

CitiMonthly – Europa Środkowa

W skrócie

- Gospodarki Europy Środkowej (CEE) pozostają w fazie stopniowego ożywienia, choć ostatnie rozzaczające dane ze strefy euro i USA sugerują, że 2Q oraz 3Q mogą przynieść niewielkie osłabienie aktywności w regionie.
- Mimo możliwego spowolnienia wzrost gospodarczy w Polsce utrzymuje się powyżej potencjału, przyczyniając się do powolnej poprawy na rynku pracy. Szacujemy, że pod koniec roku wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw mogą rosnąć w tempie 6-7% r/r.
- Po czerwcowej podwyżce stóp procentowych polskie władze monetarne zasygnalizowały, że w kolejnych miesiącach zamierzają wstrzymać się od zacieśnienia polityki pieniężnej. Niemniej szybszy niż oczekiwano wzrost inflacji wskazuje, że RPP może odstąpić od tych deklaracji pod koniec 2011 roku.
- Potencjalnym zagrożeniem wydaje się stopniowy wzrost deficytu w rachunku obrotów bieżących, który w 2011 roku najprawdopodobniej wyniesie około 5,5-6% PKB. Naszym zdaniem czynnik ten może doprowadzić do wzrostu premii za ryzyko związane z utrzymywaniem złotych aktywów.
- Przedstawiony przez węgierski rząd program tymczasowego ustalenia kursu walutowego wykorzystywanego do spłat kredytów mieszkaniowych najprawdopodobniej nie spełni pokładanych w nim nadziei. Naszym zdaniem w skrajnym scenariuszu pakiet ten może nawet zwiększyć zagrożenia dla stabilności finansowej.
- Węgierska gospodarka pozostaje na ścieżce powolnego ożywienia, przede wszystkim dzięki silnemu popytowi zagranicznemu. W całym 2011 roku wzrost PKB może sięgnąć 3%, podczas gdy inflacja najprawdopodobniej utrzyma się powyżej celu RPP.
- Po tym jak dane o czeskim wzroście gospodarczym w 1Q zaskoczyły w górę (dynamika PKB wyniosła 0,9% kw/kw, wobec wstępnego szacunku na poziomie 0,6%) zdecydowaliśmy się nieznacznie zrewidować prognozę PKB na 2011 r. w górę do 2,2%, obniżając prognozę na rok 2012 do 2,6%. Niemniej wciąż dostrzegamy ryzyka w dół dla wzrostu gospodarczego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

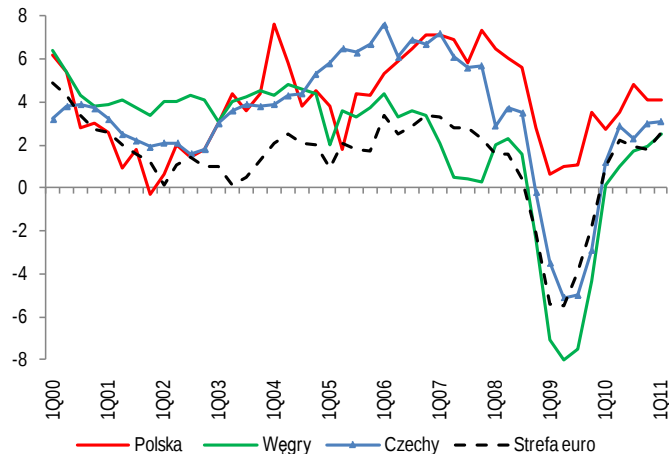
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

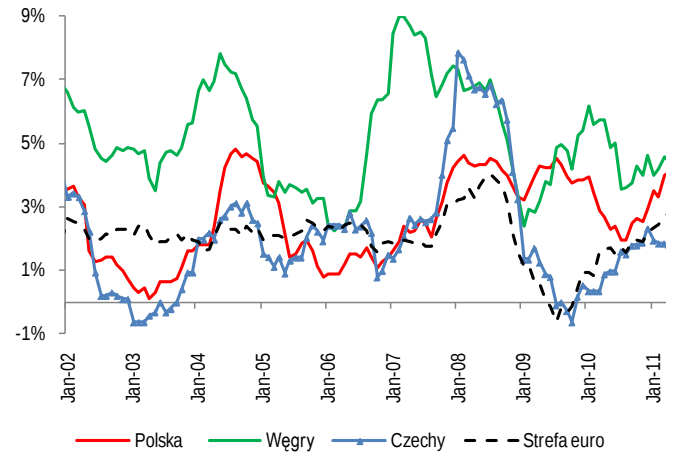
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



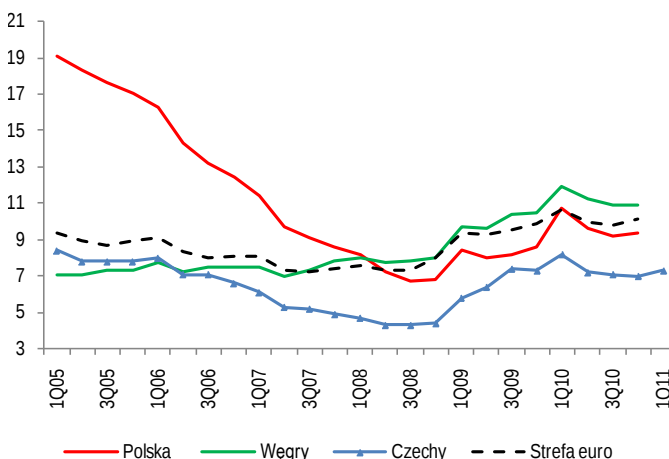
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



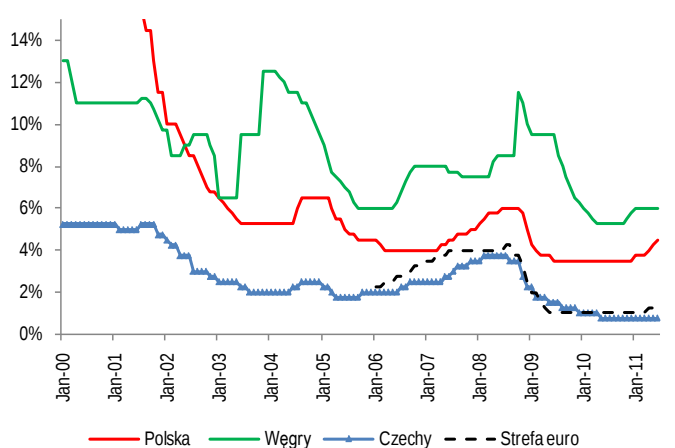
Źródło: Eurostat, GUS, Citi Handlowy

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	<u>2,9</u>	<u>6,8</u>	<u>-3,0</u>	<u>60,0</u>

