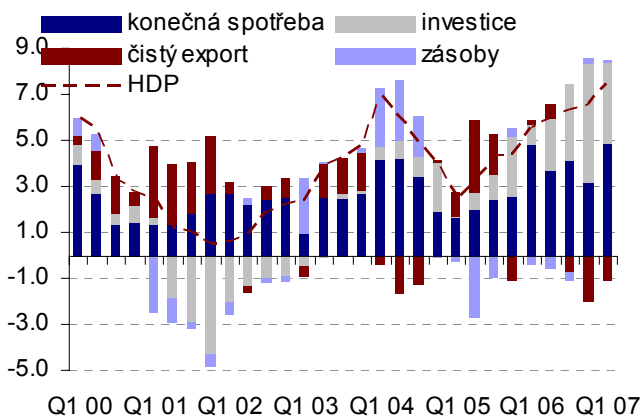


Quo vadis Polsko?

Polská ekonomika si užívá oživení

Po dočasném zpomalení na začátku roku 2005 se polská ekonomika vzchopila a prakticky nepřetržitě urychluje tempo své expanze. Za minulý rok vzrostla v reálném vyjádření o slušných 6,1%, což je nejsilnější číslo za téměř desetiletí. Ekonomika se tak podle našeho odhadu přiblížila svému neinflačnímu potenciálu a momentálně se pohybuje nad ním. Pomocnou ruku podala zejména silící domácí poptávka. Tu podporuje jednak vyšší spotřeba domácností, ale také investice. Naopak, čistý vývoz působil poslední tři kvartály jako brzda. Tyto základní tendence budou zachovány i letos a v nejbližších letech. Investice po letošním zrychlení mírně zpomalí, pořád však budou růst dvouciferným tempem, zatím co spotřeba domácností se bude zvyšovat o 5,5-6,0% ročně. Export jemně zmírní svou dynamiku pokud dojde k ochlazení ekonomické aktivity v EU, silnější domácí poptávka si naopak vybere daň v podobě zvýšených dovozů. Jinými slovy, čistý export bude nadále ekonomiku zpomalovat.

Struktura reálného ekonomického růstu



Zdroj: GUS, ČS

Silná poptávka, vysoké využití kapacit a eurofondy budou podporovat investice

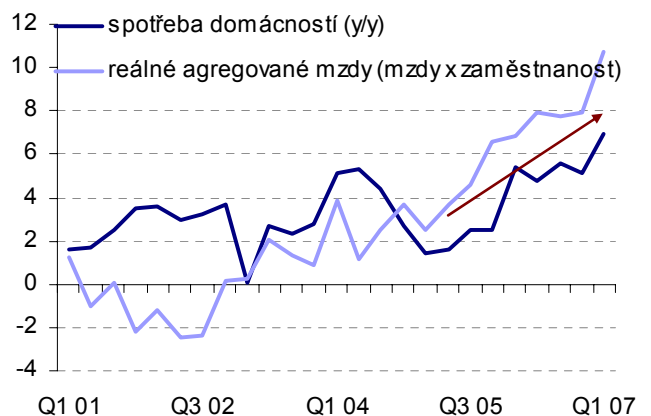
Je pravda, že v prvním kvartálu dynamiku agregátních investic nafoukl efekt teplého počasí, který stejně jak v okolních zemích podpořil aktivitu v rámci stavebnictví. Investiční aktivita však oživuje napříč vícerymi sektory ekonomiky, nejde jenom o stavebnictví. Lze předpokládat, že silný (i když o něco pomalejší) růst investic se udrží i v následujících letech. Podle průzkumů centrální banky se využití kapacit podniků pohybuje blízko historických maxim, což spolu s příznivými vyhlídkami na sílu domácí poptávky bude podporovat růst kapitálových

výdajů. Investice bude podporovat i příliv prostředků z evropských fondů. Letos by se využití strukturálních a kohezních fondů mělo zvýšit nejméně o polovinu (centrální banka předpokládá 3,5 mld. EUR což je přibližně 1,1% HDP). V letech 2008 a 2009 se pak objem využitých prostředků dle odhadů centrální banky dále zvýší o 26% resp. 11% meziročně. Disciplínu při čerpání fondů na výstavbu infrastruktury podpoří i skutečnost, že Polsko je spoluorganizátorem fotbalového mistrovství Evropy v roce 2012 (tedy bude nuceno realizovat potřebné investice do infrastruktury a stadionů).

