

Ciklus pooštavanja monetarne politike u regionu CIE

Ciklus pooštavanja monetarne politike je u punom jeku širom CIE. S obzirom na to da je inflacija znatno iznad ciljanog nivoa u celom regionu i da se ne nazire njen pad, stručnjaci Erste Grupe očekuju da će sve centralne banke u regionu osim srpske i hrvatske nastaviti sa pooštavanjem u narednim mesecima.

Analičar:

Malgorzata Krzywicka

malgorzata.krzywicka@erstegroup.com

CIE8:

- Srbija
- Hrvatska
- Češka
- Mađarska
- Poljska
- Rumunija
- Slovačka
- Slovenija

Intenzivan period za centralne banke u regionu

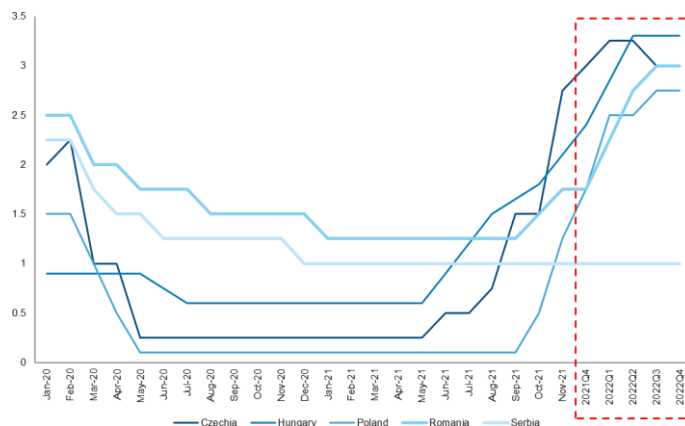
Od početka ciklusa pooštavanja monetarne politike u junu 2021. godine, Češka narodna banka je podigla referentnu stopu za ukupno 250bp na 2,75%, Mađarska centralna banka za 150bp na 2,1%, Narodna banka Poljske za 115bp na 1,25% i Narodna banka Rumunije za 50bp na 1,75%. Narodna banka Srbije i Hrvatska narodna banka su ostale uzdržane.

S obzirom na to da se ne nazire ublažavanje inflatornih pritisaka, centralne banke u regionu nastaviće da podižu stope u narednim mesecima. Stručnjaci Erste Grupe očekuju da će Češka narodna banka (ČNB) nastaviti pooštavanje, a vrhunac ciklusa bi trebalo da se dostigne na 3,25-3,5% sredinom 2022. godine. Očekuje se i da će u drugoj polovini 2022. ČNB početi postepeno da snižava stope, u skladu sa usporavanjem inflacije, jačanjem krune, usporavanjem ekonomskog rasta i niskim kamatnim stopama u EA. U Mađarskoj se očekuje još jedno povećanje od 30bp na 2,4% na sastanku u decembru. Stručnjaci Erste Grupe smatraju da će referentna stopa iznositi 2,85% na kraju prvog kvartala 2022. i 3,30% sredinom 2022. godine.

Izgledi po pitanju kamatnih stopa u Poljskoj i dalje su veoma neizvesni i u velikoj meri će zavistiti od kratkoročnih kretanja inflacije. Smatra se da će referentna stopa iznositi 2,5-2,75% krajem prvog kvartala 2022, a vrhunac ciklusa od 2,5-3,0% trebalo bi da bude dostignut sredinom 2022. godine. Stručnjaci Erste Grupe očekuju da će Narodna banka Rumunije nastaviti da pooštava monetarnu politiku, verovatno sporijim tempom od 25bp. Po njihovom mišljenju, krajnja tačka ciklusa trebalo bi da bude dostignuta na 3,00% sredinom 2022. godine, a koridor trajnih olakšica će verovatno ponovo pasti na 100bp. Na kraju, oni očekuju da će Narodna banka Srbije zadržati referentnu stopu na nepromenjenom nivou od 1,0% tokom cele 2022. godine.