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

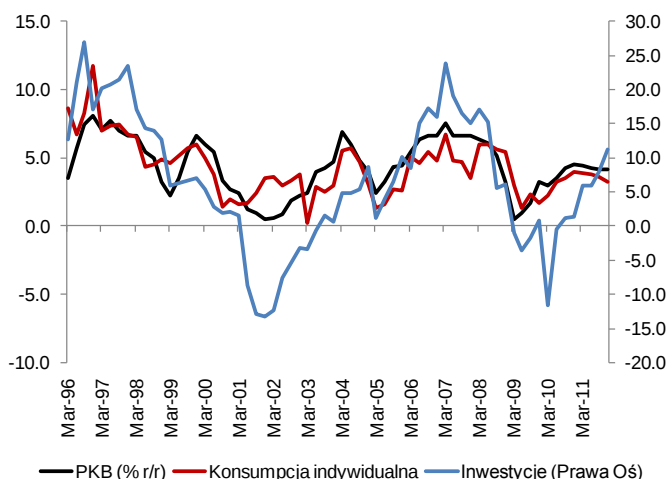
Polska

- Po czerwcowej podwyżce stóp procentowych RPP zasygnalizowała, że w kolejnych miesiącach zamierza wstrzymać się z cyklem zacieśnienia monetarnego. Niemniej szybszy niż oczekiwano wzrost inflacji wskazuje, że władze monetarne mogą odstąpić od tych deklaracji pod koniec 2011 roku.
- Wzrost gospodarczy utrzymuje się powyżej potencjału, przyczyniając się do powolnej poprawy na rynku pracy. Szacujemy, że pod koniec roku płace w sektorze przedsiębiorstw mogą rosnąć w tempie 6-7% r/r.
- Potencjalnym zagrożeniem wydaje się stopniowy wzrost deficytu w rachunku obrotów bieżących, który w 2011 roku najprawdopodobniej wyniesie około 5,5-6% PKB. Naszym zdaniem czynnik ten może doprowadzić do wzrostu premii za ryzyko związane z utrzymywaniem złotych aktywów.

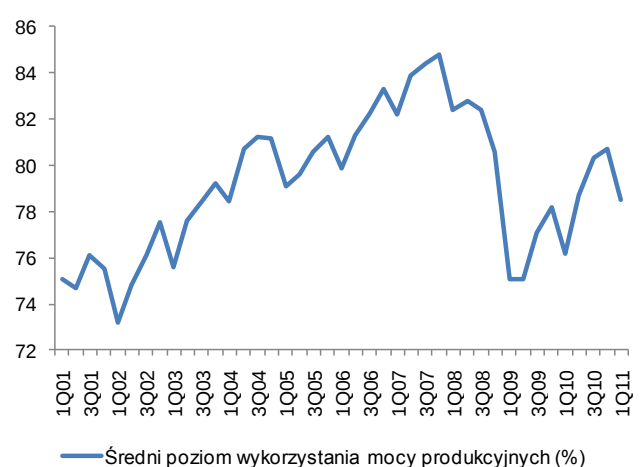
Silny wzrost wspiera żądania płacowe

Wzrost gospodarczy wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie dzięki dynamicznemu wzrostowi popytu krajowego. W 1Q'11 polski PKB wzrósł o 4,4% r/r, przy czym konsumpcja zwiększyła się o 3,9% a w inwestycjach nareszcie odnotowano pewne oznaki ożywienia (6% r/r). Co prawda wzrost nakładów inwestycyjnych w ujęciu rok-do-roku wynikał częściowo z bardzo niskiej bazy odniesienia (na skutek mroźnej zimy 2010), jednak nie bez znaczenia był również wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 7). Jako optymistyczny sygnał można traktować stopniowe przyspieszenie w kredytach inwestycyjnych dla firm, które sugeruje, że odbicie w inwestycjach nie jest krótkotrwałe.

Wykres 6. PL - Wzrost gospodarczy i jego komponenty



Wykres 7. PL - Wykorzystanie mocy produkcyjnych



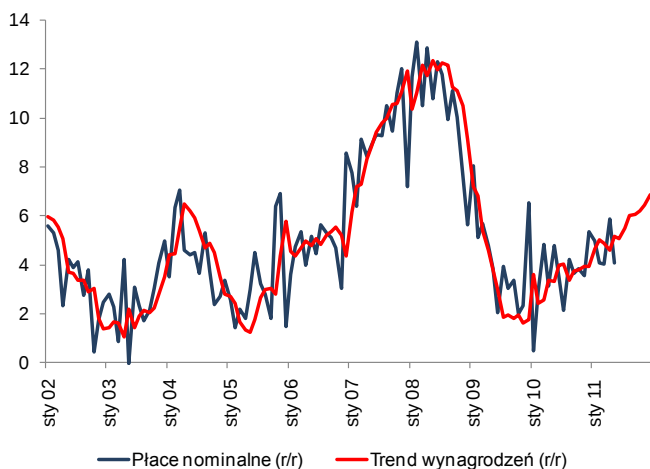
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Tempo wzrostu gospodarczego może nieco wyhamować w drugiej połowie roku dzięki zacieśnieniu polityki fiskalnej oraz spowolnieniu w Niemczech. Mimo to oczekujemy, że w całym roku wzrost PKB wyniesie około 4,2-4,4% r/r, a w przyszłym spowolni do około 3,9%, pozostając wciąż powyżej potencjału dla polskiej gospodarki. Mieszanka dynamicznego wzrostu gospodarczego, wysokiej inflacji, dobrych wyników przedsiębiorstw oraz wykorzystania mocy produkcyjnych przemawia za wyraźnymi podwyżkami wynagrodzeń w dalszej części roku. W naszym scenariuszu zakładamy, że wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszy do 6-7% r/r pod koniec 2011 roku z 3,5% w 2010, osiągając tym samym niezbyt komfortowy poziom z punktu widzenia władz monetarnych.

