

## **WYDARZENIA GOSPODARCZE W KRAJU I NA ŚWIECIE**

**Grudzień 2010**



### **Synteza**

#### **Polska**

- ♦ Dane makroekonomiczne dla Polski wskazują na stabilny wzrost polskiej gospodarki. Nieco niższe niż w III kw. dynamiki produkcji przemysłowej związane są ze spadkiem popytu zagranicznego, m.in. na polskie dobra pośrednie dla przemysłu w Niemczech. Jednocześnie stabilizacja wzrostu zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (przy sezonowym wzroście stopy bezrobocia) przyczyniają się do wzrostu popytu krajowego, odzwierciedlonego w nieco wyższym niż dotychczas tempie sprzedaży detalicznej.
  - Powyższa sytuacja wspiera prognozę wzrostu gospodarczego w IV kw. 2010 r. na poziomie bliskim 4,0% r/r oraz 3,5-4,0% r/r w całym 2010 r.
- ♦ Sejm przyjął ustawę budżetową na 2011 r. z deficytem na poziomie 40,2 mld PLN.
- ♦ Rząd przedstawił propozycję obniżenia przekazywanej do OFE składki z 7,3% do 2,3% i przekazania pozostałych 5% na specjalne konto ZUS, dzięki czemu przyrost długu publicznego zostanie ograniczony. Ponadto wprowadzona zostanie możliwość przekazania dodatkowej składki na dobrowolne ubezpieczenie, do IKE, która może zostać odpisana od podstawy opodatkowania.

#### **Europa Zachodnia**

- ♦ Dane makroekonomiczne wskazują na dalsze rozwarstwienie w sytuacji gospodarczej poszczególnych państw Europy Zachodniej. Dobra kondycja i wysoka konkurencyjność sektora przemysłowego Niemiec oraz Francji w połączeniu, ze stabilną sytuacją fiskalną oraz poprawą warunków na rynku pracy (szczególnie w Niemczech) – przekładają się na poprawę sytuacji finansowej konsumentów i wzrost popytu wewnętrznego w tych państwach.
- ♦ Kraje Europy Południowej notują natomiast spadki produkcji przemysłowej oraz malejący popyt krajowy, związany z wysokim bezrobociem. Problemy fiskalne tych państw będą wpływały niekorzystnie na wzrost gospodarczy w najbliższym czasie, ze względu na konieczność ograniczania wydatków i podnoszenia podatków.

## **Departament Analiz i Skarbu**

- Wg raportu ONZ światowej gospodarce w 2011 r. grozi ponowne spowolnienie wzrostu gospodarczego. Globalny PKB ma wzrosnąć w przyszłym roku o 3,1% (wobec 3,6% w 2010 r.), a najgorsze perspektywy wzrostu ma strefa euro (1,3%) i Japonia (1,1%).
- Oszczędności założone w budżetach na 2011 r. w większości państw Europy Zachodniej przyczynią się do obniżenia aktywności gospodarczej regionu, ograniczając siłę nabywczą konsumentów oraz zmniejszając wydatki na inwestycje.
- Irlandia otrzyma pomoc z UE i MFW na łącznie 85 mld EUR, natomiast rządy Hiszpanii i Portugalii, po przyjęciu restrykcyjnych budżetów na 2011 r., zaprzeczają, jakoby potrzebowały podobnej pomocy finansowej. Przyczyniło się to do zmniejszenia obaw inwestorów o kondycję fiskalną strefy euro.
- Obniżenie ratingu Irlandii przez S&P (z „AA-” do „A”; perspektywa negatywna), Fitch (z „A+” do „BBB+”; perspektywa stabilna) i Moody’s (z „Aa1” do „Baa1” – perspektywa negatywna) oraz ratingu Portugalii (z „AA-” do „A+”) przez Fitch (perspektywa negatywna). Ponadto agencja Moody’s umieściła rating Hiszpanii („Aa1”) na liście obserwacyjnej z możliwością obniżenia.
- Parlament Europejski przegłosował – przyjęty wcześniej przez Radę UE – budżet Unii na 2011 r. (w wysokości 126,5 mld EUR), unikając realizacji przewidywanego budżetowego.

### **Europa Środkowo-Wschodnia**

- Estonia z dniem 1.01.2011 r. weszła do strefy euro.
- Poprawa bieżącej sytuacji i perspektyw gospodarczo-fiskalnych krajów nadbałtyckich, m.in. dzięki ambitnym programom dostosowawczym, skutkowałą odbudową wzrostu gospodarczego oraz poprawą w zakresie wymiany handlowej. Ponadto skuteczność zaostrzenia polityki fiskalnej została potwierdzona podwyższeniem ratingu Łotwy.
- Natomiast, z uwagi na niekorzystną sytuację gospodarczą Węgier i rosnącą nierównowagę fiskalną, agencje ratingowe (Fitch i Moody’s) obniżyły ocenę wiarygodności kredytowej Węgier, nie wykluczając dalszych obniżek.