Očekuju se dodatna povećanja stopa u 2022. u svim zemljama osim u Srbiji

Referentna stopa, % eop



Makroekonomska istraživanja i istraživanja instrumenata sa fiksnim prihodom u CIE

Juraj Kotian (rukovodilac)

Katarina Gumanova

(makroanalitičar za CIE)

Malgorzata Krzywicka

(analitičar za PL i

instrumente sa

fiksnim prihodom u

CIE)

Napomena: Prethodni rezultati ne moraju da ukazuju na buduće rezultate.

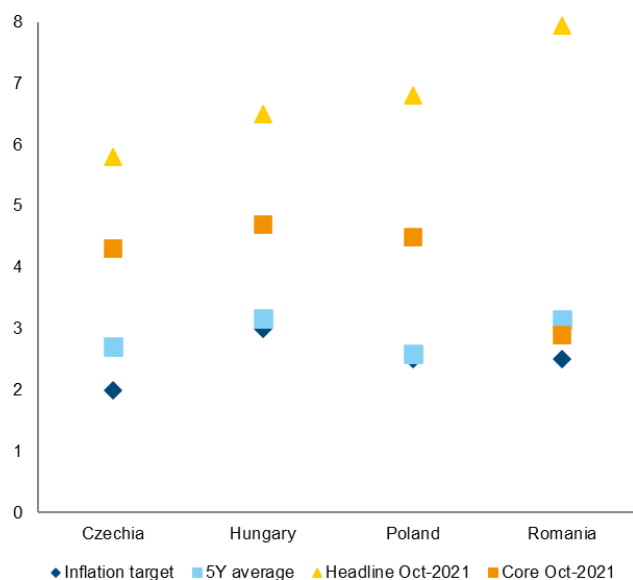
Izvor: Sektor za istraživanja Erste Grupe

Projektovana inflacija podržava dalje pooštavanje monetarne politike

U mnogim zemljama CIE inflacija je premašila gornju granicu ciljane inflacije i očekuje se da će ostati na povišenom nivou u poslednjem kvartalu 2021. godine. Inflacija bi trebalo da počne da se smanjuje sledeće godine, ali značajniji pad se može očekivati tek od drugog kvartala 2022. godine, zahvaljujući efektu baze. Međutim, kako očekuju stručnjaci Erste Grupe da će ostati povišena u nekoliko velikih ekonomija CIE početkom 2022. godine, prosečna stopa inflacije u CIE8 mogla bi da poraste za 0,3pp, sa 4,4% ove godine na 4,7% u 2022. (po projekciji iznad cilja za celu godinu u mnogim zemljama), pre osetnijeg pada 2023. godine. To je glavni razlog zašto je nekoliko centralnih banaka u Centralnoj i Istočnoj Evropi počelo energično da pooštava monetarnu politiku.

Ukupna inflacija je bila znatno iznad ciljanog nivoa u oktobru širom CIE

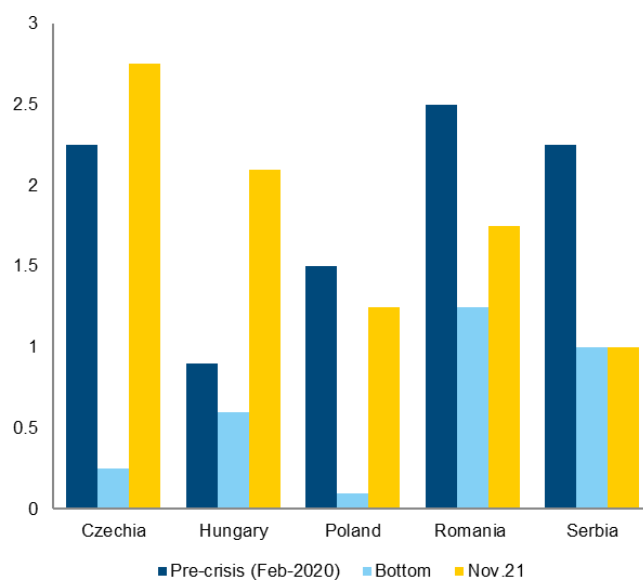
Ciljana inflacija, 5g. prosek, ukupna i bazna inflacija, %



