

CitiMonthly – Europa Środkowa

W skrócie

- Choć region Europy Środkowej (CEE) może ucierpieć najsilniej wśród gospodarek rozwijających się w związku z kryzysem strefy euro oraz oczekiwanym spowolnieniem gospodarczym u głównych partnerów handlowych to reakcja poszczególnych krajów będzie zróżnicowana.
- Sądzymy, że polska gospodarka wciąż będzie rozwijała się najszybciej biorąc pod uwagę mniejszy stopień uzależnienia od eksportu, a program zacieśnienia polityki fiskalnej zyska pozytywne oceny ze strony inwestorów, rynku i agencji ratingowych. Utrata wiarygodności i przewidywalności polityki gospodarczej na Węgrzech będzie przez dłuższy czas utrzymywać premię za ryzyko na podwyższonym poziomie nawet po zawarciu porozumienia z MFW. Z kolei czeska gospodarka najprawdopodobniej doświadczy w tym roku recesji, której rząd będzie się starał przeciwdziałać poluzowując politykę fiskalną.
- **PL:** W Polsce wzrost gospodarczy pod koniec ubiegłego roku zaskoczył pozytywnie mimo kryzysu w strefie euro. Jednak sądzymy, że w 2012 r. gospodarka najprawdopodobniej wyhamuje do około 1,9% r/r, co sygnalizują wskaźniki wyprzedzające. Spowolnienie gospodarki doprowadzi do stopniowego obniżenia inflacji oraz zmniejszenia deficytu obrotów bieżących. Oznaki głębszego spowolnienia gospodarczego lub dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC mogłyby prowadzić do bardziej gołębiej retoryki w Polsce wzmacniając oczekiwania na obniżki stóp procentowych w 2012 r. W krótkim terminie złoty może osłabić się w związku z oczekiwanym powrotem zwiększonych obaw o sytuację strefy euro oraz o problemy Węgier. Jednak w średnim terminie złoty wydaje się wciąż tani, a obecne poziomy wciąż zapewniają przewagę konkurencyjną polskich eksporterów.
- **HU:** Choć wymagane przez Unię Europejską zmiany legislacyjne sprawiają, że negocjacje z MFW i UE będą długotrwałym procesem, sądzymy, że program MFW zostanie wprowadzony najpóźniej w II kwartale, co może częściowo zmniejszyć premię za ryzyko. Z kolei decyzja UE o potencjalnych sankcjach w przypadku braku działań prowadzących do obniżenia deficytu poniżej 3% PKB zostanie najprawdopodobniej odłożona do wiosny. Delewarowanie sektora bankowego oraz potencjalne sygnały odpływu kapitału będą istotnymi kwestiami w najbliższych miesiącach. Sądzymy, że węgierski bank centralny podwyższy stopy procentowe jeszcze o 100 pb, aby ograniczyć odpływ kapitału oraz zmniejszyć presję na osłabienie forinta, która zagraża stabilności systemu finansowego.
- **CZ:** W Czechach spodziewamy się dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego w 2012 r. do -0,5% r/r z ryzykiem w dół. Biorąc pod uwagę zagrożenia dla wzrostu gospodarczego spodziewamy się poluzowania polityki fiskalnej w 2012 r. Podtrzymujemy zdanie, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie 0,75% do końca I kwartału 2013.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

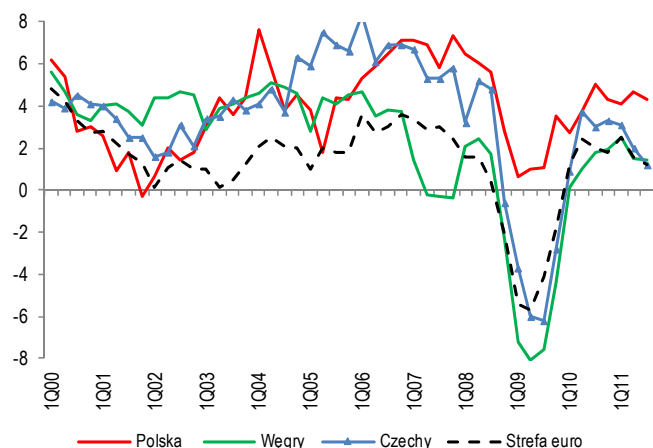
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

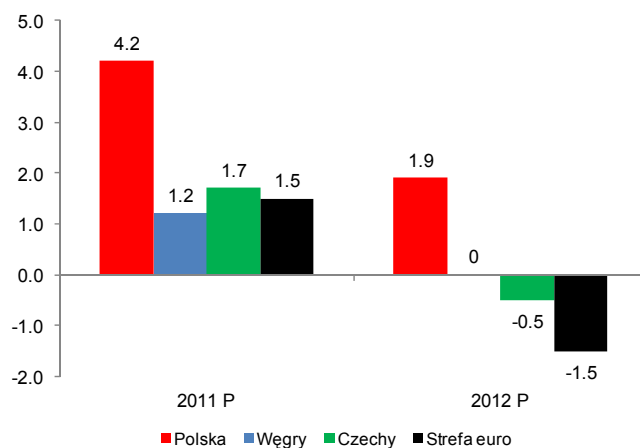
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



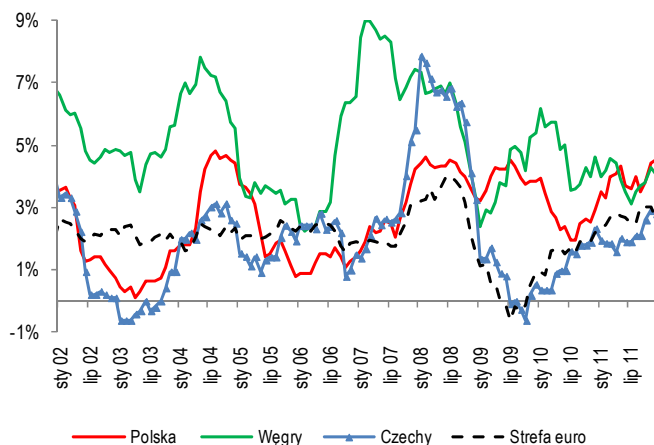
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Prognozy PKB (% r/r)



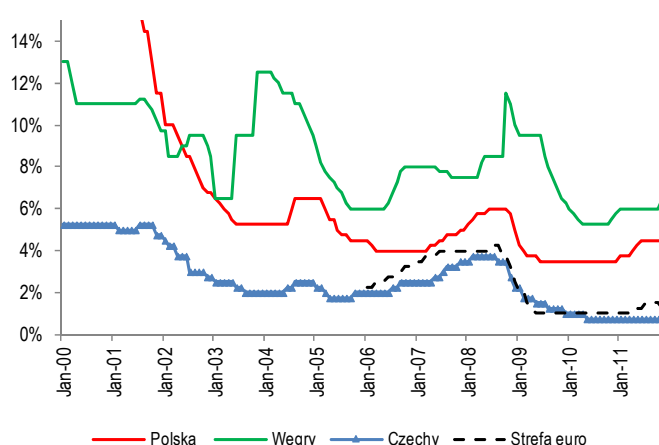
Źródło: prognozy Citi

Wykres 3. Inflacja HICP (% r/r)



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Tabela 1. Kryteria konwergencji – porównanie krajów regionu Europy Środkowej.