### **USA**

- Notowany dotychczas wzrost gospodarczy w USA (wg prognoz KE 2,7% r/r w 2010 r.), nie jest wystarczający do obniżenia, a nawet stabilizacji sytuacji na rynku pracy, na którym stopa bezrobocia wzrosła do 9,8%.
- W celu wspierania wzrostu gospodarczego – utrzymano ulgi podatkowe (które miały wygasnąć) oraz uruchomiono program skupu obligacji przez Fed do 600 mld USD (QE 2). Realizując stymulację fiskalną i monetarną gospodarki – podtrzymano czynniki wzrostu długu publicznego.

### **Chiny**

- Gospodarka chińska, pomimo, iż jest „chłodzona” instrumentami polityki monetarnej, nadal rozwija się w szybkim tempie, ale przy rosnącej inflacji:
  - dwucyfrowa dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz znacząca nadwyżka handlowa – świadczą o silnym popycie wewnętrznym, jaki i zewnętrznym na chińską produkcję;
  - wg prognoz KE wzrost gospodarczy w 2010 r. wyniesie ok. 10,5%.

## **Departament Analiz i Skarbu**

- Chiny zadeklarowały pomoc krajom strefy euro, objętym lub zagrożonym kryzysem zadłużeniowym (Grecji, Irlandii, Hiszpanii, Portugalii i Włochom) oraz w ustabilizowaniu sytuacji na rynkach finansowych. Przedstawiciele chińskich władz deklarują dalsze zakupy obligacji krajów strefy euro i zwiększenie ich udziału w rezerwach walutowych Chin, a także rozszerzenie współpracy gospodarczej i zwiększenie wymiany handlowej.
- Konsekwencją rozwoju wymiany międzynarodowej i rosnącej roli Chin było wprowadzenie juana na rosyjską giełdę MICEX – pierwszy rynek zorganizowany poza granicami Chin (transakcje są zawierane na parze walutowej juan/rubel).
- Korzystną sytuację gospodarczą i fiskalną Chin doceniła w grudniu agencja ratingowa S&P podwyższając rating do „AA-”.

### **Rynki finansowe**

- W skali globalnej istotne znaczenie miało dalsze ilościowe rozluźnianie polityki pieniężnej w USA oraz fiskalnej (przedłużenie obowiązywania ulg podatkowych), powodujące wzrost wyceny aktywów w ujęciu dolarowym, czyli *de facto* deprecjację dolara widoczną m.in. we wzroście cen surowców, a także znaczący spadek cen amerykańskich obligacji o ok. 60 pkt. baz.
- Jednocześnie ryzyka związane z rozwojem kryzysu zadłużeniowego w Europie wpływały na wyższą zmienność notowań obligacji krajów strefy euro i kurs walutowy euro. Istotnym czynnikiem uspokajającym sytuację rynkową było przyznanie i zatwierdzenie pomocy KE i MFW dla Irlandii, a także deklaracja Chin dotycząca pomocy finansowej dla krajów UE.
- Zmienność na rynku finansowym zwiększały decyzje agencji ratingowych – głównie obniżki ratingów krajów dotkniętych kryzysem zadłużeniowym oraz sygnały dotyczące potencjalnego obniżenia ratingów USA i Francji. Pomimo tego wahania kursu euro względem dolara amerykańskiego były nieznaczne i skutkowały m.in. okresowym wzmocnieniem euro, a następnie jego osłabieniem do ok. 1,31 USD/EUR;
- Umiarkowanie korzystne dane krajowe, w tym o wzroście PKB przy poprawie nastrojów na rynku globalnym skutkowały spadkiem rentowności obligacji polskich i nieznacznym wzmocnieniem złotego względem dolara amerykańskiego i euro.

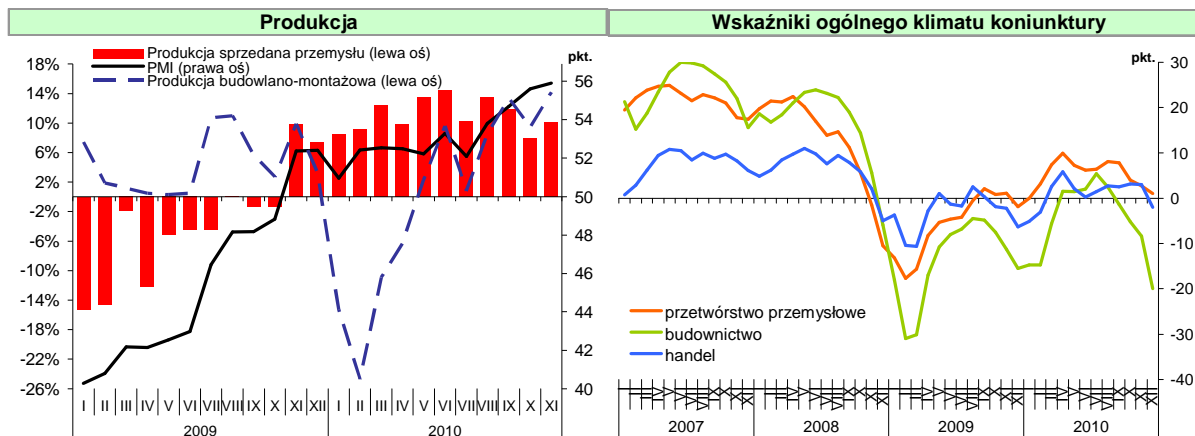
**Data zamknięcia raportu: 23.12.2010 r.**