Izvor: Bloomberg, Sektor za istraživanja Erste Grupe

Referentna stopa iznad nivoa pre krize u Češkoj i Mađarskoj

Referentna stopa, %



Izvor: Bloomberg, Sektor za istraživanja Erste Grupe

Centralne banke će nastaviti sa podizanjem kamatnih stopa

Tokom konferencije za štampu nakon sastanka za utvrđivanje stopa u novembru, Češka narodna banka je potvrdila svoj oštar stav i obećanje da će inflatorna očekivanja vratiti u ciljane okvire. Guverner Rusnok je rekao da se mogu očekivati dalja povećanja stopa u skladu sa prognozom, ali da su precizne razmere kretanja još uvek neizvesne i da će zavisiti od ekonomskog razvoja. Stručnjaci Erste Grupe očekuju da će ČNB nastaviti sa pooštavanjem politike, a vrhunac ciklusa bi trebalo da se dostigne na 3,25-3,5% sredinom 2022. godine. U drugoj polovini 2022. očekuje se da će ČNB početi postepeno da snižava stope, u skladu sa usporavanjem inflacije, jačanjem krune, usporavanjem ekonomskog rasta i niskim kamatnim stopama u EA. Očekuje se da će ČNB spustiti stope na 2,25-2,50% ukoliko ECB ne bude menjala stope ili na 2,75-3,0% ukoliko ECB počne sa pooštavanjem monetarnih uslova.

Ostaje da se vidi da li će „šok terapija“ koju je primenila ČNB brzo usporiti efekte potražnje i inflacije ili umanjiti privredni rast. Sve u svemu, s obzirom na to da češki ekonomski rast prilično usporava, to bi mogao biti rizičan potez za ČNB. Drugi faktor koji je važan za perspektivu u pogledu kamatnih stopa u Češkoj je kretanje deviznog kursa. Ukoliko kruna nastavi da raste, ČNB bi imala manje potrebe da dalje povećava stope.

Instrumenti koje je Mađarska centralna banka uvela u novembru verovatno će dovesti do odstupanja stopa na međubankarskom tržištu od referentne stope i formiranja na verovatno mnogo višim nivoima. Stoga je kretanje kratkoročnih kamatnih stopa postalo manje predvidljivo. Međutim, očekivane više stope bi trebalo da pomognu u ograničavanju pada forinte i obuzdavanju rasta inflacije razmenljivih proizvoda. Uvođenje kratkoročnog diskontnog zapisa centralne banke moglo bi da pomogne da se ublaže uobičajena previranja na kraju kvartala u vezi sa valutnim svopovima. U skladu sa komentarima zamenika guvernera Viraga da će centralna banka nastaviti da povećava stope dok se projektovana inflacija ne stabilizuje oko ciljanog nivoa centralne banke, očekuje se još jedno povećanje od 30bp na sastanku u decembru. Stručnjaci Erste Grupe smatraju da će referentna stopa iznositi 2,85% krajem prvog kvartala 2022. i 3,30% sredinom 2022. godine.

Izgledi u pogledu kamatnih stopa za Poljsku ostaju veoma neizvesni i u velikoj meri će zavisiti od kratkoročnih kretanja inflacije. Kako je napomenuo guverner, inflacija bi trebalo da dostigne vrhunac u januaru i da se nakon toga smanjuje. Najraniji podaci o inflaciji koji bi mogli pokazati preokret uzlaznog trenda su februarski, koji će biti objavljeni sredinom marta. Stoga očekujemo da će NBP podizati stope na svakom od naredna četiri sastanka za utvrđivanje kamatnih stopa, s obzirom na raspored objavljivanja podataka o inflaciji. Očekujemo da će referentna stopa iznositi 2,5-2,75% krajem prvog kvartala 2022. godine i dostići vrhunac od 2,5-3,0% sredinom 2022. godine.