	Inflacja	Stopy procentowe	Saldo budżetu*	Dług publiczny*
Czechy	2,1	3,7	-3,8	41,9
Węgry	4,0	7,5	-2,8	76,5
Polska	3,8	6,0	-4,0	57,1
Rumunia	6,2	7,2	-3,7	35,8
Kryterium konwergencji	<u>3,1</u>	<u>7,7</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

Źródło: Eurostat, Citi Handlowy. *prognoza Komisji Europejskiej na rok 2011, przygotowane jesienią 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

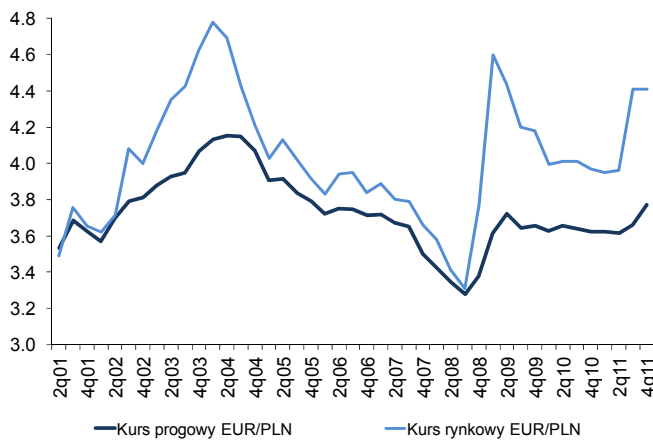
Polska

- Wzrost gospodarczy pod koniec ubiegłego roku zaskoczył pozytywnie mimo kryzysu w strefie euro. Sądzymy jednak, że w 2012 r. gospodarka najprawdopodobniej wyhamuje do około 1,9%, co sygnalizują wskaźniki wyprzedzające. Spowolnienie gospodarki doprowadzi naszym zdaniem do stopniowego obniżenia inflacji oraz zmniejszenia deficytu obrotów bieżących.
- Dotychczas członkowie RPP pozostawali ostrożni pozostawiając otwarte drzwi zarówno do podwyżek jak i obniżek stóp procentowych. Oznaki głębszego spowolnienia gospodarczego lub dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC mogłoby prowadzić do bardziej gołębiej retoryki w Polsce wzmacniając oczekiwania na obniżki stóp procentowych w 2012 r.
- W krótkim terminie złoty może osłabić się w związku z oczekiwanym powrotem zwiększonych obaw o sytuację strefy euro. Jednak w średnim terminie złoty wydaje się wciąż tani, a obecne poziomy wciąż zapewniają przewagę konkurencyjną polskich eksporterów.

Silny wzrost w 2011, jednak spowolnienie w 2012

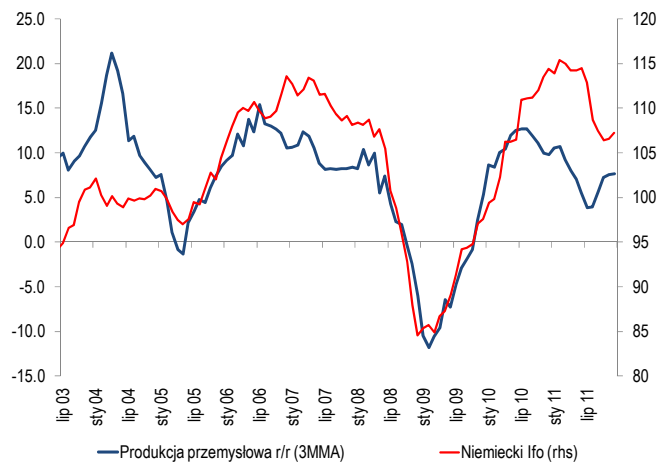
Wzrost gospodarczy w ostatnim kwartale 2011 roku prawdopodobnie był nieco silniejszy niż oczekiwaliśmy kilka miesięcy wcześniej. Produkcja przemysłowa w listopadzie wzrosła o 8,7% r/r a w grudniu o 7,7% r/r, nawet pomimo znacznego pogorszenia perspektyw PKB w strefie euro. Naszym zdaniem najprawdopodobniej głównym czynnikiem wspierającym wzrost produkcji był a deprecjacja złotego, który osłabił się do poziomów zapewniających znaczny bufor konkurencyjności polskim eksporterom. Relatywnie silny wzrost został odnotowany również w przypadku sprzedaży detalicznej (12,6% r/r w ujęciu nominalnym) i oczekujemy, że ten trend zostanie utrzymany w grudniu dzięki tymczasowemu wzrostowi sprzedaży leków (skutek zmian sposobu refundacji) oraz wzrostu cen paliw (zwiększającego nominalną wartość sprzedaży). Biorąc to pod uwagę szacujemy, że wzrost gospodarczy w 2011 roku sięgnął 4,2% r/r przede wszystkim dzięki ponad 3% wzrostowi konsumpcji oraz ożywieniu w nakładach inwestycyjnych.

Wykres 5. Kurs brzegowy opłacalności eksportu vs. kurs rynkowy EUR/PLN.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

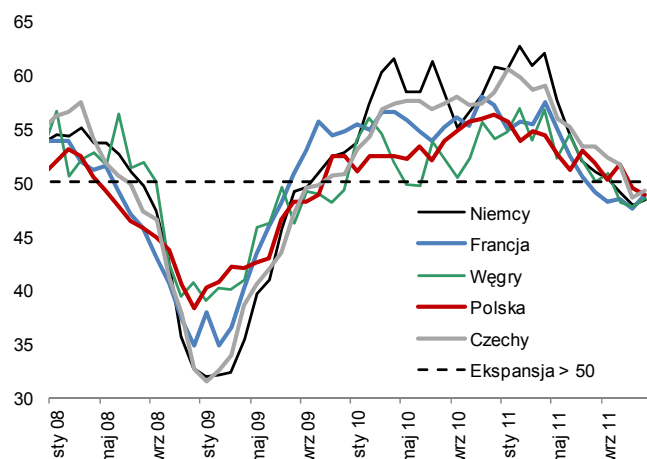
Wykres 6. Produkcja przemysłowa vs. Indeks Ifo



Źródło: GUS, Citi Handlowy

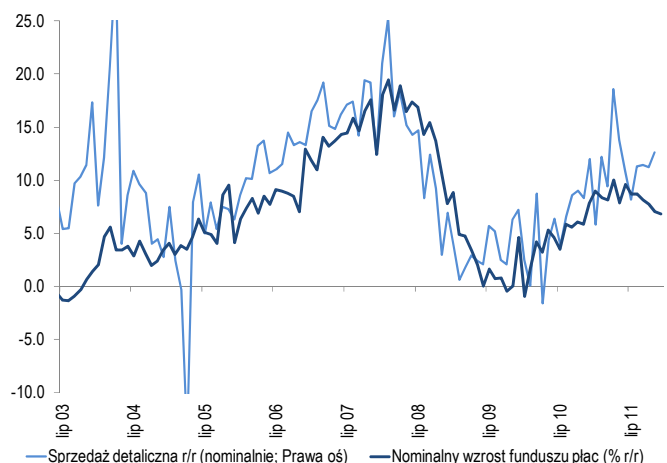
Mimo dobrej końcówki 2011 r., w nadchodzących kwartałach spodziewamy się spowolnienia gospodarczego. Wskaźnik PMI obrazujący kondycję sektora przetwórczego przez dwa kolejne miesiące pozostawał poniżej kluczowego poziomu 50 punktów, przede wszystkim na skutek spadku zamówień oraz spadku zatrudnienia. Naszym zdaniem dane te są spójne z wyhamowaniem produkcji przemysłowej przynajmniej do około 5% r/r w najbliższych miesiącach. Spodziewamy się również osłabienia dynamiki popytu konsumpcyjnego w reakcji na słabszy realny wzrost funduszu płac, wzrost bezrobocia oraz większą niepewność dotyczącą przyszłej sytuacji dochodowej gospodarstw domowych. W 2011 roku silne wzrosty sprzedaży detalicznej wyraźnie odbiegły w górę od dynamiki funduszu płac, jednak oczekujemy, że ta sytuacja powoli zacznie powracać do „normalności” i oba trendy zbiegną się ponownie w 2012 roku. Biorąc to pod uwagę podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą spowolnienie wzrostu PKB do około 2% r/r w bieżącym roku na skutek ponownego osłabienia aktywności inwestycyjnej oraz dalszego spowolnienia konsumpcji indywidualnej.