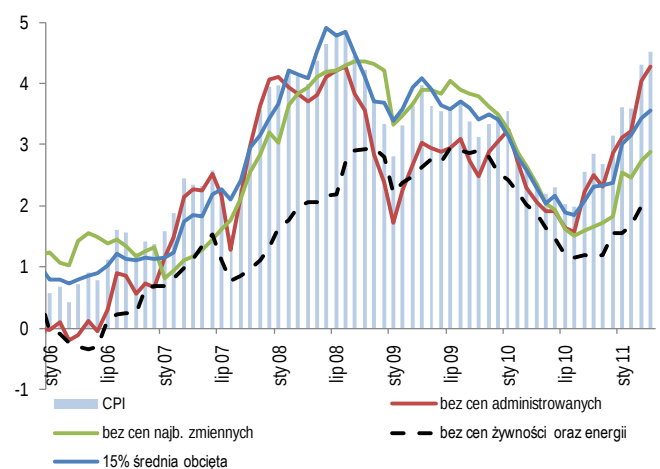
Szybki wzrost przyczynił się do poprawy sytuacji fiskalnej. Dzięki wyższemu wpływom podatkowym i kontroli wydatków deficyt budżetowy sięgnął po pierwszych pięciu miesiącach roku 23,7 mld zł, a więc 59% całorocznego planu. Dla porównania w analogicznym okresie lat 2010 oraz 2009 deficyt sięgnął odpowiednio 61,6% oraz 60,2%. Biorąc to pod uwagę, a także prawdopodobne większe od planowanych wypłaty dywidend ze spółek państwowych, oczekujemy, że deficyt ostatecznie okaże się niższy niż pierwotnie planowane 40,2 mld zł i wyniesie około 30 mld.

Wykres 8. PL-Wzrost płac w przedsiębiorstwach (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy. Uwaga: trend obliczony za pomocą filtru Holta-Wintersa

Wykres 9. PL-CPI oraz wskaźniki inflacji bazowej (% r/r)



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Wiele podwyżek w odpowiedzi na rosnącą inflację

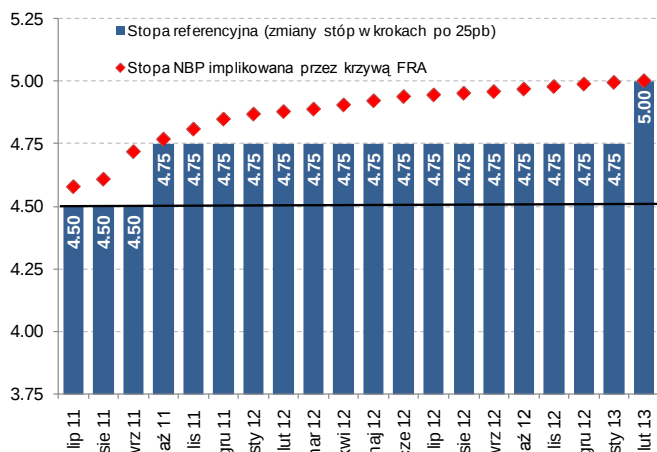
Chociaż polskie władze monetarne zasygnalizowały przerwę w cyklu zacieśnienia monetarnego, naszym zdaniem nie jest to koniec podwyżek stóp w bieżącym roku. W czerwcu RPP podniosła stopy procentowe trzeci miesiąc z rzędu - o 25pb do poziomu 4,5% Rada zasygnalizowała jednocześnie, że dotychczasowe zmiany stóp mogą być wystarczające aby obniżyć inflację do celu, co pomogło ochłodzić rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp. Niemniej publikowane już po posiedzeniu RPP dane o inflacji sugerują, że to stanowisko może zostać zrewidowane przez RPP w dalszej części roku.

Inflacja wzrosła w maju do poziomu 5% r/r i była o około pół punktu wyższa niż oczekiwano. Chociaż wzrost był częściowo związany z

podwyżkami cen żywności, wyraźny wzrost odnotowano również w przypadku inflacji bazowej (m.in. dzięki wzrostowi cen w kategorii „odzież” oraz „zdrowie”). Oczekujemy, że majowy wzrost CPI zostanie częściowo odwrócony w czerwcu, między innymi na skutek głębokich obniżek cen warzyw. Spodziewamy się, że do końca roku inflacja wyhamuje i w grudniu wyniesie około 4,0-4,2% r/r, pozostając powyżej celu RPP na poziomie 2,5%. Co więcej, inflacja bazowa „netto” najprawdopodobniej będzie kształtować się wyraźnie wyżej niż obecnie i pod koniec roku może sięgnąć około 3%.

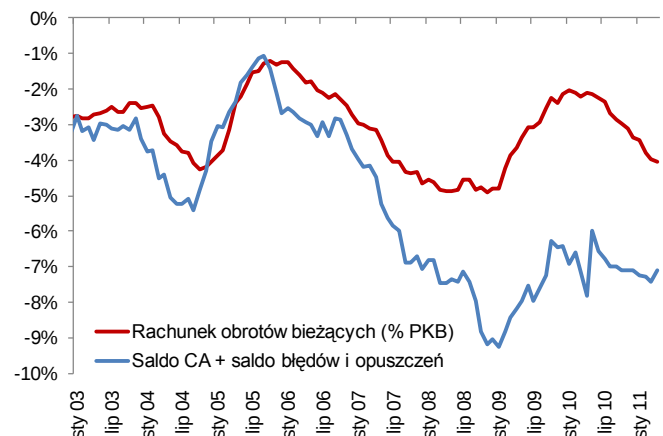
Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że RPP powróci do cyklu podwyżek stóp procentowych pod koniec bieżącego roku. Ze względu na wysoką inflację i spodziewane wzmocnienie dynamiki płac nawet podwyżka w lipcu wydawałaby się odpowiednią strategią. Niemniej ponieważ w swoim ostatnim komunikacie RPP jasno zasygnalizowała przerwę, oczekujemy że kolejna podwyżka o 25 pb nastąpi dopiero w październiku. Spodziewamy się, że po tym ruchu Rada podniesie stopy przynajmniej jeszcze raz o 25pb na początku 2012. Uwzględniając wszystkie czynniki, dostrzegamy jednak ryzyko nieco większej niż obecnie oczekujemy skali zacieśnienia monetarnego.