Kupní síla domácností se zvětšuje

Pozitivní vyhlídky panují i ve spotřebitelském sektoru. Spotřeba domácností letos dále urychlí a dynamický růst si udrží i v příštích letech. Peněženky domácností se naplňují nejen kvůli vyšším mzdám, ale také proto, že díky šlapající ekonomice pracuje více lidí. Zaměstnanost se v prvním kvartálu zvýšila meziročně o 5,3%, zatím co její zrcadlo nezaměstnanost poklesla na úroveň 11,3%, což je nejméně od konce roku 1998. K růstu spotřeby přispívá také nezanedbatelná část Poláků pracujících v zahraničí. Objem prostředků, které za minulý rok poslali domů, se zvýšil o 17% a dosáhl 13,5 mld. PLN, což se rovná 1,3% z HDP. Tenhle kanál bude podporovat spotřebu i v nejbližších letech. Disponibilní příjmy domácností zvýší i čerstvě schválené snížení odvodového zatížení – o 3 procentní body letos a 2 procentní body v roce 2008 (plus o další dva body se sníží odvody zaměstnavatelů). V roce 2009 se navíc plánuje sjednocení daní z příjmu fyzických osob na 18% a 32% (ze stávajících 19%, 30% a 40%). Všechna tato opatření by měla zatraktivnit trh práce a podpořit tvorbu pracovních míst. Domníváme se však, že zaměstnavatelé o zmíněný pokles odvodů alespoň částečně upraví růst mezd, jejichž dynamika by se tak měla utlumit.

Spotřeba domácností roste

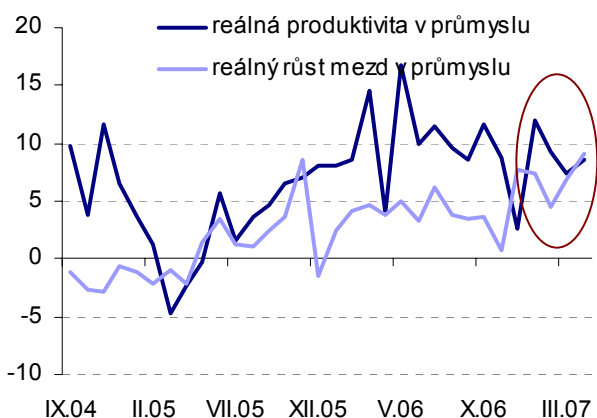


Zdroj: GUS, ČS

Bující domácí poptávka bude generovat inflační tlaky

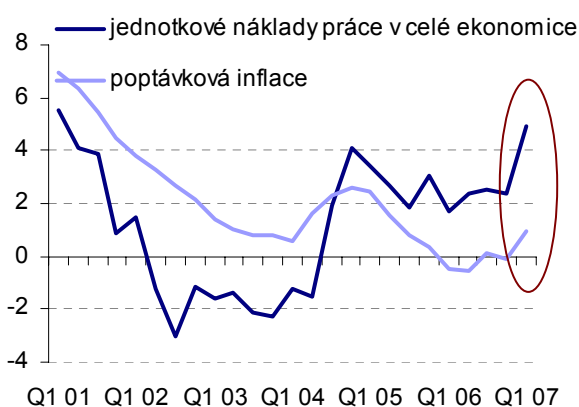
Dynamika spotřebitelských cen od začátku letošního roku urychlila a inflace se tak propracovala do blízkosti cíle centrální banky (2,5%). I když krátké mrazy způsobily letos zemědělcům nepolechu, meziroční růst cen potravin by se měl postupně stabilizovat a zmírnit (v loňském roce sklizeň negativně ovlivnilo suché počasí, čímž se vytvořila vysoká srovnávací báze pro ceny potravin). Vývoj této kategorie, která má v polském spotřebním koši významnou váhu (26%) je však těžko předpověditelný a může být zdrojem volatility oběma směry. Růst cen paliv a některých služeb (internet) v létě zpomalil v důsledku bazických efektů. Ceny obchodovatelných statků drží na uzdě kurzovní vývoj. I když zlotý toho zdánlivě od začátku roku moc nepředvedl, pořád je o šest procent silnější než ve stejném období minulého roku a podle našich očekávání bude posilovat i v příštích letech. Achilovkou je poptávková inflace. Rozšiřující se kladná produkční mezera bude tlačit poptávkovou inflaci vzhůru. I když v průmyslu je růst mezd pořád kompenzovaný vyšší produktivitou, neplatí to o ekonomice jako celku, kde data z prvního kvartálu ukázala na meziroční růst jednotkových nákladů práce o téměř 5%.