Wykres 7. Indeks PMI w CEE oraz w czołowych gospodarkach strefy euro.



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Sprzedaż detaliczna oraz fundusz płac.

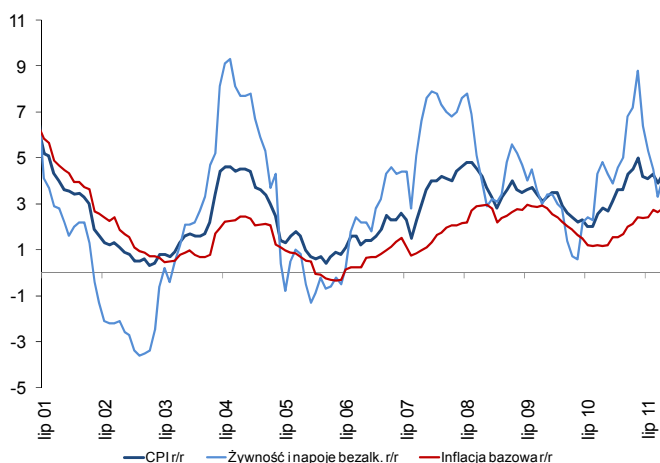


Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Słabszy popyt krajowy obniży CPI

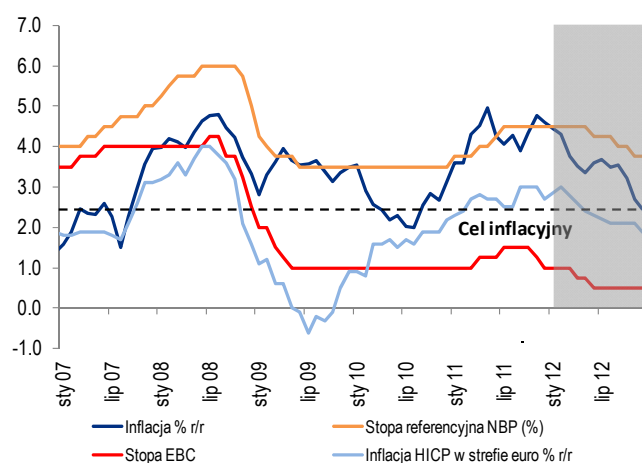
Oslabienie presji popytowej powinno przyczynić się do stopniowego spadku inflacji w kraju. W listopadzie wskaźnik CPI wzrósł zdecydowanie bardziej niż oczekiwano i osiągnął 4,8% r/r, a więc najwyższy poziom od sześciu miesięcy. Było to związane przede wszystkim podwyżkami cen wyrobów farmaceutycznych w związku z wprowadzaniem w życie zmianami w systemie refundacji leków. Co prawda czynnik ten wpływał również na grudniową inflację (4,6% r/r), jednak naszym zdaniem jego znaczenie powinno się wyraźnie zmniejszyć w styczniu. Chociaż ścieżka inflacyjna na początku nowego roku będzie zapewne wyższa niż oczekiwaliśmy jeszcze kilka miesięcy wcześniej, wciąż spodziewamy się wyraźnego spadku CPI w trakcie 2012 roku. W naszej ocenie będzie to możliwe dzięki wygasaniu wpływu ubiegłorocznej podwyżki podatku VAT, a także w związku z wyhamowaniem gospodarczym. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że inflacja spadnie w okolice celu inflacyjnego pod koniec tego roku.

Wykres 9. Prognoza inflacji oraz stóp procentowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 10. Prognoza inflacji oraz stóp procentowych w Polsce i strefie euro

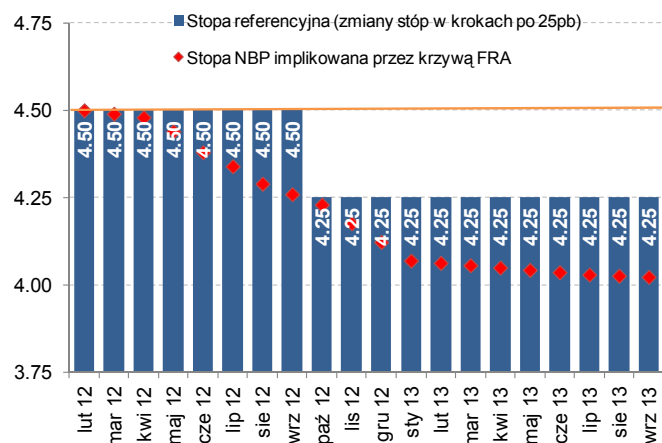


Źródło: GUS, Eurostat, prognozy Citi

Rozluźnienie monetarne i zacieśnienie fiskalne

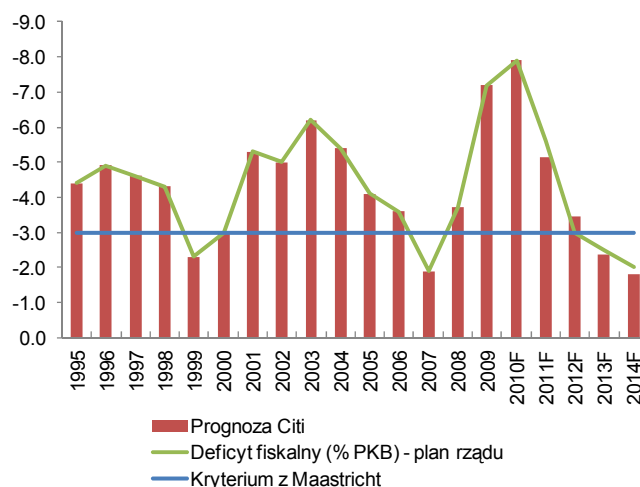
Biorąc pod uwagę relatywnie wysoką inflację spodziewamy się, że władze monetarne utrzymają jastrzębią retorykę w najbliższych miesiącach, pozostawiając otwartą furtkę zarówno dla obniżek, jak i podwyżek stóp procentowych. Niemniej retoryka najprawdopodobniej będzie stopniowo ewoluować w kierunku bardziej łagodnego tonu, przede wszystkim w reakcji na stopniowy spadek inflacji w 2012, spowolnienie gospodarcze, redukcję stóp procentowych przez EBC oraz zacieśnienie fiskalne w kraju. Biorąc to pod uwagę dostrzegamy szansę na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych pod koniec 2Q 2012, jednak spodziewamy się, że proces łagodzenia polityki monetarnej będzie stopniowy i w niewielkich krokach. Jeżeli nasze oczekiwania spowolnienia gospodarczego potwierdzą się, stopa referencyjna może spaść do 3,75% pod koniec roku (wobec 4,50% obecnie).