Nova prognoza Narodne banke Rumunije pokazuje značajno dalje pogoršanje projektovane inflacije tokom praktično celog perioda projekcije. NBR smatra da će se inflacija vratiti u ciljan koridor tek u 3. kvartalu 2023. godine. Stoga se očekuje da će NBR nastaviti da pooštava politiku verovatno sporijim tempom od 25bp. Po mišljenju stručnjaka Erste Grupe, krajnja tačka ciklusa trebalo bi da bude dostignuta na 3,00% sredinom 2022. godine, a da će se koridor trajnih olakšica verovatno vratiti na 100bp.

Po mišljenju stručnjaka Erste Grupe, Narodna banka Srbije će ostati uzdržana dok god repo stopa bude ispod referentne kamatne stope. Očekuje se da će NBS zadržati referentnu stopu na nepromenjenom nivou od 1,0% tokom cele 2022. godine. NBS bi razmotrila mogućnost povećanja ukoliko inflacija ostane iznad ciljanog koridora u drugoj polovini 2022. godine.

Dva su ključna razloga koji po njihovom mišljenju omogućavaju da NBS ostane uzdržana. Prvo, bazna inflacija u Srbiji je i dalje niska na oko 2,6% g/g u septembru, uprkos tome što je ukupna inflacija znatno iznad ciljanog koridora. Drugo, NBS čvršće kontroliše stabilnost deviznog kursa od većine drugih centralnih banaka CIE, čime u osnovi održava kretanje bazne inflacije.

S obzirom na njen predstojeći ulazak u EMU, očekuje se da će Hrvatska narodna banka ostati uzdržana.

Očekivani potezi na narednim sastancima za utvrđivanje kamatnih stopa u CIE

Povećanje stope (bp), referentna stopa (%)

	Kada?	Očekivani potez
Poljska	08.12.2021	+50bp na 1,75%
Srbija	08.12.2021	Bez promene, 1,0%
Mađarska	14.12.2021	+30bp na 2,4%
Češka	22.12.2021	+25bp na 3,0%
Rumunija	10.01.2022	+25bp na 2,0%

Izvor: Sektor za istraživanja Erste Grupe

Pregled projekcija

Prinosi državnih obveznica

	aktuelno	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
Hrvatska 10-godišnja	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
spread (bp)	68	61	63	62	60
Češka 10-godišnja	2.6	2.5	2.4	2.3	2.3
spread (bp)	289	265	251	236	226
Mađarska 10-godišnja	4.0	3.7	3.9	3.9	4.0
spread (bp)	427	389	395	395	391
Poljska 10-godišnja	3.2	3.10	3.20	3.20	3.10
spread (bp)	342	326	328	322	305
Rumunija 10-godišnja	5.2	5.2	5.1	4.9	4.8
spread (bp)	548	536	518	492	475
Slovačka 10-godišnja	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4
spread (bp)	30	36	33	32	35
Slovenija 10-godišnja	0.21	0.10	0.20	0.30	0.35
spread (bp)	46	26	28	32	30
Srbija 5-godišnja	3.3	3.4	3.2	3.0	2.8
spread (bp)	355	351	323	297	275
DE10-godišnja*	-0.26	-0.16	-0.08	-0.02	0.05

*Spređovi zasnovani na Blumbergovoj usaglašenoj prognozi

DEVIZNO TRŽIŠTE

	aktuelno	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
EURHRK	7.51	7.53	7.53	7.48	7.48
EURCZK	25.22	25.15	24.99	24.89	24.78
EURHUF	363.48	355.00	350.00	350.00	350.00
EURPLN	4.66	4.60	4.55	4.55	4.52
EURRON	4.95	4.98	4.99	5.03	5.05
EURRSD	117.60	117.60	117.60	117.60	117.60
EURUSD	1.13	1.18	1.18	1.18	1.18

TROMESEČNA STOPA NA TRŽIŠTU NOVCA

	aktuelna	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
Češka	3.17	3.21	3.32	3.32	3.07
Mađarska	2.45	2.45	2.90	3.35	3.35
Poljska	1.65	1.95	2.70	2.70	2.95
Rumunija	2.60	2.50	3.25	3.75	4.00
Srbija	0.92	0.93	0.93	0.94	0.94
Evrozona	-0.57	-0.54	-0.54	-0.54	-0.54