## Wybrane informacje o wydarzeniach w otoczeniu makroekonomicznym

### 1. Polska

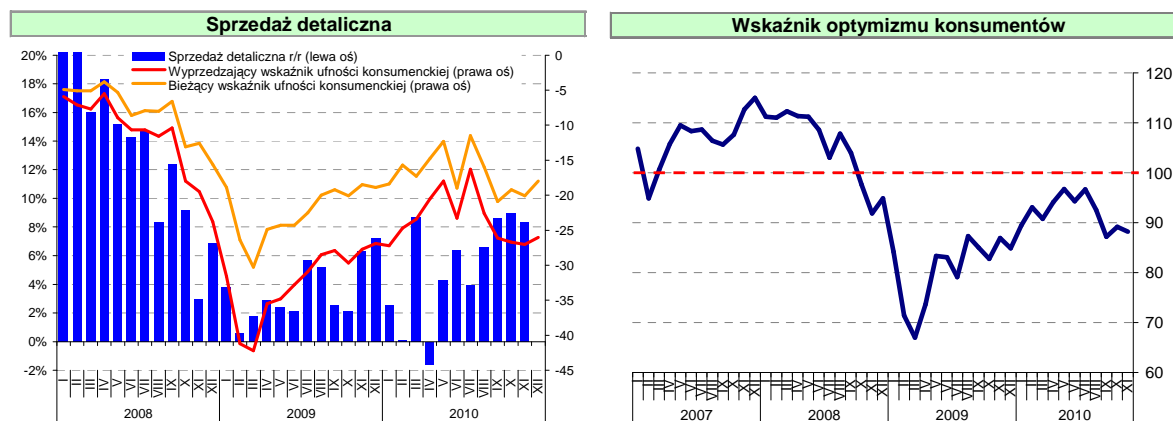
#### Produkcja przemysłowa



Źródło: Dane GUS, Markit.

- W listopadzie dynamika produkcji przemysłowej wyniosła 10,1% r/r (wobec 8,0% w październiku) i była zgodna z oczekiwaniami rynku. Ujemnie na wskaźnik mógł wpływać efekt bazy po znacznym wzroście produkcji w listopadzie ub.r. Niższa była natomiast dynamika po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych – wyniosła 7,3% r/r, wobec 11,2% w październiku. Podobnie jak dotychczas, najszybciej rośnie produkcja w działach o wysokim udziale eksportu (komputery, wyroby elektroniczne i optyczne), przy czym dynamika ta w ostatnich 2 miesiącach była niższa niż w II i III kw. br. Potwierdzają to dane o handlu zagranicznym (dalszy spadek dynamiki eksportu w październiku) oraz niższa o 20,4% r/r produkcja samochodów osobowych w listopadzie. Wzrost był wspierany popytem krajowym – szczególnie w działach produkujących dobra pośrednie dla budownictwa. Na dobrą sytuację polskiego przemysłu wskazują rekordowo wysokie wartości PMI. W grudniu korzystnie na dynamikę produkcji przemysłowej wpłynie większa liczba dni roboczych niż przed rokiem oraz korzystniejsza baza odniesienia niż w listopadzie br.
- Dynamika produkcji budowlano-montażowej w listopadzie wyniosła 14,2% r/r. Wzrost odnotowano we wszystkich działach produkcji budowlanej, przy czym był on zdecydowanie najwyższy w sekcjach ściśle powiązanych z inwestycjami infrastrukturalnymi (przedsiębiorstwa zajmujące się robotami budowlanymi specjalistycznymi – o 30,3% r/r oraz budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej – o 20,0% r/r). Prace związane ze wznoszeniem budynków wzrosły o 1,8% r/r.