Wykres 10. PL - Ścieżka stóp procentowych wyceniana przez rynek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 11. PL - Rachunek obrotów bieżących oraz saldo błędów i opuszczeń (% PKB)



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Pogorszenie salda w rachunku bieżącym

Jednym z coraz poważniejszych, choć wciąż ignorowanych zagrożeń, jest przewidywany wzrost deficytu w rachunku bieżącym. Dwunastomiesięczny deficyt sięgnął po kwietniu 4,1% PKB i oczekujemy, że wzrost deficytu handlowego oraz większe płatności dywidend doprowadzą do jego dalszego powiększenia w najbliższych kwartałach. Ponadto, na 29 czerwca NBP zaplanował rewizję danych o bilansie płatniczym, która może doprowadzić do doliczenia części salda błędów i opuszczeń do rachunku bieżącego. Choć wydaje się istnieć konsensus rynkowy zakładający, że na skutek rewizji deficyt w rachunku bieżącym za 2010 rok wzrośnie o około 1% PKB, naszym zdaniem rzeczywista zmiana może być większa – około 1,5% PKB lub wyższa. Biorąc to pod uwagę szacujemy, że w całym 2011 roku deficyt może wynieść przynajmniej około 5,5-6,0% PKB. Z kolei jednocześnie pogorszenie struktury finansowania

deficytu (spadek relacji FDI do CA) może zwiększyć premię za ryzyko związane z utrzymywaniem złotych aktywów.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oczekujemy, że w krótkim okresie złoty może pozostawać pod presją, czemu dodatkowo sprzyjać będzie niechęć RPP do szybkich podwyżek stóp procentowych. Co więcej, zbliżające się wybory parlamentarne mogą zwiększyć premię za ryzyko polityczne w kolejnych miesiącach bieżącego roku, szczególnie jeżeli wzrośnie prawdopodobieństwo utworzenia tróipartyjnej koalicji. W odpowiedzi resort finansów zapewne będzie kontynuował swoją nową politykę interwencji na rynku poprzez sprzedaż euro z funduszy unijnych. Dotychczas skala tych operacji na rynku była ograniczona (szacujemy, że w maju MF wymieniło na rynku około 1-1,7 mld €) jednak wystarczyła aby ograniczyć zmienność krajowej waluty. Niemniej jeżeli deficyt w rachunku bieżącym znacznie się powiększy, a kryzys w strefie euro nasili się, aktywność MF może okazać się niewystarczająca i RPP będzie tym bardziej musiała powrócić do cyklu podwyżek stóp procentowych. Biorąc to pod uwagę, oczekujemy że w horyzoncie najbliższych miesięcy tempo umocnienia złotego będzie bardzo powolne i pod koniec roku EUR/PLN ukształtuje się w granicach 3,9-4,0.

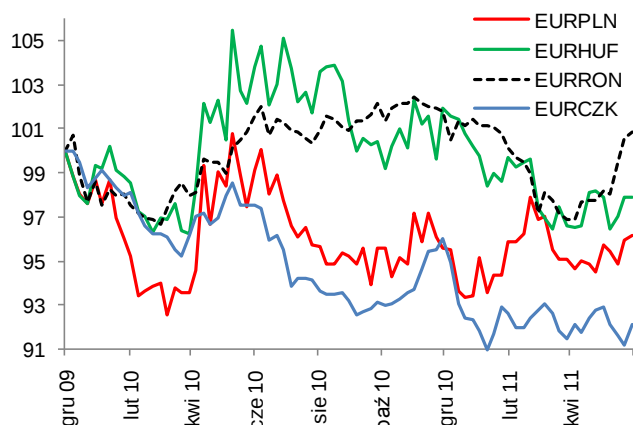
Węgry

- ☐ Przedstawiony przez węgierski rząd program tymczasowego ustalenia kursu walutowego wykorzystywanego do spłat kredytów mieszkaniowych najprawdopodobniej nie spełni pokładanych w nim nadziei. Naszym zdaniem w skrajnym scenariuszu pakiet ten może nawet zwiększyć zagrożenie dla stabilności finansowej.
- ☐ Gospodarka pozostaje na ścieżce powolnego ożywienia, przede wszystkim dzięki silnemu popytowi zagranicznemu. W całym 2011 roku wzrost PKB może sięgnąć 3%, podczas gdy inflacja najprawdopodobniej utrzyma się powyżej celu RPP.
- ☐ Oczekujemy, że przynajmniej do końca roku stopy procentowe węgierskiego banku centralnego pozostaną na niezmiennym poziomie.

Problem kredytów walutowych bez rozwiązania

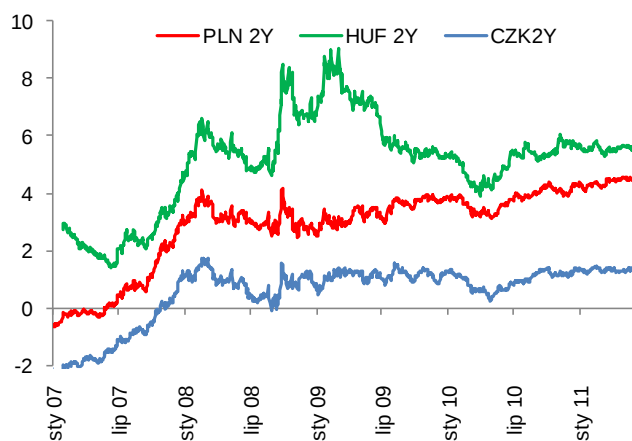
W maju węgierski rząd przedstawił długo wyczekiwany plan, który miał za zadanie zmniejszyć zagrożenia związane z zadłużeniem gospodarstw domowych w walutach obcych. Biorąc pod uwagę znaczną skalę zadłużenia we franku oraz euro, zmiany kursu walutowego mogą bowiem wpływać na wielkość kredytów zagrożonych i powodować zagrożenie stabilności finansowej. W swoim pakiecie rząd zaproponował ustalenie kursu wykorzystywanego do spłat kredytów mieszkaniowych na poziomie CHF/HUF 180, a więc poniżej kursu rynkowego (około CHF/HUF 225). Różnica w płatnościach ma być zapisywana na specjalnym koncie kredytowym (w forintach) i będzie musiała być uregulowana przez dłużników po wygaśnięciu okresu karencji w 2014 roku. Innymi słowy, rządowy pakiet oznacza w praktyce powolną konwersję części zadłużenia walutowego na kredyt w walucie krajowej.

