	6.1	7.2	9.1
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	12.4	10.0	14.4	14.0	-0.8	13.7	13.3	12.4	12.2	9.4	13.7	12.1	14.5
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-3.2	-2.4	-1.1	-0.9	0.7	0.4	3.6	5.8	5.4	6.4	9.1	9.6	12.6
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50
WIBOR 3M (średnio)	3.82	3.83	3.85	3.92	4.01	4.10	4.18	4.27	4.38	4.57	4.70	4.71	4.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	3.84	3.85	3.88	3.95	4.09	4.15	4.19	4.30	4.45	4.69	4.70	4.72	4.75
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.00	4.11	4.06	4.04	4.29	4.51	4.46	4.54	4.58	4.64	4.62	4.56	4.48
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.71	4.75	4.87	4.78	5.00	5.10	5.06	5.03	4.92	4.89	4.76	4.49	4.47
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.22	5.34	5.52	5.52	5.71	5.78	5.73	5.77	5.49	5.42	5.32	5.16	5.10
EUR/PLN (koniec okresu)	3.99	3.99	4.07	3.96	3.89	3.91	4.01	3.94	3.96	3.99	4.01	4.14	4.41
USD/PLN (koniec okresu)	2.93	2.89	3.13	2.96	2.91	2.87	2.82	2.65	2.75	2.75	2.81	2.87	3.26
EUR/USD (koniec okresu)	1.36	1.38	1.30	1.34	1.34	1.36	1.42	1.49	1.44	1.45	1.43	1.44	1.35
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	39.5	41.8	42.5	44.6	2.8	14.3	17.3	21.6	23.7	20.4	21.1	20.7	21.9
Def. budżetowy kum. (% planu)	75.7	80.1	81.4	85.4	6.9	35.9	43.1	53.8	59.0	50.7	52.5	51.6	54.5

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. 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	499	467
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,413	1,526	1,601
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,274	13,077	12,244
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	12.2	12.1	12.7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.6	6.2	6.7	5.1	1.7	3.8	3.8	1.9
Inwestycje (% r/r)	6.5	14.9	17.6	9.6	-1.1	-2.0	5.7	-0.8
Konsumpcja (% r/r)	2.7	5.2	4.7	6.1	2.0	3.3	2.5	1.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2.1	5.0	5.0	5.7	2.1	3.2	3.2	2.0
Eksport (% r/r)	8.0	14.6	9.1	7.1	-6.8	10.2	5.2	1.4
Import (% r/r)	4.7	17.3	10.9	8.0	-12.4	10.7	4.8	-1.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0.5	1.4	4.0	3.3	3.5	3.2	4.0	2.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.1	1.1	2.5	4.5	3.5	2.7	4.2	3.0
Płace nominalne (% r/r)	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	3.6	5.1	3.6
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	4.62	4.12
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	6.40	6.10
USD/PLN (Koniec okresu)	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.95	3.31	3.35
USD/PLN (Średnia)	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.01	2.97	3.45
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	4.40	4.22
EUR/PLN (Średnia)	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.39
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-21.0	-21.4	-15.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1.2	-2.7	-4.7	-4.8	-2.2	-4.5	-4.3	-3.4
Saldo handlu zagranicznego	-2.8	-7.0	-17.1	-26.0	-4.3	-11.4	-12.5	-7.1
Eksport	96.5	117.4	145.3	178.7	142.1	162.3	190.2	178.4
Import	99.2	124.5	162.4	204.7	146.4	173.7	202.7	185.5
Saldo usług	0.7	0.7	4.8	5.0	4.8	3.5	4.3	4.8
Saldo dochodów	-6.7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-16.7	-18.1	-17.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7.0	10.7	18.0	10.3	8.8	3.4	11.0	12.0
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	-5.3	-4.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.5	47.8	44.9	46.9	49.8	52.8	53.0	53.9
Dług krajowy	34.5	35.6	34.3	34.8	36.8	39.4	37.7	38.6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 7. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.8	3.8	1.9	3.4	3.5	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.7	4.2	3.0	2.6	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.5	-4.3	-3.4	-4.0	-5.2	-5.7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3.50	4.50	4.00	4.00	5.00	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.95	3.31	3.35	3.00	2.62	2.54
USD/PLN (Średnia)	3.01	2.97	3.45	3.13	2.73	2.59
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.40	4.22	3.90	3.59	3.45
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.12	4.39	4.03	3.75	3.43

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 są przygotowywane przez Piotra Kalisza oraz Cezarego Chrapka (Warszawa)

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

Autorką tekstu dotyczącego Węgier (w wersji angielskiej) jest Eszter Gargyan (Budapeszt)

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.