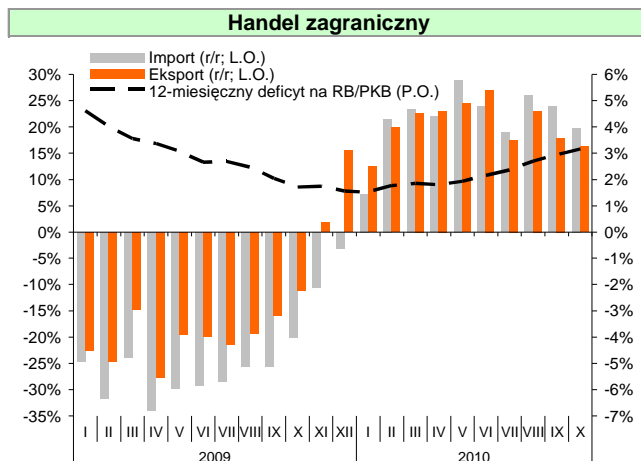
#### Sprzedaż detaliczna



Źródło: Dane GUS, Ipsos

- Wartość sprzedaży detalicznej w cenach bieżących wzrosła w listopadzie o 8,3% r/r (wobec 9,0% w październiku), nieco poniżej prognoz rynkowych. W ujęciu realnym sprzedaż wzrosła o 6,1% r/r, wobec 6,4% w dwóch poprzednich miesiącach. Najszybciej rosła sprzedaż dóbr trwałego użytku – mebli, RTV i AGD (o 26,3% r/r) i samochodów (26,0% r/r, wg Samar) – planowana podwyżka VAT oraz zniesienie ulg przy zakupie samochodów dla firm w 2011 r. powodowały wzrost sprzedaży przed końcem roku w kategoriach, gdzie zmiany te będą najbardziej odczuwalne. Korzystnie na sprzedaż wpływa również poprawiająca się kondycja finansowa konsumentów, związana ze stabilizacją sytuacji na rynku pracy oraz poprawą nastrojów konsumenckich.

### Handel zagraniczny

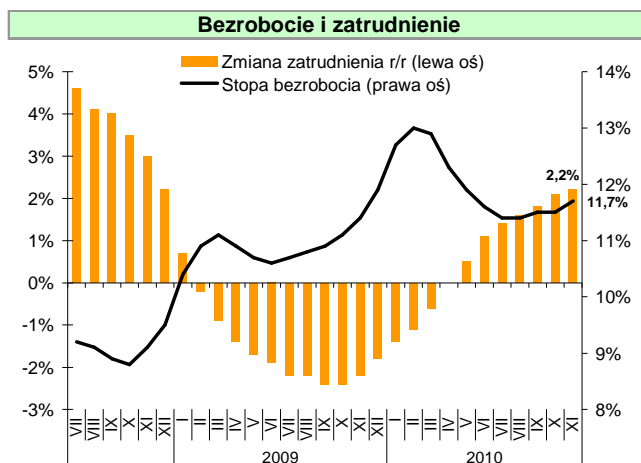


Źródło: Dane NBP.

- Nieco niższy niż przed miesiącem deficyt na ROB to efekt większej nadwyżki na saldzie usług oraz transferów bieżących, przy umiarkowanym wzroście deficytu na saldach dochodów i obrotów towarowych. Malejące od kilku miesięcy dynamiki importu i eksportu związane są z efektem rosnącej bazy odniesienia sprzed roku, przy czym od początku III kw. utrwała się obraz przewagi dynamiki importu nad eksportem i rosnącej nierównowagi zewnętrznej, co z jednej strony wskazuje na spowolnienie wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, a z drugiej na rosnący popyt krajowy. Potwierdza to spadek tempa produkcji w działach o wysokim udziale eksportu.

- Deficyt w handlu zagranicznym zwiększył się w październiku do 702 mln EUR (wobec 537 mln EUR deficytu we wrześniu). Wartość importu wzrosła do 11,9 mld EUR, natomiast eksportu spadła do 11,2 mld EUR.
- Deficyt na rachunku obrotów bieżących (ROB) wyniósł w październiku 1155 mln EUR (1417 mln EUR w lipcu), zgodnie z consensusem prognoz rynkowych. Skumulowany 12-miesięczny deficyt wzrósł do 3,2% PKB.

### Rynek pracy



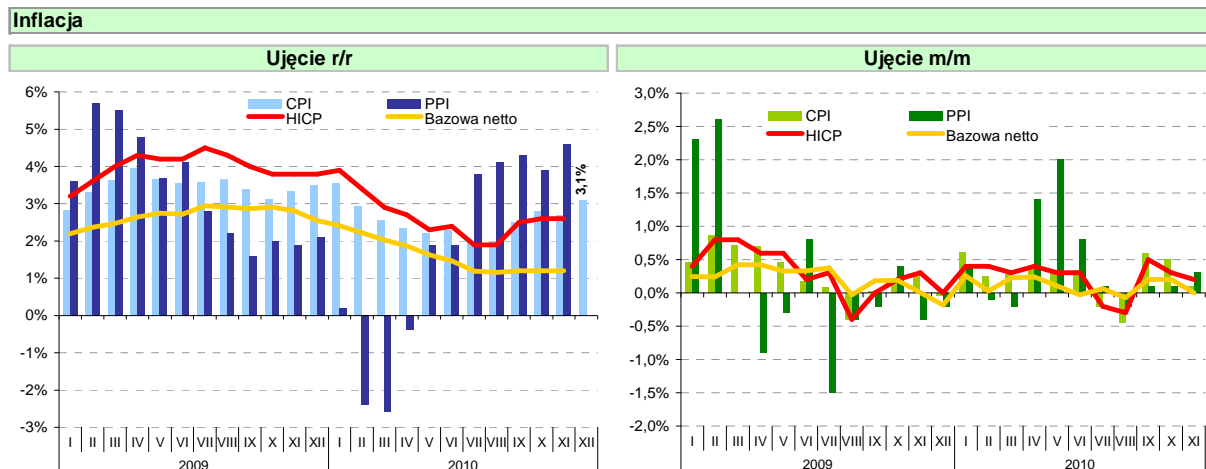
Źródło: Dane GUS.

- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w listopadzie o 2,2% r/r (zgodnie z prognozami rynku) i o 0,1% m/m do 5,4 mln osób. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze wzrosło o 3,6% r/r (prognozowano wzrost o 4,4% r/r) oraz o 2,5% m/m i wyniosło 3 526 PLN. Wzrost stopy bezrobocia to zjawisko charakterystyczne dla miesięcy zimowych (efekt zakończenia prac sezonowych), przy czym był on stosunkowo niewielki – mniejszy niż wynikający z prognozy stopy bezrobocia MPIPS (na poziomie 11,8%). W połączeniu z rosnącą dynamiką zatrudnienia i

- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w listopadzie względem października o 0,2 p.p. do 11,7% i była o 0,3 p.p. wyższa niż w analogicznym okresie 2009 r. Liczba bezrobotnych wzrosła o 40 tys., do 1,858 mln osób. Najwyższą stopę bezrobocia odnotowano w woj. warmińsko-mazurskim (19,0%), najniższą natomiast w woj. wielkopolskim (8,7%).
- Urzędy pracy dysponowały 35,1 tys. ofert pracy, o 8 tys. mniej niż we wrześniu.

stabilnym wzrostem wynagrodzeń, dane obrazują dalszą stabilizację sytuacji na polskim rynku pracy w listopadzie.

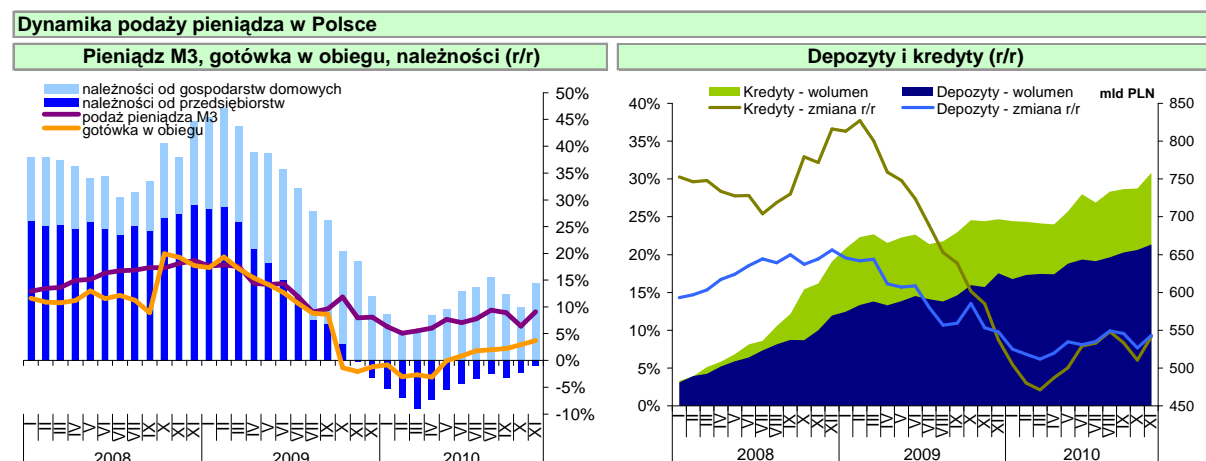
### Inflacja



Źródło: Dane GUS, NBP, Prognoza inflacji MF: \*Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii

- Wskaźnik inflacji CPI (cen towarów i usług konsumpcyjnych, dane GUS) spadł w listopadzie o 0,1 p.p. do 2,7% r/r (poniżej prognozy Ministerstwa Finansów oraz rynkowej), pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5% r/r. W skali roku najbardziej wzrosły ceny żywności (o 4,7% r/r) oraz opłaty mieszkaniowe (o 3,6%). Niższe o 3,0% r/r były ceny odzieży i obuwia oraz o 1,2% w łączności oraz w rekreacji i kulturze. Spadek rocznego wskaźnika CPI był prawdopodobnie powiązany ze spadkiem dynamiki cen żywności oraz w transporcie. Jednocześnie wskaźnik inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii) 5 miesięcy z rzędu utrzymuje się na poziomie 1,2% r/r. W ocenie MF w grudniu inflacja przyspieszyła do 3,1% r/r, a w styczniu 2011 r. będzie dalej rosła (m.in. za sprawą podwyżek cen gazu oraz wyższej stawki VAT), przy czym nie przekroczy górnego krańca dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBP wyznaczonego na poziomie 3,5% r/r.
- Wskaźnik cen produkcji przemysłowej PPI wyniósł w listopadzie 0,3% m/m i 4,6% r/r (powyżej prognoz rynkowych na poziomie 4,4%), wobec 3,9% r/r po rewizji w październiku. Najwyższy wzrost cen odnotowano w górnictwie i wydobywaniu (o 19,3% r/r), najniższy natomiast w przetwórstwie przemysłowym (o 3,4% r/r).