Wykres 12. Kursy walutowe (grudzień 2009=100)



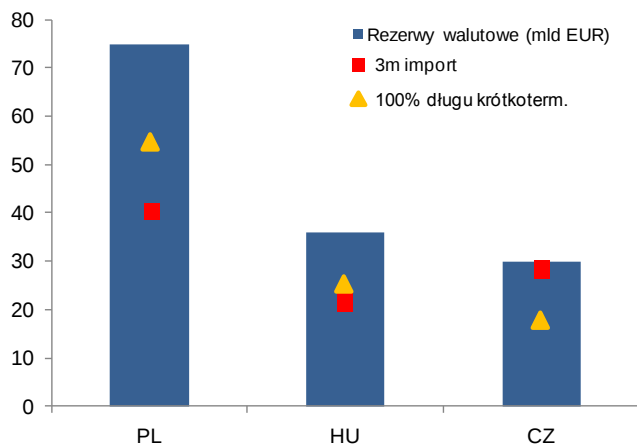
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



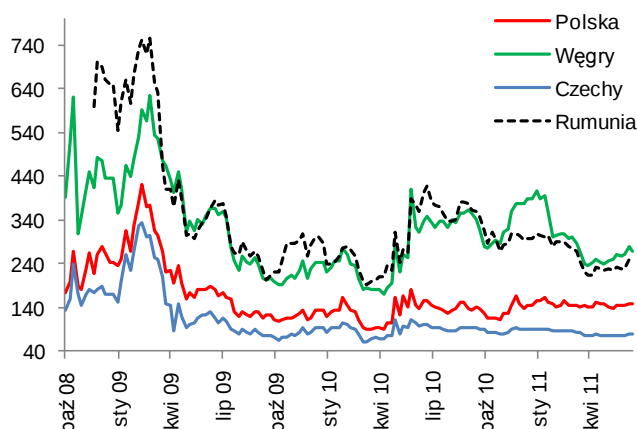
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Miary adekwatności poziomu rezerw walutowych



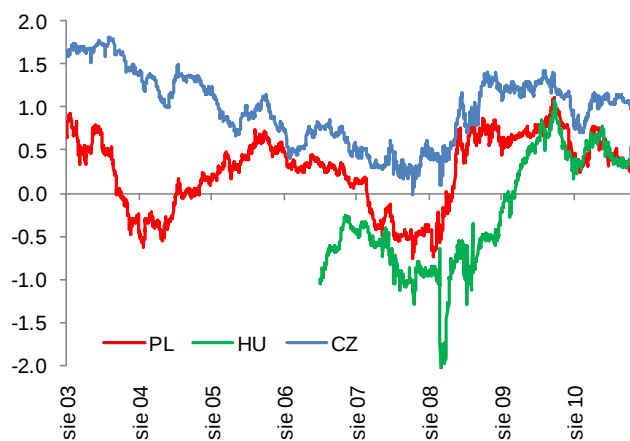
Źródło: NBP, NBH, CNB, Citi Handlowy

Wykres 13. Stawki CDS (5-letnie)



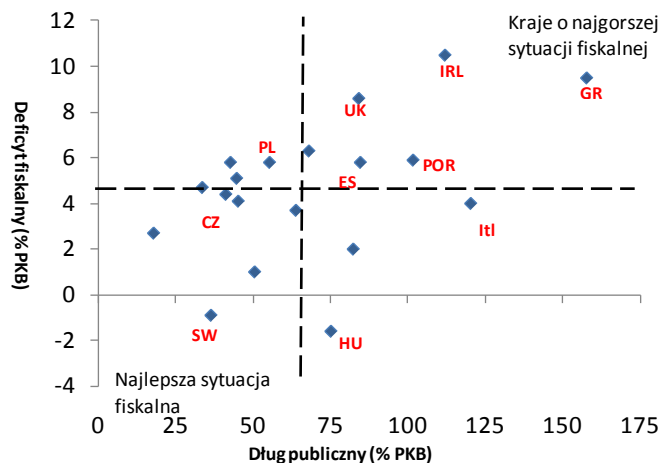
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

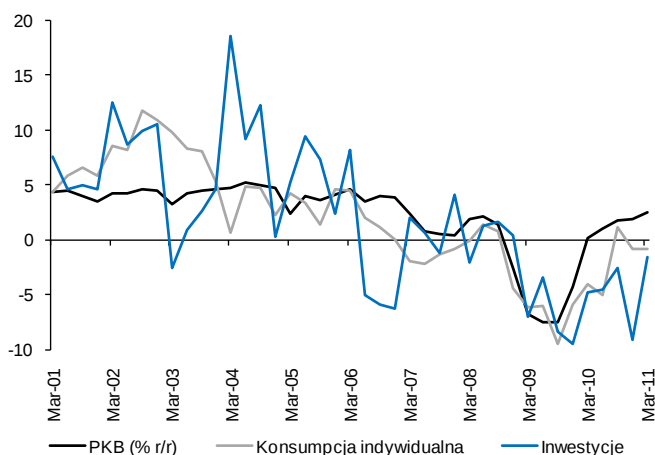
Wykres 17. Deficyt oraz dług sektora rządowego i samorządowego (% PKB)



Źródło: Prognozy Komisji Europejskiej, Citi Handlowy

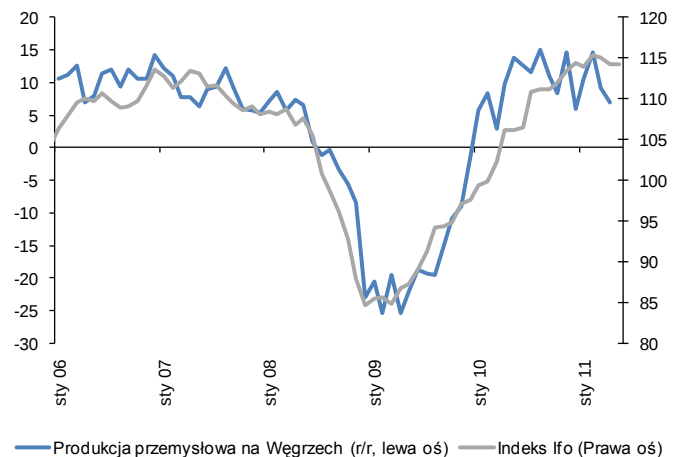
Naszym zdaniem rządowy pakiet nie stanowi rozwiązania dla istniejących problemów, lecz po prostu oddala w czasie moment wzrostu odsetka kredytów zagrożonych. Po pierwsze, wpływ proponowanych zmian na dynamikę konsumpcji (a przez to również na PKB) będzie znikomy i zapewne nie przekroczy 0,1%. Po drugie, miesięczne raty odsetkowe ostatecznie wzrosną o około 30% w stosunku do poziomu sprzed „odmrożenia” kursu walutowego. Oznacza to, że rządowy program nie tylko nie zmniejszy negatywnego wpływu zadłużenia gospodarstw domowych na stabilność finansową, lecz w skrajnym scenariuszu może nawet go zwiększyć.