Wykres 11. Ścieżka stóp procentowych implikowana ze stóp FRA.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. Deficyt fiskalny general government (% PKB)



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Jednym z powodów, dla których spodziewamy się rozluźnienia monetarnego w 2012 roku jest zacieśnienie fiskalne wprowadzane w życie przez polski rząd. Ministerstwo Finansów przewiduje, że podjęte działania obniżą deficyt o 2,6% PKB. Obejmują one między innymi ostatnio ogłoszone podwyżki składki rentowej (0,38% PKB) oraz podatek od wydobycia srebra oraz miedzi (0,1% PKB). Chociaż spowolnienie gospodarcze może utrudnić redukcję deficytu oczekujemy, że spadnie on do poziomu około 3,5% w bieżącym roku. Taki wynik pozwoliłby nawet Komisji Europejskiej na zniesienie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski, gdyż kraje, które wprowadziły reformę systemu emerytalnego są traktowane w ocenie nieco łagodniej (i KE może zaakceptować deficyt powyżej 3% PKB). Biorąc to wszystko pod uwagę spodziewamy się, że dług publiczny według polskiej metodologii utrzyma się wyraźnie poniżej 55% PKB.

Znaczne interwencje w obronie złotego

W grudniu Ministerstwo Finansów oraz NBP zwiększyły skalę interwencji na rynku walutowym. Chociaż oficjalne dane o skali interwencji nie są publikowane szacujemy, że w ostatnim dniu miesiąca resort finansów mógł sprzedać ponad 2 mld euro, próbując w ten sposób ustabilizować złotego i zapobiec wzrostowi długu publicznego powyżej poziomu 55% w relacji do PKB. Gdyby bowiem do tego doszło, polska ustawa o finansach publicznych wymusiłaby ze strony rządu wyraźne zacieśnienie fiskalne, które mogłoby spotęgować skalę spowolnienia w kraju. Biorąc pod uwagę znaczną skalę interwencji MF oraz NBP, spodziewamy się, że obie instytucje będą mniej aktywne w najbliższych tygodniach, gdyż nie będą w stanie podtrzymać podobnej skali interwencji.

Oczekujemy, że w krótkim horyzoncie złoty będzie pozostawał pod wpływem zmian awersji do ryzyka i wydarzeń w strefie euro i na Węgrzech. Naszym zdaniem mimo obserwowanego w ostatnich dniach odreagowania złotego obecny poziom kursu wciąż sprawia, że eksport polskich firm pozostaje wyjątkowo konkurencyjny, co powinno przyczyniać się do wyraźnej poprawy w rachunku obrotów bieżących. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w średnim okresie złoty powróci do trendu

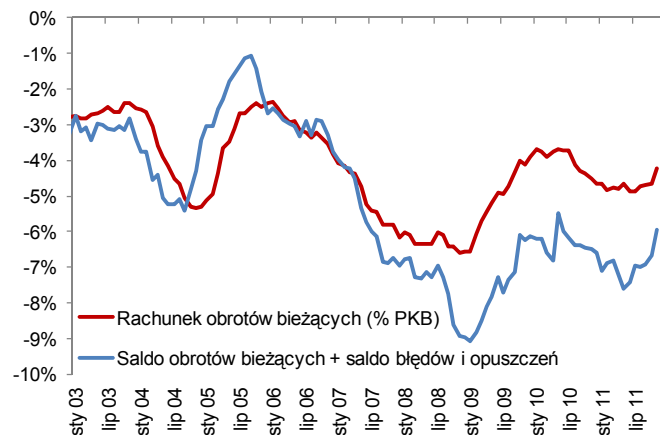
aprecjacyjnego. Spodziewamy się spadku kursu EUR/PLN w kierunku 4,20-4,25 na koniec tego roku oraz w kierunku 3,90 na koniec 2013 r.

Wykres 13. Szacowana skala interwencji NBP oraz Ministerstwa Finansów (mln €).

	NBP	Ministerstwo Finansów
23 września	350-450	200
30 września	60-80	50
3 października	120-180	50
23 listopada	120-160	50
29 grudnia	300	400
30 grudnia	0-500	2000

Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Wykres 14. Deficyt obrotów bieżących (% PKB)



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Węgry

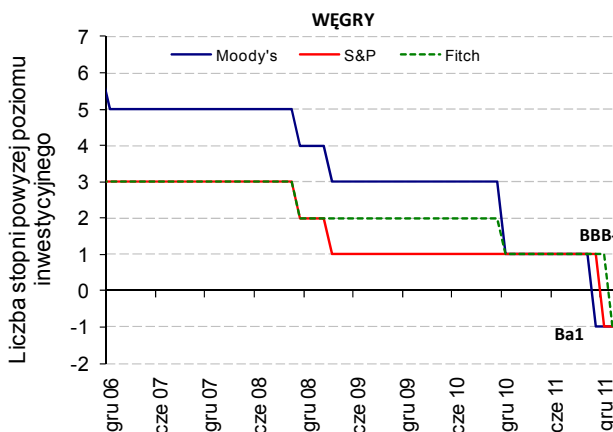
- Choć wymagane przez Unię Europejską zmiany legislacyjne sprawiają, że negocjacje z MFW i UE będą długotrwałym procesem, sądzimy, że program ratunkowy Stand-By-Arrangement MFW zostanie wprowadzony najpóźniej w II kwartale, co powinno przyczynić się do zmniejszenia premii za ryzyko.
- Przebieg negocjacji MFW pozostanie w centrum uwagi w I kwartale. Z kolei decyzja UE o potencjalnych sankcjach w przypadku braku potwierdzenia odpowiedniego zacieśnienia fiskalnego pozwalającego na utrzymanie deficytu poniżej 3% PKB zostanie najprawdopodobniej odłożona do wiosny. Delewarowanie sektora bankowego oraz potencjalne sygnały odpływu kapitału będą istotnymi kwestiami w najbliższych miesiącach.
- Program pomocowy z MFW może zmniejszyć presję na ceny węgierskich aktywów, ale biorąc pod uwagę osłabienie wiarygodności politycznej sama chęć współpracy rządu niekoniecznie zapewni pełne odwrócenie obserwowanego ostatnio rozszerzenia premii za ryzyko.

Inwestorzy oczekują na porozumienie z MFW

Kolejne zmiany w strukturach instytucjonalnych oraz plan wcześniejszych spłat walutowych kredytów hipotecznych doprowadziły do gwałtownej erozji wiarygodności politycznej. Osłabienie instytucjonalnych procesów kontrolnych, doraźne środki wprowadzane w polityce gospodarczej, które pogorszyły pozycję kapitałową banków oraz pogorszenie perspektyw gospodarczych zgodne z osłabieniem gospodarczym za granicą doprowadziło do obniżenia ratingu Węgier przez wszystkie trzy agencje ratingowe poniżej poziomu inwestycyjnego. Ograniczony dostęp do finansowania rynkowego zmusił

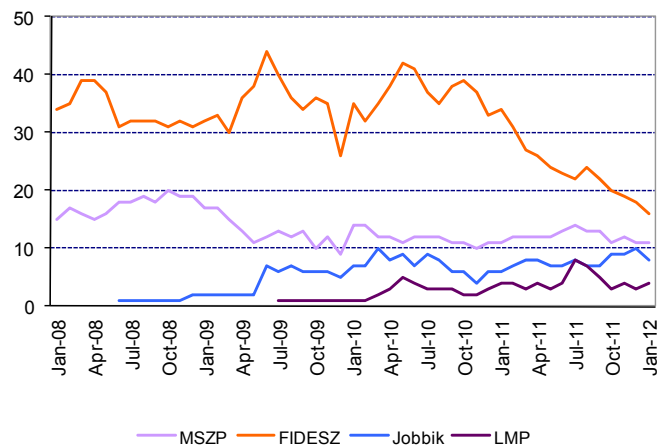
rząd do zwrócenia się do MFW oraz Unii Europejskiej o program ochronny, co oznaczało gwałtowny polityczny zwrot po tym jak latem 2010 r. Węgry zdecydowały się zerwać współpracę z międzynarodowymi pożyczkodawcami oraz zaznaczyć dużą istotność prowadzenia niezależnej polityki gospodarczej.