### Podaż pieniądza

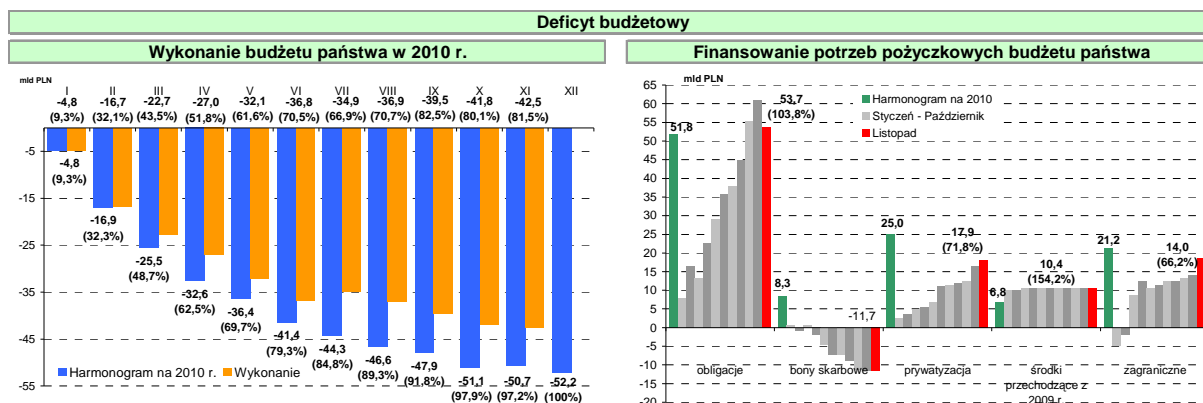


Podaż pieniądza w Polsce									
Data	gotówka w obiegu		M1		M2		M3		
	nominał (mln PLN)	dynamika (r/r)	nominał (mln PLN)	dynamika (r/r)	nominał (mln PLN)	dynamika (r/r)	nominał (mln PLN)	dynamika (r/r)	
Listopad 2009	88 223	-2,0%	381 533	10,6%	694 897	8,6%	699 861	8,0%	
Grudzień 2009	89 778	-1,1%	388 345	11,0%	714 758	8,3%	720 233	8,1%	
2010	Wrzesień	91 670	2,2%	419 210	12,4%	744 492	8,6%	752 866	8,9%
	Październik	92 024	2,9%	420 153	11,0%	748 187	7,0%	756 511	6,4%
	Listopad	91 475	3,7%	428 823	12,4%	754 638	8,6%	763 350	9,1%

Źródło: Dane NBP.

- Podaż pieniądza M3, wg wstępnych danych NBP, wyniosła na koniec listopada 763,4 mld PLN, rosnąc o 9,1% r/r (powyżej prognoz rynkowych na poziomie 8,8%) i o 0,9% m/m. Wartość depozytów ogółem wzrosła w ciągu miesiąca o 9,2 mld PLN do 663,2 mld PLN, w tym gospodarstw ogółem o 2,2 mld PLN, przedsiębiorstw o 6,6 mld PLN i niemonetarnych instytucji finansowych o 1,0 mld PLN, natomiast funduszy ubezpieczeń społecznych spadła o 1,2 mld PLN. Wartość kredytów ogółem wzrosła o 20,9 mld PLN do 758,1 mld PLN, przy czym dla gospodarstw domowych o 14,7 mld PLN, dla przedsiębiorstw o 1,0 mld PLN i dla niemonetarnych instytucji finansowych o 2,6 mld PLN. Należy zaznaczyć, iż deprecjacja złotego względem franka szwajcarskiego w listopadzie o 6,4% oraz względem euro o 1,5%, przyczyniła się do podwyższenia złotej wyceny kredytów mieszkaniowych o około 9,1 mld PLN.
- Wg *Raportu o stabilności finansowej – grudzień 2010 r.*, w II połowie 2010 r. zaobserwowano stabilizację oraz dalszą poprawę kondycji polskiego sektora bankowego. Objawia się to m.in. poprawą wyników finansowych sektora (w wyniku wyższego tempa wzrostu gospodarczego), przy czym w dalszym ciągu kształtują się one poniżej poziomów sprzed kryzysu. Pomimo urzeczywistnienia się ryzyka kredytowego w okresie dekonunktury w latach 2008-2009 zdolność banków do absorbowania strat została oceniona wysoko, m.in. podczas tzw. *analiz szokowych*, głównie za sprawą wysokich współczynników wypłacalności oraz podniesienia kapitałów własnych. Do najważniejszych czynników ryzyka zaliczono kształtowanie się sytuacji makroekonomicznej u głównych partnerów gospodarczych Polski – w tym przede wszystkim niekorzystnej sytuacji fiskalnej niektórych państw strefy euro, przekładającej się na brak stabilności na rynkach finansowych. Perspektywy wzrostu gospodarczego tych państw pozostają niepewne, co dodatkowo zwiększa ryzyko inwestycyjne i prawdopodobieństwo wyższej zmienności na rynkach finansowych oraz stanowi ryzyko dla stabilności globalnego systemu finansowego.