Wykres 18. HU - Wzrost PKB na Węgrzech (% r/r)



Źródło: HCSO, Citi Handlowy

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



Źródło: HCSO, Citi Handlowy

Możliwy wzrost PKB o około 3% w 2011 roku

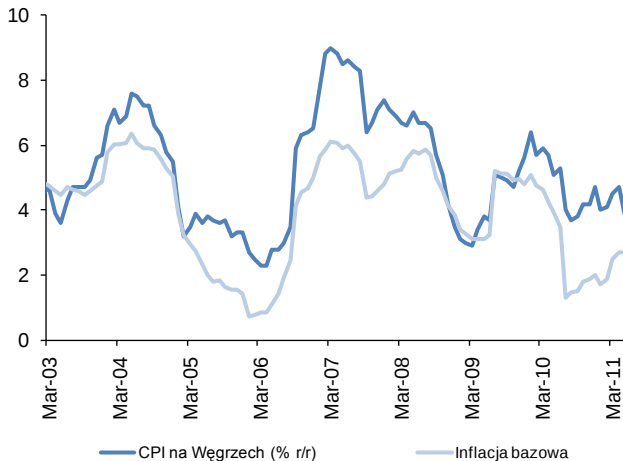
Gospodarka węgierska pozostaje na ścieżce powolnego ożywienia, a wzrost PKB sięgnął 2,5% r/r w 1Q'11, głównie za sprawą silnego popytu zewnętrznego. Popyt krajowy przyspieszył do 1,4% r/r z 0,3% w 4Q, a tempo spadku inwestycji oraz konsumpcji nieco wyhamowało. Pomimo wcześniejszych obniżek podatku PIT skala ożywienia w konsumpcji jest wciąż rozczarowująca, choć oczekujemy zmiany tej sytuacji pod koniec roku, po wypłacie gospodarstwom domowym transferów z funduszy emerytalnych (około 1% PKB). Biorąc to od uwagę prognozujemy, że wzrost gospodarczy w 2011 roku wyniesie około 3% i może nieco przyspieszyć w 2012. Najpoważniejszym zagrożeniem dla tego scenariusza jest możliwość spowolnienia w strefie euro, a w szczególności w Niemczech. W naszych prognozach zakładamy bowiem, że Węgry będą wyraźnie korzystały z dynamicznego (choć wyhamowującego) wzrostu w Niemczech. Z tego względu głębsze spowolnienie w strefie euro mogłoby odbić się negatywnie na naszych prognozach.

Na razie bez podwyżek stóp

Po wyraźnym wzroście w poprzednich miesiącach, w maju inflacja na Węgrzech pozytywnie zaskoczyła i obniżyła się do 3,9% r/r. Słabsza od oczekiwań okazała się dynamika cen żywności, a także presja cenowa w kategoriach związanych z konsumpcyjnymi dobrami trwałego użytku. Jest to efekt wciąż bardzo słabego popytu konsumpcyjnego oraz wzrostu gospodarczego poniżej potencjału. Majowe dane sugerują, że w kolejnych

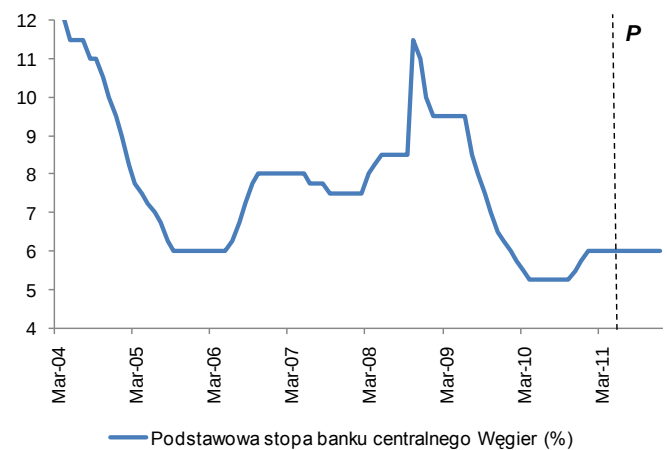
miesiącach inflacja zapewne będzie kształtować się na niższym poziomie niż dotychczas oczekiwano, ale wyższym od celu banku centralnego.

Wykres 20. HU - Wskaźnik CPI oraz inflacja bazowa (r/r)



Źródło: HCSO, Citi Handlowy

Wykres 21. HU – Stopa banku centralnego



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Chociaż inflacja na Węgrzech utrzyma się powyżej celu banku centralnego, RPP najprawdopodobniej do końca roku pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Ostatnie komentarze przedstawicieli władz monetarnych wskazują, że RPP jest w trybie wyczekiwania i wierzy, że inflacja może spaść do celu 3% pod koniec 2012 roku nawet bez dodatkowego zacieśnienia polityki monetarnej. Ten pogląd jest oparty na założeniu, że bieżący wysoki poziom inflacji CPI to w dużym stopniu efekt czynników pozostających poza kontrolą banku centralnego (m.in. wzrost cen surowców oraz podwyżki podatków). Według RPP wygaśnięcie tych czynników pozwoli inflacji spaść do 3%. Biorąc pod uwagę to, że nowi członkowie Rady, dysponujący większością głosów, reprezentują również bardziej gołębi punkt widzenia niż członkowie RPP z dłuższym stażem, w najbliższych miesiącach spodziewamy się podtrzymania relatywnie łagodnej retoryki władz monetarnych.

Oczekujemy słabszego forinta

Wzrost stop procentowych w pozostałych krajach regionu oraz w strefie euro doprowadzi do zawężenia spreadu wobec węgierskich stóp. Oczekujemy, że ten czynnik oraz potencjalny wzrost awersji do ryzyka mogą doprowadzić do umiarkowanego osłabienia forinta. W ostatnich miesiącach forint był wspierany przez poprawę bilansu handlowego oraz planowane zacieśnienie fiskalne. Niemniej ponieważ te czynniki zostały już wliczone w ceny, ich dalszy wpływ na forinta w kolejnych miesiącach będzie znikomy.