Produktivita vs. mzdy v průmyslu



Zdroj: GUS, ČS

Jednotkové náklady práce v ekonomice

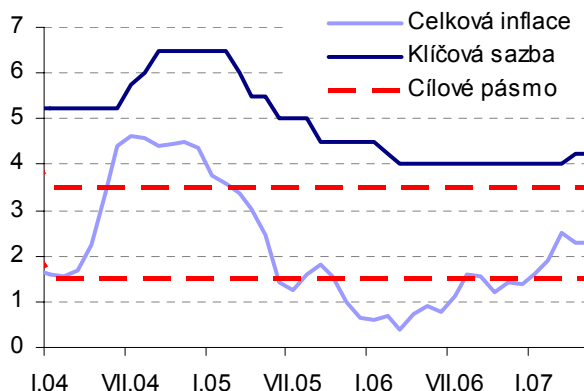


Zdroj: GUS, ČS

Centrální banka bude měnovou politiku v nejbližších dvou letech utahovat

Polská centrální banka po vstupu do EU kapánek zpanikařila a klíčové sazby vyhnala až na úroveň 6,5%, čímž zesílila následný prudký pokles inflace, která se tak na začátku loňského roku pohybovala hluboko pod inflačním cílem a dokonce i dolní hranou tolerančního pásma (kolem úrovně 0,5%). Domníváme se však, že období kdy si mohlo Polsko libovat v ideální kombinaci silného ekonomického růstu a nízké inflace je za námi, a dubnové zvýšení sazeb o 25 bodů je jenom prvním krokem z cesty série hiků. Hlavním důvodem je skutečnost, že ekonomika se po pobytu v záporné produkční mezeře dostala nad svůj potenciál a dále se od něho vzdaluje. Spotřeba domácností dynamicky roste. Využití kapacit v průmyslu a podnikovém sektoru je poblíž historických maxim, procento lidí bez práce na několikaletých minimech. Je tudíž pravděpodobné, že když podniky budou díky pozitivním vyhlídkám ekonomiky chtít více investovat a vyrábět, nebude to už bez dopadu na mzdy a cenovou hladinu. Proto bude centrální banka nucena sazby postupně posunout k neutrální úrovni (která je kolem 5%) a jít dokonce mírně nad ní. V příštím roce se tak klíčová sazba dostane na úroveň 5% a v roce 2009 bude cyklus utahování měnové politiky kulminovat při 5,75%. Co se týče načasování, po podrobnější analýze dat zveřejněných za poslední měsíc (vyšší než očekávaný růst poptávkou tažených složek v inflaci, zvýšení jednotkových nákladů práce v prvním kvartálu, urychlení spotřeby domácností) jsme předsunuli jeden hike z roku 2008 do letošního roku. Co se týče načasování, trh je rozdělený v rozmezí červenec-říjen. My lehce preferujeme říjen kvůli tomu, že inflační očekávání jsou v Polsku úzce spjatá s aktuální úrovní inflace. Z komunikačního hlediska bude proto snadnější zvýšit sazby v říjnu s novou inflační prognózou a v období kdy bude inflace růst než v létě, kdy bude klesat. Je však také možné, že poslední čísla o vývoji mezd centrální banku vystraší a přistoupí již k dřívější změně. Důležité je sledovat výroky „neutrálních“ členů bankovní rady (profesor Slawinski, Owsiak, Czekaaj a Wojtyna), kteří jsou důležitým lakmusovým papírkem pro to, jestli názory v radě zůstávají rozpolčené, nebo konvergují spíše k dřívějšímu zvýšení sazeb.