Wykres 15. Główne agencje ratingowe obniżyły ratingi Węgier do poziomu śmieciowego.



Źródło: Bloomberg, Citi

Wykres 16. Sondaże wskazują na duży spadek poparcia dla rządzącej partii



Źródło: sondaż Ipsos, Citi

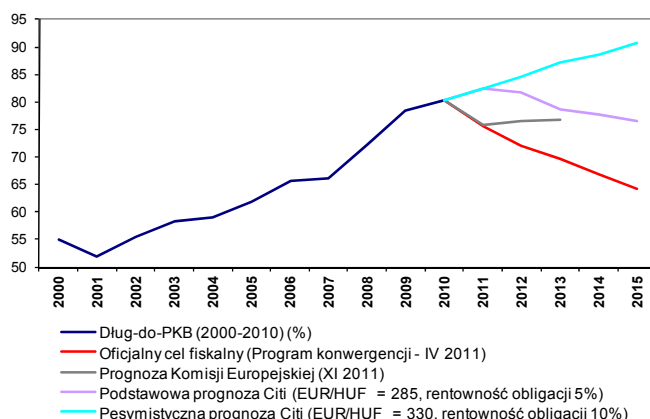
Choć rząd początkowo liczył na uzyskanie elastycznej formy wsparcia bez dodatkowych warunków, fundamenty węgierskiej gospodarki oraz historia decyzji w kwestiach polityki gospodarczej umożliwiają Węgrom jedynie starania o tzw. program Stand-by-Arrangement ze ścisłym nadzorem MFW. Rząd wciąż nalega, aby finansowane potrzeb pożyczkowych dokonywane było poprzez rynek nawet jeśli dojdzie do zawarcia porozumienia z MFW, licząc na to, że samo porozumienie najprawdopodobniej zapewni redukcję premii za ryzyko oraz obniżenie kosztów obsługi długu. Biorąc pod uwagę to, że Unia Europejska zapowiedziała, że warunkiem do rozpoczęcia rozmów z MFW są zmiany w ustawie o stabilności i ustawie o banku centralnym, sądzimy, że wymagane zmiany w prawie prawdopodobnie sprawią, że proces negocjacji okaże się długotrwały.

Intensyfikacja presji rynkowej doprowadziła do złagodzenia postawy rządu na początku stycznia sugerując, że porozumienie z MFW nastąpi najprawdopodobniej w marcu lub najpóźniej w II kwartale tego roku. To potwierdza zakładany przez nas scenariusz, że politycy nie mogą zignorować osłabienia waluty biorąc pod uwagę, że nawet po wprowadzeniu programów pomocowych dla kredytobiorców w walutach obcych sektor prywatny ma pozycję walutową netto wskazującą na zadłużenie na poziomie 40% PKB. Choć Węgry dysponują środkami finansowymi, które są wystarczające do sfinansowania deficytu fiskalnego oraz zrolowania zadłużenia zapadalnego w ciągu najbliższych 6-ciu miesięcy, to ryzyko intensyfikacji ucieczki kapitału najprawdopodobniej skłoni rząd do osiągnięcia szybkiego porozumienia z zagranicznymi pożyczkodawcami, co powinno pomóc częściowo przywrócić zaufanie i zmniejszyć presję na walutę.

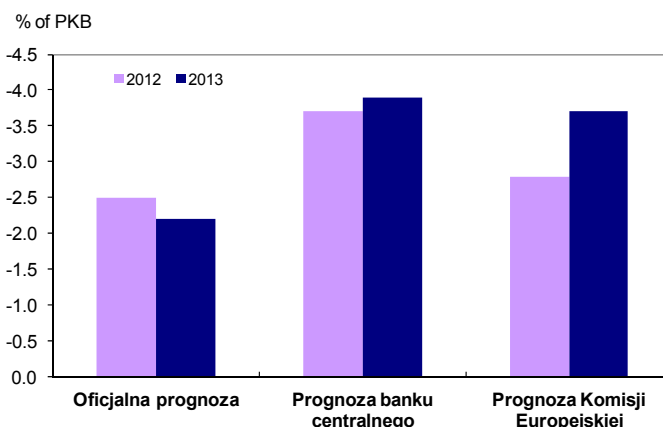
Konieczne dalsze zacieśnienie fiskalne

Choć sądzimy, że nadwyżka fiskalna wyniosła w 2011 r. ok 3% PKB to według metodologii ESA bilans jest zawyżony przez nacjonalizację funduszy emerytalnych w ubiegłym roku. Bilans strukturalny, który jest bardziej wiarygodnym wskaźnikiem pozycji fiskalnej, najprawdopodobniej pokaże deficyt na poziomie 5% PKB, gdyż wprowadzenie liniowego podatku dochodowego doprowadziło do spadku dochodów o ok. 2% PKB. Podwyżka VAT o 2 pkt proc., wprowadzenie kilku dodatkowych podatków oraz oszczędności fiskalnych poprawi wynik budżetu w tym roku, jednak kolejne działania będą potrzebne, aby zrealizować cel fiskalny na poziomie 2,5% PKB na 2012 r. Według naszych aktualnych szacunków w tym roku deficyt fiskalny może być wyższy od celu o ok. 0,7-1% PKB, choć rosnące koszty finansowania oraz negatywny wpływ osłabienia forinta na konsumpcję sugerują ryzyko w górę dla deficytu fiskalnego. Eliminacja nadzwyczajnych podatków dla przedsiębiorstw zakłada jeszcze większe potrzeby, jeśli chodzi o redukcję deficytu fiskalnego w 2013 r. Biorąc pod uwagę ogłoszone dotychczas decyzje Komisja Europejska prognozuje wzrost deficytu budżetowego do 3,7% PKB w 2013 r., powyżej kryterium z Maastricht na poziomie 3%. (Rysunek 148).

Wykres 17. Stabilizacja perspektyw długu publicznego wymaga obniżenia premii za ryzyko.



Wykres 18. Prognozy deficytu wskazują na potrzebę dalszego dostosowania fiskalnego.