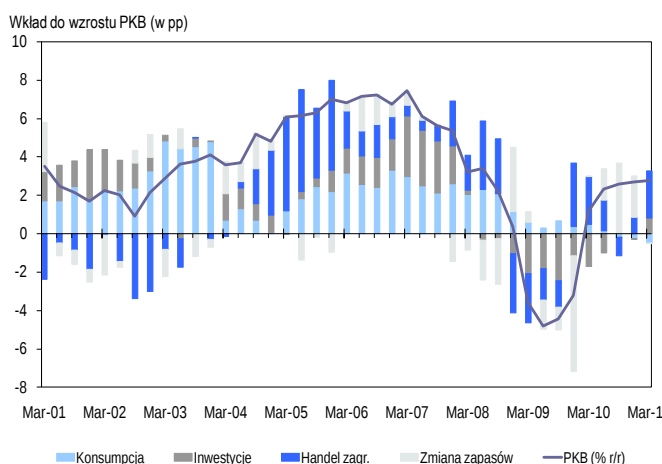
Czechy

- Po tym jak dane o wzroście gospodarczym w 1Q zaskoczyły w górę (dynamika PKB wyniosła 0,9% kw/kw, wobec wstępnego szacunku na poziomie 0,6%) zdecydowaliśmy się nieznacznie zrewidować prognozę PKB na 2011 r. w górę do 2,2%, obniżając prognozę na rok 2012 do 2,6%. Jednak, wciąż dostrzegamy ryzyko w dół dla wzrostu gospodarczego.
- Zauważamy argumenty przemawiające za rozpoczęciem zacieśnienia polityki pieniężnej w 2Q'11 r., a więc o kwartał wcześniej niż prognozuje CNB i niż wycenia rynek FRA, ale niepewność panująca na świecie wspiera gołębi ton CNB.

Prognoza PKB na 2011 rok w górę, a na 2012 r. w dół

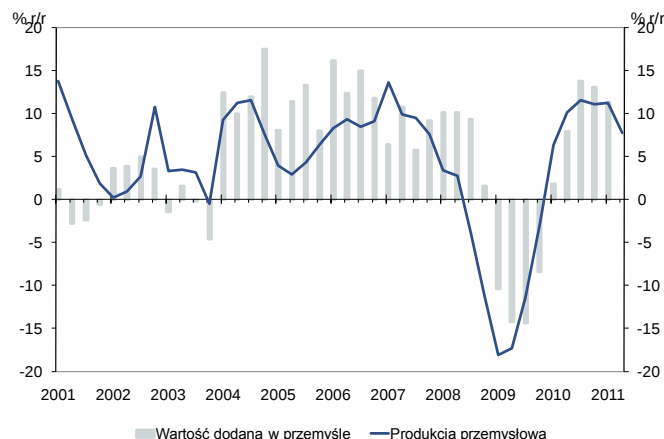
Dynamika PKB wyniosła w 1Q'11 2,8% r/r, co sugerowało ryzyko odchylenia w górę dla naszej poprzedniej prognozy dynamiki PKB w 2011 r. na poziomie 2% (oraz powyżej oczekiwań CNB na poziomie 1,5% r/r). W związku z tym zrewidowaliśmy w górę naszą prognozę PKB na 2011 rok do 2,2%, choć jednocześnie obniżyliśmy prognozę na 2012 r. do poziomu 2,6% (z 2,8% przed korektą). Podtrzymujemy naszą opinię, że silniejsze od wcześniejszych założeń ożywienie gospodarcze w Niemczech jest korzystne dla czeskiego wzrostu, choć jednocześnie zacieśnienie polityki fiskalnej zapewne będzie miało negatywny wpływ na dynamikę PKB. Głównym zagrożeniem dla naszej prognozy na 2012 rok byłby silniejszy wpływ zaaprobowanych podwyżek VAT w styczniu 2012 (o 4% punkty proc.), co mogłoby mieć negatywny wpływ na realne dochody do dyspozycji.

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.

Czeska gospodarka wciąż korzysta z powiązań gospodarczych z Niemcami. Produkcja przemysłowa wzrosła w kwietniu o 0,3% m/m, co tylko nieznacznie znosi efekt spadku produkcji o 0,9% w marcu. Aktywność w sektorze przemysłowym jest wciąż napędzana przez eksport oraz sektor motoryzacyjny, podczas gdy popyt krajowy wciąż pozostaje stosunkowo słaby. Prognozy Citi dla produkcji przemysłowej strefy euro (4,8% r/r w

2011 r.) oznaczają, że dynamika produkcji przemysłowej w Czechach może wynieść około 8,3% r/r. Spadek PMI wskazuje na spowolnienie produkcji przemysłowej w 2Q'11, co jest zgodne z naszymi prognozami. Spodziewamy się dalszego spadku dynamiki produkcji do 6,8% r/r w II połowie 2011, odzwierciedlającego między innymi efekt wysokiej bazy. Oczekujemy jednocześnie słabszej dynamiki PKB w najbliższych kwartałach (0,3% kw/kw w II kw.- IV kw. 2011 po 0,9% w I kw. 2011).

Kolejna pozytywna niespodzianka z rynku pracy

Podtrzymujemy naszą prognozę stopniowo spadku sezonowo wyrównanej stopy bezrobocia do 8% w 2012 r. W maju stopa bezrobocia była zgodna z rynkowym konsensusem i naszą prognozą i spadła do 8,2% z 8,6% w kwietniu. To odzwierciedla efekty sezonowe, natomiast stopa bezrobocia skorygowana o efekty sezonowe pozostała niezmieniona na poziomie 8,8% w maju podczas gdy oczekiwania dotyczące zatrudnienia poprawiły się w maju po pogorszeniu w marcu-kwietniu. W pierwszym kwartale realne płace wzrosły o 0,4% r/r po spadku o 1,5% w ostatnim kwartale 2010. Fundusz płac wzrósł o 2,2% r/r w 1Q'10 i był wsparty przez nieznaczny wzrost zatrudnienia (0,1%). Oczekujemy dalszego wzrostu zatrudnienia, co pomoże ograniczyć negatywny efekt zacieśnienia fiskalnego na PKB.