## Finanse publiczne



Źródło: MF

- Wg szacunkowych danych MF o wykonaniu budżetu państwa, deficyt budżetowy po listopadzie 2010 r. wyniósł 42,5 mld PLN (81,5% planowanej na 2010 r. kwoty i o 8,2 mld PLN mniej niż przewidziano w harmonogramie na listopad). Wydatki były o 7,9 mld PLN niższe od planowanych i wyniosły 269,5 mld PLN (89,5% planu), natomiast dochody budżetowe były nieznacznie (o 0,2 mld PLN) wyższe niż założono w harmonogramie i wyniosły 226,9 mld PLN (91,1% rocznego planu).
- Sejm przyjął Ustawę budżetową na 2011 r., wg której dochody budżetowe wyniosą 273,3 mld PLN, wydatki 313,5 mld PLN i deficyt budżetowy nie więcej niż 40,2 mld PLN. Przyrost zadłużenia na koniec 2011 r. nie może przekroczyć 100 mld PLN. W założeniach makroekonomicznych do

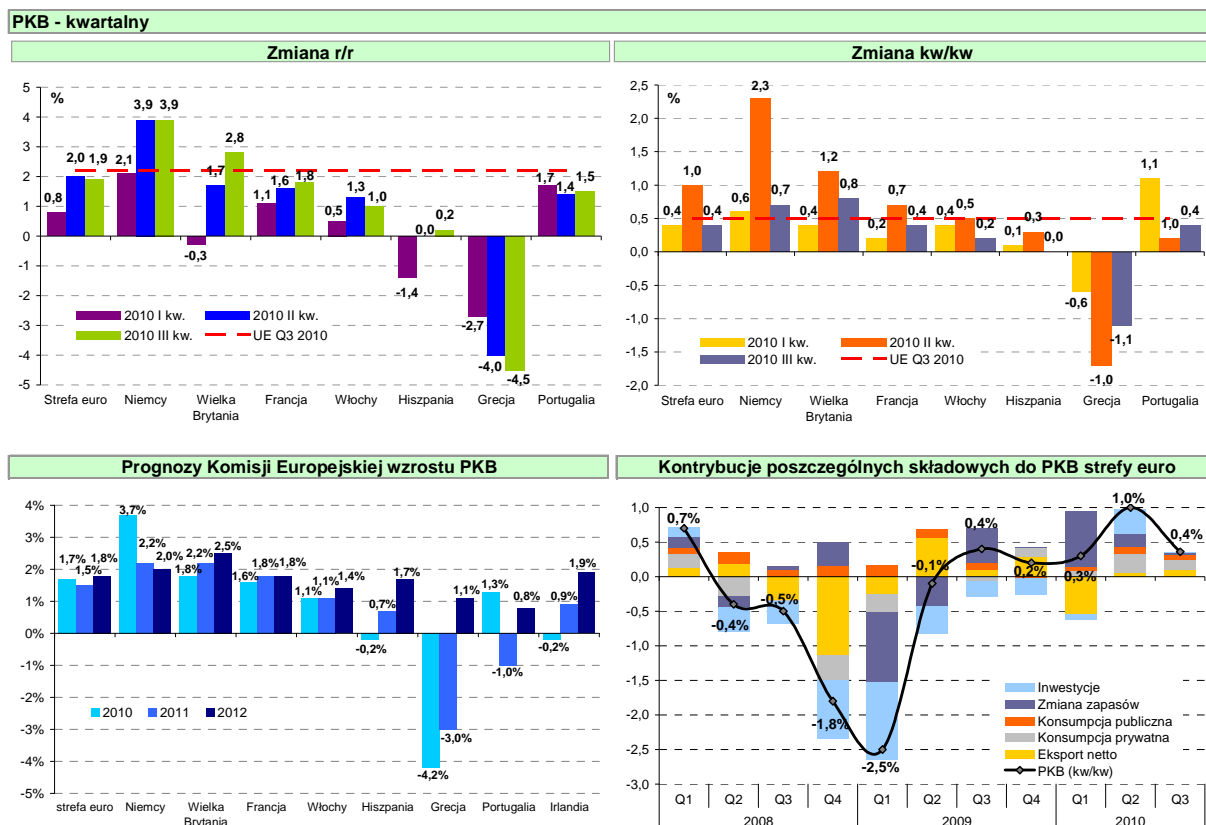
## Departament Analiz i Skarbu

budżetu przyjęto realny wzrost PKB w 2011 r. o 3,5%, średnioroczną inflację CPI na poziomie 2,3%, nominalny wzrost wynagrodzeń w gospodarce narodowej o 3,7% (realny o 1,4%), nominalny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw o 4,0% oraz stopę bezrobocia na koniec 2011 r. na poziomie 9,9%.

- ♦ Rząd zakłada obniżenie przekazywanej do OFE składki z 7,3% do 2,3% i przekazanie pozostałych 5,0% na specjalne konto ZUS, dzięki czemu przyrost długu publicznego zostanie ograniczony. Do 2017 r. przekazywana do ZUS część zmniejszy się do 3,8%. Ponadto wprowadzona zostanie możliwość przekazania dodatkowej składki do 4,0% wynagrodzenia w 2017 r. na dobrowolne ubezpieczenie – do IKE, która może zostać odpisana od podstawy opodatkowania.