Źródło: Komisja Europejska, Program Konwergencji, szacunki Citi

Źródło: NBH, Komisja Europejska, Program Konwergencji

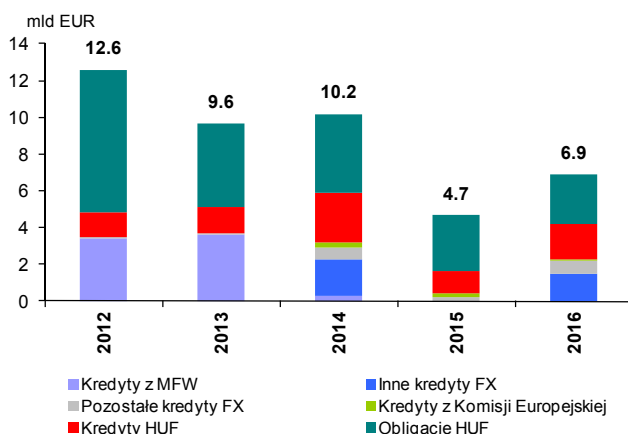
Ze względu na pogorszenie sytuacji fiskalnej oraz prognozowane rozszerzenie deficytu w 2013 r. Komisja Europejska utrzymała procedurę nadmiernego deficytu wobec Węgier, która została wszyta przeciw Węgrom, wraz przystąpieniem do Unii Europejskiej w 2004 r. Bez podjęcia dodatkowych kroków do wiosny ECOFIN może zadecydować o sankcjach wobec Węgier za przekroczenie limitu deficytu fiskalnego na poziomie 3% PKB. Biorąc pod uwagę najbardziej negatywny scenariusz te sankcje mogą przewidywać zawieszenie napływu środków unijnych o wartości 1,7% PKB. Ze względu na długotrwały charakter tego procesu nie zakładamy, że procedura nadmiernego deficytu będzie częścią negocjacji nt. programu pożyczkowego z UE oraz MFW, ale prawdopodobnie w ramach warunków umowy pożyczkowej zostanie ogłoszone dalsze dostosowanie fiskalne o ok. 1-1,5% PKB począwszy od 2013 r. Biorąc pod uwagę rozmiar deficytu oraz motywację rządu węgierskiego, aby zapobiec

zawieszeniu napływu środków z UE, sądzymy, że rząd najprawdopodobniej osiągnie porozumienie w kwestii dostosowania fiskalnego w trakcie rozmów z MFW. Z kolei bardziej bolesne do akceptacji dla węgierskiego rządu mogą okazać się kwestie polityczne.

Podwyżki stóp do momentu ugody z MFW

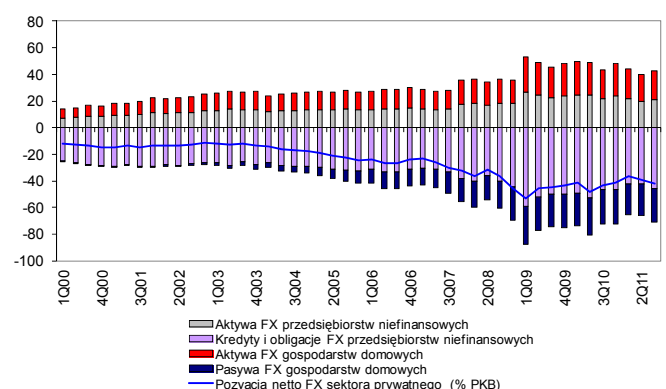
Polityka pieniężna pozostanie stosunkowo defensywna skupiając się na ryzykach dla stabilności system finansowego oraz ryzyk dla inflacji wynikających z osłabienia waluty. W związku z tym przyszłe działania będą prawdopodobnie wynikały ze zmian premii za ryzyko. Perspektywy popytu krajowego wciąż się pogarszają wraz z podwyżkami podatków oraz osłabieniem waluty wpływającymi na konsumenta oraz wraz z ograniczaniem przez banki rozmiaru bilansu przy delewarowaniu sektora prywatnego. Jednak wątpliwe jest, aby ten efekt zniósł negatywny wpływ osłabienia waluty na inflację. Ponadto na pierwszy plan wybiły się ryzyka dla stabilności sektora finansowego, gdyż pozycja kapitałowa banków jest wciąż słaba wraz ze wzrostem kredytów zagrożonych i wskaźnika NPL, przeceną krajowych obligacji oraz ryzykiem potencjalnego odpływu krajowych oszczędności. W związku z tym oczekujemy, że węgierski bank centralny będzie najprawdopodobniej kontynuował politykę stopniowych podwyżek stóp procentowych w celu wsparcie forinta dopóki informacje na temat rozmów z MFW nie doprowadzą do spadku premii za ryzyko oraz wyraźnego umocnienia waluty. Biorąc pod uwagę fakt, że obecnie ceny węgierskich aktywów są pod wpływem kryzysu wiarygodności politycznej, RPP najprawdopodobniej wstrzyma się z ratunkowymi ruchami o dużej skali i będzie kontynuować politykę stopniowych kroków z jastrzębim nastawieniem. Naszym zdaniem proces odbudowy zaufania wobec węgierskich aktywów będzie powolny nawet, jeśli umowa z MFW zostanie zawarta dlatego nie oczekujemy odwrócenia zmian stóp procentowych wcześniej niż na początku 2013 r.

Wykres 19. Program MFW może pomóc zabezpieczyć finansowanie zagranicznych potrzeb pożyczkowych.



Źródło: AKK

Wykres 20. PL – Pozycja walutowa netto sektora prywatnego (% PKB)



Źródło: NBH, Citi

Czechy

- Oczekujemy spowolnienia gospodarczego w IV kwartale mimo wciąż dosyć dobrych danych w przemyśle i rekordowo wysokiej nadwyżki w handlu zagranicznym. Spodziewamy się dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego w 2012 r. do -0,5% r/r z ryzykiem w dół.
- Biorąc pod uwagę zagrożenia dla wzrostu gospodarczego spodziewamy się poluzowania polityki fiskalnej w 2012 r. .
- Podtrzymujemy zdanie, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie 0,75% do końca I kwartału 2013, gdyż wyższa od oczekiwań CNB inflacja bieżąca oraz nasza prognoza słabej korony (EURCZK na poziomie 25,7 w horyzoncie 0-3 miesięcy) rekompensuje efekt czynników dezinflacyjnych oraz wpływ oczekiwanych przez nas obniżek stóp procentowych przez EBC.

Ryzyko głębszego spowolnienia gospodarczego

Sądzimy, że spowolnienie gospodarcze w 2012 r. może być głębsze niż wcześniej oczekiwano. Miesięczne dane o aktywności w przemyśle oraz w eksporcie za listopad były wciąż stosunkowo dobre, a nadwyżka w handlu zagranicznym osiągnęła rekordowo wysoki poziom. Mimo to szacujemy, że tempo wzrostu PKB obniżyło się w IV kwartale 2011 r. do 0,6% r/r z 1,2% r/r w III kwartale przy niewielkim wzroście w ujęciu kwartalnym. Jednocześnie zdecydowaliśmy się obniżyć naszą prognozę wzrostu PKB na 2012 r. do -0,5% r/r z -0,1% r/r biorąc pod uwagę ryzyka słabszego popytu zagranicznego oraz gorszą sytuację na rynku pracy pod koniec 2011 r.