Vývoj klíčové sazby



Zdroj: GUS, NBP, ČS

Zlotý si udrží trend posilování

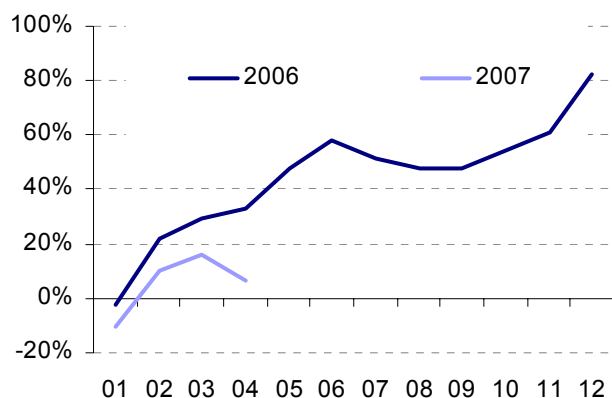
Jedním ze klíčových vstupů, které budou ovlivňovat polské aktiva je vývoj na hlavních trzích a ochota podstupovat riziko. Jelikož na výhled pro Eurozónu a USA panují rozdílné názory a budoucnost je opředená větší nejistotou než obvykle, je možné, že do konce roku se ještě v závislosti od příchozích dat dočkáme zvýšené volatility. Náš základní scénář však počítá s hladkým přistáním americké ekonomiky, snížením klíčových sazeb v USA letos o 75 bodů, omezený prostor pro další zvýšení sazeb v Eurozóně a pokles na dlouhých výnosech na obou trzích. To by mělo být pro rozvíjející se trhy včetně Polska pozitivní. Pozornost investorů se tak postupně přesune i na domácí (polské) fundamenty. Ve prospěch střednědobého posilování zlotého mluví očekávané přibližování cenových hladin, které bude částečně probíhat právě přes kurzovní kanál. Dalším faktorem bude slušný ekonomický růst a diferenciál růstu produktivity vůči Eurozóně. Tempo posilování však přibrdí postupné rozšiřování se deficitu na běžném účtu (pod tíhou zhoršující se obchodní bilance) a v roce 2009 můžou vyvolat zvýšenou nervozitu parlamentní volby. Podstatním rizikem je také možnost vzniku větší roztržky ve vládní koalici, která jednotou rozhodně neoplývá.

Výnosová křivka ještě sníží svoji strmost

Jak už bylo řečeno v odseku o měnové politice, předpovídáme, že centrální banka zvýší klíčové sazby do konce roku 2008 o 75 bodů a v roce 2009 o dalších 75 bodů. Výnosy dluhopisů by tak měli nastoupit cestu růstu, přičemž očekávání o utahování měnové politiky ovlivní zejména krátký konec. Dopad na střední splatnosti a dlouhý konec bude mírnější, jelikož

střednědobý výhled ekonomiky se nezhorší tak, aby investoři byli nuceni požadovat výrazně vyšší rizikovou prémii a u výnosů v Eurozóně čekáme postupný pokles. Letos je navíc vývoj rozpočtu velice příznivý a i po implementaci nižšího odvodového zatížení od července by měl skončit pod původním cílem. Nižší než plánovaný rozpočtový deficit povede k nižší emisi dluhopisů.

Procentní plnění celoročního rozpočtového schodku



Zdroj: Bloomberg, CS

	2005	2006	2007p	2008p	2009p
reální HDP (% y/y)	3.6	6.1	6.2	5.6	6.1
spotřeba domácností (% y/y)	2.0	5.2	6.2	5.6	6.0
investice (% y/y)	6.5	16.5	17.5	13.2	15.4
CPI inflace (% y/y, konec období)	0.7	1.4	2.5	2.6	2.8
CPI inflace (% y/y, průměr)	2.1	1	2.3	2.4	2.7
běžný účet (% HDP)	-1.7	-2.3	-2.6	-3.0	-3.9
nezaměstnanost (% , konec období)	17.6	14.9	12.2	9.8	8.4
veřejné finance * (ESA 95, % HDP)	-4.3	-3.9	-3.4	-3.4	-3.5
klíčová sazba (% , konec období)	4.5	4	4.5	5	5.75
klíčová sazba (% , průměr)	5.3	4.1	4.2	4.9	5.5
PLN/EUR (konec období)	3.86	3.83	3.75	3.65	3.60
PLN/EUR (průměr)	4.03	3.90	3.77	3.68	3.64
10Y dluhopis (% ,konec období)	5.1	5.2	5.2	5.6	5.7
10Y dluhopis (% , průměr)	5.2	5.2	5.3	5.4	5.6

* včetně nákladů na důchodovou reformu, které přidají přibližně 2.0 procentní body v letech 2007-2009

Zdroj: GUS, NBP, Eurostat, Bloomberg, ČS