Referentna kamatna stopa

	aktuelna	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
Hrvatska	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Češka	2.75	3.00	3.25	3.25	3.00
Mađarska	2.10	2.40	2.85	3.30	3.30
Poljska	1.25	1.75	2.50	2.50	2.75
Rumunija	1.75	1.75	2.25	2.75	3.00
Srbija	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Evrozona	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Rast realnog BDP-a (%)

	2020	2021f	2022f	2023f
Hrvatska	-8.1	8.7	4.8	4.5
Češka	-5.8	3.3	4.7	4.6
Mađarska	-4.7	7.5	4.9	4.1
Poljska	-2.5	5.3	4.8	4.3
Rumunija	-3.9	6.4	4.0	5.0
Srbija	-1.0	7.0	4.5	4.5
Slovačka	-4.4	4.2	4.8	4.1
Slovenija	-4.2	7.2	4.8	3.9
Prosek CIE8	-3.9	5.6	4.6	4.4

Prosečna inflacija (%)

	2020	2021f	2022f	2023f
Hrvatska	0.1	2.5	2.6	1.5
Češka	3.2	3.7	3.4	2.1
Mađarska	3.3	5.0	4.6	3.2
Poljska	3.4	5.0	5.8	3.1
Rumunija	2.7	4.9	5.5	3.5
Srbija	1.6	3.9	3.9	2.5
Slovačka	1.9	2.8	3.8	2.3
Slovenija	0.0	1.5	1.7	1.6
Prosek CIE8	2.8	4.4	4.8	2.8

Nezaposlenost (%)

	2020	2021f	2022f	2023f
Hrvatska	7.5	8.2	7.1	6.1
Češka	2.6	3.0	2.5	2.4
Mađarska	4.1	4.1	3.8	3.5
Poljska	5.9	6.0	5.5	5.4
Rumunija	5.0	5.5	5.4	4.9
Srbija	9.7	11.4	10.6	10.1
Slovačka	6.7	7.0	6.0	5.7
Slovenija	5.0	5.2	4.9	4.6
Prosek CIE8	5.2	5.6	5.1	4.8

Javni dug (% BDP-a)

	2020	2021f	2022f	2023f
Hrvatska	87.1	82.6	79.7	81.4
Češka	38.1	43.1	45.2	47.0
Mađarska	80.1	79.6	77.8	76.5
Poljska	57.5	56.1	55.0	52.0
Rumunija	47.4	49.4	50.7	50.2
Srbija	57.4	55.5	54.6	52.5
Slovačka	59.7	62.4	61.9	60.8
Slovenija	79.8	76.9	74.2	72.3
Prosek CIE8	57.2	57.5	57.1	55.9

Bilans tekućih transakcija (% BDP-a)

	2020	2021f	2022f	2023f
Hrvatska	-0.1	1.0	0.7	-0.2
Češka	3.6	1.5	1.2	0.9
Mađarska	-1.6	-2.3	-2.1	-1.4
Poljska	3.5	-1.1	-0.6	0.3
Rumunija	-5.2	-6.5	-6.1	-5.9
Srbija	-4.2	-3.7	-3.8	-3.6
Slovačka	-2.6	-1.6	-0.9	-1.3
Slovenija	7.0	5.3	4.5	4.3
Prosek CIE8	0.9	-1.5	-1.3	-0.9

Bilans budžeta (% BDP-a)

	2020	2021f	2022f	2023f
Hrvatska	-7.4	-4.5	-2.9	-2.0
Češka	-6.1	-7.2	-4.6	-1.8
Mađarska	-8.0	-7.3	-5.8	-4.0
Poljska	-7.0	-2.1	-2.9	-3.0
Rumunija	-9.4	-7.8	-5.4	-4.3
Srbija	-8.0	-4.5	-3.0	-1.5
Slovačka	-5.5	-6.0	-4.0	-2.5
Slovenija	-8.4	-7.0	-4.5	-1.0
Prosek CIE8	-7.3	-5.0	-4.0	-2.9

Izvor: Sektor za istraživanja Erste Grupe (cene sa 18. novembrom)