Możliwe poluzowanie polityki fiskalnej

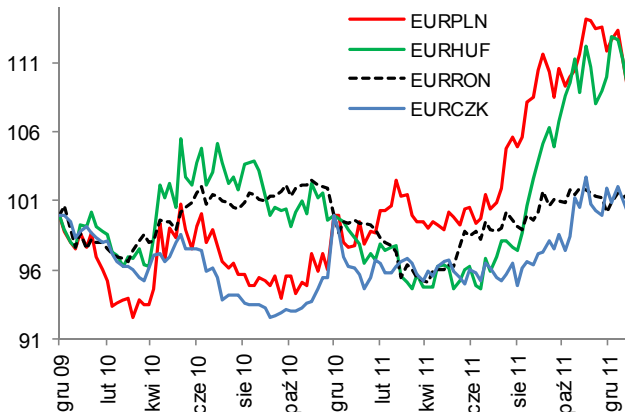
Polityka fiskalna może zostać poluzowana w celu wsparcia wzrostu gospodarczego. Sądzimy, że recesja mogłaby być jeszcze głębsza (ok. -1% r/r), jeśli rząd trzymałby się ściśle celu fiskalnego na 2012 r. Jednak biorąc pod uwagę ryzyka dla gospodarki sądzimy, że rząd pozwoli na pewien wzrost deficytu fiskalnego w tym roku. W związku z tym naszym zdaniem Ministerstwo Finansów najprawdopodobniej zaproponuje obniżkę wydatków budżetowych o ok. 8-9 mld koron oraz zamrożenie dodatkowych 10 mld koron do IV kwartału 2012 r.. Te środki nie zostałyby wydane, jeśli doszłoby do wyprzedaży czeskich obligacji oraz skokowego wzrostu długoterminowych rentowności lub jeśli CNB podwyższyłby stopy procentowe w ciągu roku do 2% r. z obecnych 0,75%.

Zmiany stóp dopiero w 2013 r.

Nie oczekujemy zmian stóp procentowych w tym roku. Choć inflacja kształtuje się nieco powyżej ścieżki prognozowanej przez bank centralny to jest wciąż zbliżona do celu inflacyjnego. Co prawda w 2012 r. spodziewamy się wzrostu inflacji średniorocznej do 2,5% r/r, jednak naszym zdaniem wzrost inflacji będzie głównie wynikał z czynników podażowych, podczas gdy presja popytowa pozostanie ograniczona. W związku z podwyższonym poziomem inflacji oraz oczekiwanym przez nas w tym roku osłabieniem korony wobec euro nie oczekujemy obniżek stóp

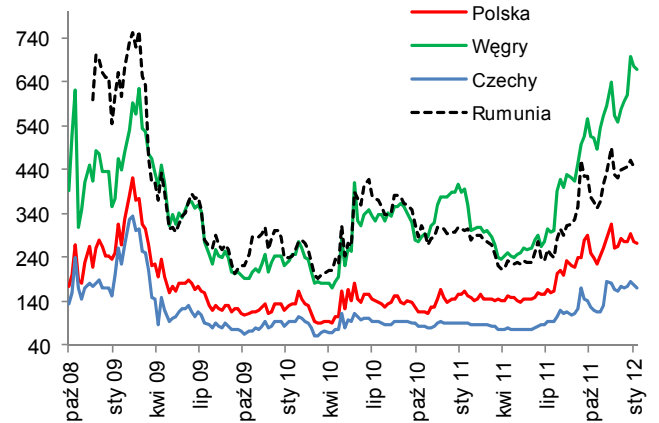
procentowych mimo pogarszających się perspektyw gospodarczych. Jednocześnie spodziewane przez Citi dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC najprawdopodobniej wpłynie na złagodzenie tonu wypowiedzi i nastawienia jastrzębich członków CNB i oddali moment zacieśnienia polityki pieniężnej. Oczekujemy utrzymania stóp procentowych na bardzo niskim poziomie przynajmniej do I kwartału 2013, kiedy spodziewamy się podwyżki stóp o 25 pb do 1%.

Wykres 21. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



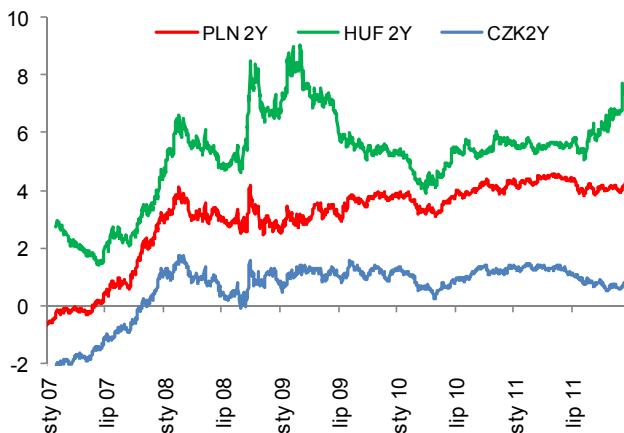
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 22. Stawki CDS (5-letnie)



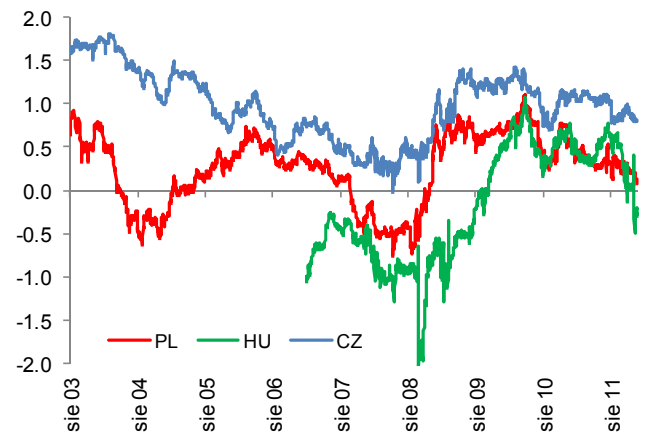
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 23. Spread 2-letnich stawek IRS vs. US



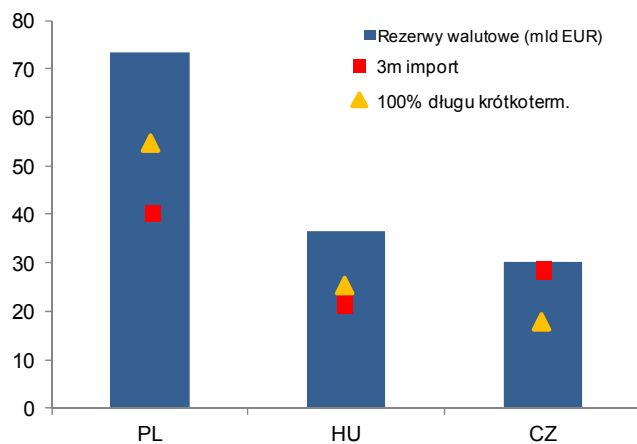
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 24. Nachylenie krzywej IRS (10y-2y)



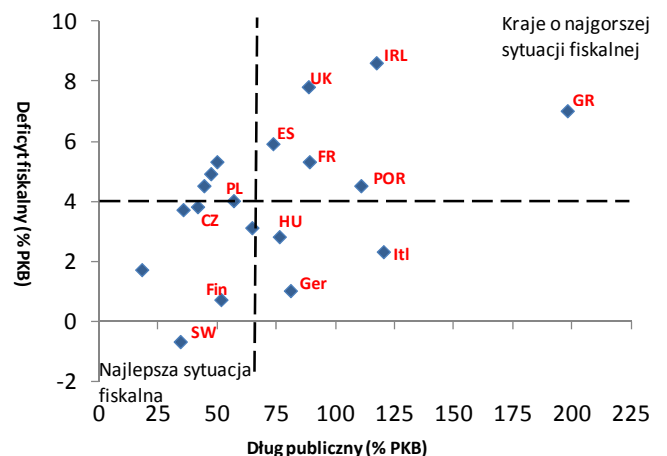
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 25. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 26. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)



Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 2. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2010						2011						
	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	11.4	10.3	10.5	6.8	6.7	7.8	2.0	1.8	7.9	7.4	6.5	8.7	7.7
Produkcja przemysłowa (% m/m)	-4.2	-6.3	3.3	15.2	-9.3	2.7	1.0	-6.0	4.1	12.6	-2.4	0.7	-4.9
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	14.1	11.5	11.1	7.4	7.3	8.2	1.9	2.3	9.0	8.3	7.1	9.5	8.6
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	12.3	11.0	18.7	24.2	15.6	23.9	17.0	16.5	10.8	18.1	8.9	13.0	14.6
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	12.0	5.8	12.2	9.4	18.6	13.8	10.9	8.2	11.3	11.4	11.2	12.6	-
Stopa bezrobocia (%)	12.4	13.1	13.4	13.3	12.8	12.4	11.9	11.8	11.8	11.8	11.8	12.1	-
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	2.4	3.8	4.1	4.0	3.9	3.6	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3
Ceny													
Inflacja (% r/r)	3.1	3.6	3.6	4.3	4.5	5.0	4.2	4.1	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6
Inflacja (% m/m)	0.4	1.2	0.2	0.9	0.5	0.6	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.7	0.7	0.4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	6.2	6.2	7.5	9.5	8.8	6.3	5.6	5.9	6.8	8.4	8.5	8.9	8.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	1.2	0.4	1.2	1.6	0.7	-0.3	0.3	0.4	0.6	1.7	0.1	0.7	0.3
Plące - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	5.4	5.0	4.1	4.0	5.9	4.1	5.8	5.2	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-1,922	-1,313	-714	-1,107	-1,285	-141	-1,994	-2,044	-2,017	-1,901	-1,546	-1,034	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-4.6	-4.7	-4.9	-4.8	-4.8	-4.7	-4.9	-4.9	-4.8	-4.9	-4.6	-4.2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-1313	-504	-702	-687	-1126	-975	-1046	-1178	-1083	-454	-671	-749	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	10,087	10,561	11,034	12,185	11,412	12,061	11,794	10,875	11,303	12,170	12,061	11,986	-
Eksport (% r/r)	23.0	21.0	17.6	12.5	10.5	17.6	8.3	5.4	14.0	4.6	4.6	7.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	11,400	11,065	11,736	12,872	12,538	13,036	12,840	12,053	12,386	12,624	12,732	12,735	-
Import (% r/r)	29.1	23.9	19.4	10.6	16.5	19.4	12.5	8.4	12.0	3.7	3.7	2.3	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	8.8	-1.9	8.3	10.9	9.4	7.7	7.2	7.4	8.8	10.2	10.5	11.8	12.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.8	0.6	9.7	10.8	11.3	9.8	9.2	9.8	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	9.9	-7.3	8.9	7.3	9.2	8.2	5.5	6.1	7.2	9.1	8.6	-5.7	10.8
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	14.0	-0.8	13.7	13.3	12.4	12.2	9.4	13.7	12.1	14.5	14.5	13.3	12.0
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	-0.9	0.7	0.4	3.6	5.8	5.4	6.4	9.1	9.6	12.6	13.3	16.8	19.1
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	3.50	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
WIBOR 3M (średnio)	3.92	4.01	4.10	4.18	4.27	4.38	4.57	4.70	4.71	4.73	4.78	4.87	4.96
WIBOR 3M (koniec okresu)	3.95	4.09	4.15	4.19	4.30	4.45	4.69	4.70	4.72	4.75	4.81	4.94	4.98
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	4.04	4.29	4.51	4.46	4.54	4.58	4.64	4.62	4.56	4.48	4.45	4.79	4.55
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	4.78	5.00	5.10	5.06	5.03	4.92	4.89	4.76	4.49	4.47	4.58	4.87	4.78
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	5.52	5.71	5.78	5.73	5.77	5.49	5.42	5.32	5.16	5.10	5.10	5.29	5.33
EUR/PLN (koniec okresu)	3.96	3.89	3.91	4.01	3.94	3.96	3.99	4.01	4.14	4.41	4.34	4.55	4.41
USD/PLN (koniec okresu)	2.96	2.91	2.87	2.82	2.65	2.75	2.75	2.81	2.87	3.26	3.10	3.42	3.41
EUR/USD (koniec okresu)	1.34	1.34	1.36	1.42	1.49	1.44	1.45	1.43	1.44	1.35	1.40	1.33	1.29
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	44.6	2.8	14.3	17.3	21.6	23.7	20.4	21.1	20.7	21.9	22.5	21.6	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	85.4	6.9	35.9	43.1	53.8	59.0	50.7	52.5	51.6	54.5	56.1	53.6	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. 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	518	448
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1,060	1,175	1,273	1,344	1,413	1,534	1,618
PKB per capita (USD)	7,970	8,970	11,168	13,982	11,332	12,274	13,572	11,735
Populacja (mln)	38.2	38.1	38.1	38.1	38.2	38.2	38.2	38.2
Stopa bezrobocia (%)	18.2	14.9	11.2	9.5	11.9	12.2	12.5	12.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3.6	6.2	6.8	5.1	1.6	3.8	4.2	1.9
Inwestycje (% r/r)	6.5	14.9	17.6	9.6	-1.2	-0.2	7.6	1.5
Konsumpcja (% r/r)	2.7	5.2	4.6	6.1	2.0	3.5	2.3	1.6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2.1	5.0	4.9	5.7	2.1	3.2	3.2	2.1
Eksport (% r/r)	8.0	14.6	9.1	7.1	-6.8	12.1	5.9	0.8
Import (% r/r)	4.7	17.3	13.7	8.0	-12.4	13.9	4.8	-1.1
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0.5	1.4	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.1	1.1	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.5
Płace nominalne (% r/r)	3.2	5.0	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.6
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.00	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	3.75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.40	3.96	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	3.95
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	5.01	4.98	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	5.60
USD/PLN (Koniec okresu)	3.26	2.90	2.45	3.00	2.87	2.96	3.42	3.59
USD/PLN (Średnia)	3.23	3.10	2.76	2.39	3.11	3.02	2.97	3.61
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.86	3.83	3.58	4.17	4.11	3.96	4.41	4.31
EUR/PLN (Średnia)	4.03	3.89	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.45
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.7	-9.4	-20.3	-25.5	-9.7	-21.0	-22.5	-15.2
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	-14.1	-8.5
Eksport	96.5	117.4	145.3	178.7	142.1	162.3	189.8	163.9
Import	99.2	124.5	162.4	204.7	146.4	173.7	203.9	172.3
Saldo usług	0.7	0.7	4.8	5.0	4.8	3.5	6.4	6.4
Saldo dochodów	-6.7	-9.7	-16.4	-12.8	-16.6	-16.7	-20.1	-18.1
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	92.0	94.0
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	-5.2	-3.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1.3	-1.0	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	47.5	47.8	44.9	46.9	49.8	52.8	53.3	53.3
Dług krajowy	34.5	35.6	34.3	34.8	36.8	39.4	38.4	38.1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Tabela 4. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3.8	4.2	1.9	2.8	3.1	3.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.6	4.3	3.5	2.6	2.5	2.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.5	-4.3	-3.4	-4.0	-5.7	-6.1
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	4.50	3.75	3.75	4.75	4.75
USD/PLN (Koniec okresu)	2.96	3.42	3.59	3.01	2.95	2.91
USD/PLN (Średnia)	3.02	2.97	3.61	3.28	2.98	2.93
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.96	4.41	4.31	3.91	3.90	3.90
EUR/PLN (Średnia)	3.99	4.12	4.45	4.12	3.91	3.90

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 zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.