CPI prawdopodobnie powyżej prognozy

Chociaż kolejny odczyt inflacji powyżej prognozy CNB byłby argumentem w rękach jastrzębich członków RPP, sytuacja w Grecji powinna częściowo równoważyć te argumenty. W maju wskaźnik CPI zaskoczył w górę i wzrósł do 2% z 1,6% w kwietniu (wobec prognozy CNB na poziomie 1,7%). Głównymi czynnikami, które przyczyniły się do tak dużego wzrostu inflacji były znaczne podwyżki cen żywności (opóźnione wobec cen światowych). Obecnie oczekujemy wzrostu CPI o 0,1% m/m w czerwcu za sprawą podwyżek cen gazu przy założeniu spadku cen żywności. To prowadziłoby do przyspieszenia inflacji do 2,1% r/r w czerwcu, a więc wciąż powyżej prognozy CNB (1,7%).

Luźna polityka pieniężna

Stopniowe ożywienie gospodarcze prawdopodobnie ograniczy spadek inflacji bazowej – najlepszego indeksu wskazującego kierunek polityki monetarnej. W maju inflacja bazowa przewyższyła prognozy banku centralnego (-0,8% r/r wobec -0,9% r/r). Ponadto indeks CPI za maj przekroczył prognozę CNB (spodziewamy się podobnej sytuacji w czerwcu). Płace za 1Q'11 oraz dynamika PKB również były powyżej oczekiwań rynku. Biorąc to pod uwagę, bank centralny pozostawił stopy bez zmian w czerwcu, jednak spodziewamy się ich wzrostu o 25pb do poziomu 1% w 3Q'11, o ile EBC utrzyma swój jastrzębi ton a korona osłabi się z obecnym poziomów. Niemniej w krótkim horyzoncie powyższe zagrożenia inflacyjne mogą zostać częściowo zrekomensowane przez niepewność dotyczącą obecnej sytuacji fiskalnej w strefie euro.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 5. 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	7.7	-	
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	2.6	-	
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	8.1	-	
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	-	
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	-	
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	-	
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	-	
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	-	
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	-	
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	6.5	-	
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	-0.2	-	
Łące - 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	-	
Przepływy zagraniczne														
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-920	-1,299	-1,356	-1,065	-1,216	-2,233	-1,820	-1,334	-806	-1,376	-959	-	-	
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-2.3	-2.4	-2.7	-2.8	-3.0	-3.1	-3.4	-3.4	-3.8	-4.0	-4.1	-	-	
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	-356	-576	-777	-228	-422	-1163	-1073	-67	-331	-715	-719	-	-	
Eksport f.o.b. (mln EUR)	10,677	10,162	9,758	11,311	11,477	10,804	9,700	10,279	10,609	11,122	11,275	-	-	
Eksport (% r/r)	26.7	19.0	25.0	18.5	18.8	16.3	18.2	20.9	13.9	4.7	11.7	-	-	
Import f.o.b. (mln EUR)	11,033	10,738	10,535	11,539	11,899	11,967	10,773	10,346	10,940	11,837	11,994	-	-	
Import (% r/r)	26.5	20.0	27.7	21.3	19.4	25.2	24.6	20.1	15.5	7.2	16.2	-	-	
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	-	-	
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	-	-	
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	-	-	
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	-	-	
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	-	-	
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	4.53	-	
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	4.76	-	
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	-	
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	5.01	-	
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	5.60	-	
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	3.99	-	
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	2.78	-	
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	-	
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	-	
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	-	

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	538	617
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	983	1060	1175	1273	1344	1413	1524	1628
PKB per capita (USD)	7970	8970	11168	13982	11332	12282	14116	16218
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	3,9
Inwestycje (% r/r)	6,5	14,9	17,6	9,6	-1,1	-2,0	8,6	7,7
Konsumpcja (% r/r)	2,7	5,2	4,7	6,1	2,0	3,3	3,2	3,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,1	5,0	5,0	5,7	2,1	3,2	3,6	3,9
Eksport (% r/r)	8,0	14,6	9,1	7,1	-6,8	10,2	7,1	8,0
Import (% r/r)	4,7	17,3	10,9	8,0	-12,4	10,7	7,8	10,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,5	1,4	4,0	3,3	3,5	3,2	4,1	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	2,1	1,1	2,5	4,5	3,5	2,7	4,4	2,9
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	6,15	5,85
USD/PLN (Koniec okresu)	3,26	2,90	2,45	3,00	2,87	2,96	2,79	2,61
USD/PLN (Średnia)	3,23	3,10	2,76	2,39	3,11	3,01	2,83	2,64
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,86	3,83	3,58	4,17	4,11	3,96	3,93	3,72
EUR/PLN (Średnia)	4,03	3,89	3,78	3,52	4,33	3,99	3,98	3,81
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3,7	-9,4	-20,3	-25,5	-9,7	-15,4	-31,1	-35,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,2	-2,7	-4,7	-4,8	-2,2	-3,3	-5,8	-5,7
Saldo handlu zagranicznego	-2,8	-7,0	-17,1	-26,0	-4,3	-8,4	-18,1	-22,6
Eksport	96,5	117,4	145,3	178,7	142,1	162,0	195,0	232,2
Import	99,2	124,5	162,4	204,7	146,4	170,4	213,1	254,9
Saldo usług	0,7	0,7	4,8	5,0	4,8	4,1	3,4	5,6
Saldo dochodów	-6,7	-9,7	-16,4	-12,8	-16,6	-17,2	-23,3	-26,9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	7,0	10,7	18,0	10,3	8,8	5,2	9,0	14,0
Rezerwy międzynarodowe	42,2	48,2	54,6	57,2	69,7	90,0	106,0	118,0
Amortyzacja	30,1	23,5	30,2	32,4	24,6	35,9	37,0	37,3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,6	-1,9	-3,6	-7,2	-7,9	-5,6	-4,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,3	-1,0	0,4	-1,4	-4,6	-5,2	-2,8	-1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	47,5	47,8	44,9	46,9	49,8	53,0	51,4	50,7
Dług krajowy	34,5	35,6	34,3	34,8	36,8	39,6	38,2	38,1

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	4,2	3,9	3,7	3,4	3,4
Inflacja CPI (% średnia)	2,7	4,4	2,9	2,6	2,5	2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,3	-5,8	-5,7	-5,3	-5,5	-5,3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	4,75	5,00	5,00	5,00	4,50
USD/PLN (Koniec okresu)	2,96	2,79	2,61	2,60	2,59	2,58
USD/PLN (Średnia)	3,01	2,83	2,64	2,61	2,60	2,58
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,96	3,93	3,72	3,58	3,55	3,52
EUR/PLN (Średnia)	3,99	3,98	3,81	3,61	3,56	3,53

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 jakiegokolwiek 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.