## 2. Państwa Europy Zachodniej

### Wzrost gospodarczy – dane po rewizji



- ♦ PKB strefy euro wzrósł w III kw. br. o 0,4% kw/kw i 1,9% r/r, po wzroście o 1,0% kw/kw i 2,0% r/r w II kw 2010 r. Spośród państw strefy euro najszybciej rozwijały się gospodarki Słowacji, Niemiec, Austrii oraz Finlandii (dynamika PKB przekraczała 3,0% r/r). Wśród składowych głównym czynnikiem wzrostu w strefie euro była konsumpcja prywatna (wzrost o 0,3% kw/kw) oraz publiczna (0,4% kw/kw). Do wzrostu przyczynił się również handel zagraniczny, po wzroście eksportu o 1,9% kw/kw i importu o 1,7% kw/kw. Akumulacja, w tym również inwestycje, pozostały bez wpływu na PKB. KE w *European Economic Forecast – Autumn 2010* prognozuje, że gospodarka w całym 2010 r. wzrośnie o 1,7% oraz o 1,5% w 2011 r. i o 1,8% w 2012 r.
- ♦ Wiodącą rolę we wzroście gospodarczym strefy euro w III kw. 2010 r., podobnie jak dotychczas, odgrywała gospodarka **Niemiec**. PKB strefy euro wzrósł w II kw. 2010 r. o 1,0% kw/kw, natomiast po wyłączeniu Niemiec wzrost wyniósł 0,4% kw/kw. Podczas gdy do wyjścia z recesji w I połowie 2010 r. przyczyniła się głównie wysoka konkurencyjność krajowego przemysłu – napędzając eksport – w III kw. dobra sytuacja w handlu zagranicznym wsparła konsumpcję, dzięki czemu wzrost był w równej mierze oparty na popycie wewnętrznym, jak i zewnętrznym. Niższy kwartalny wzrost był natomiast wynikiem spadku w budownictwie, po znaczącym wzroście w II kw. W całym

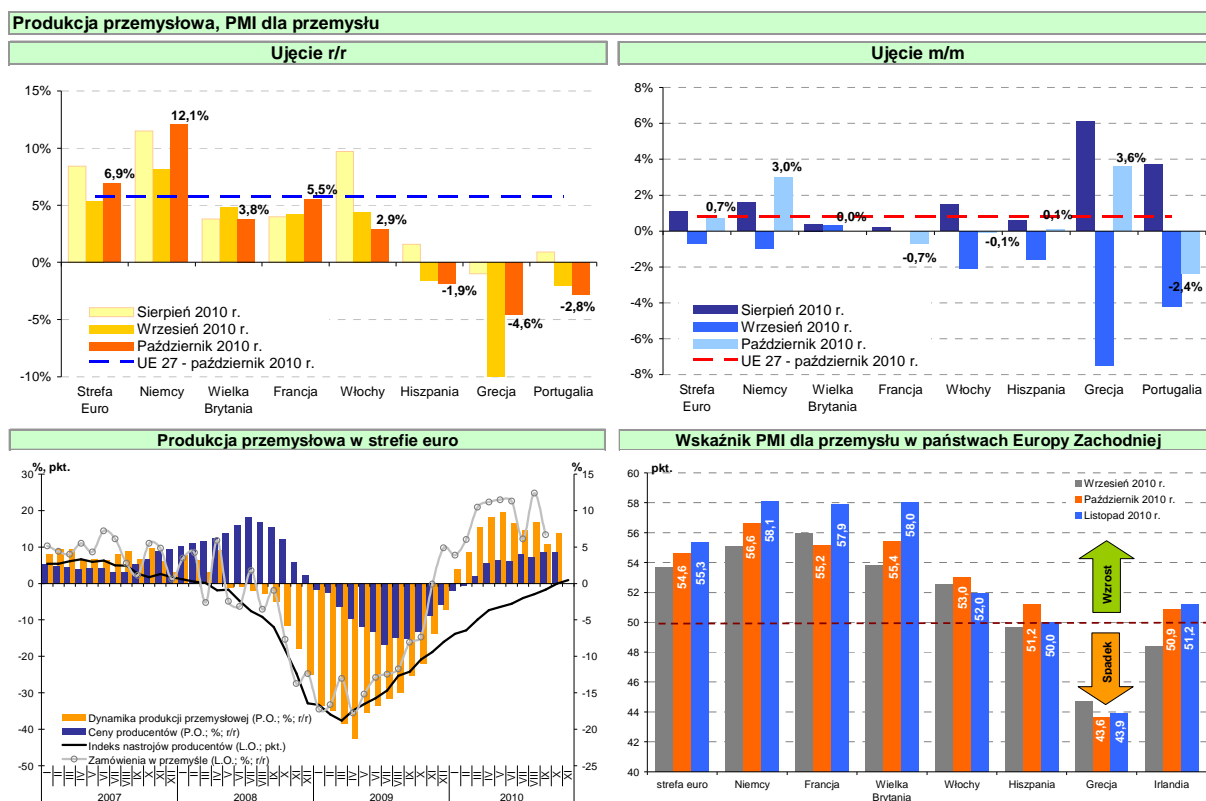


## Departament Analiz i Skarbu

2010 r. KE prognozuje wzrost na poziomie 3,7%, który zwolni w 2011 i 2012 r. do odpowiednio 2,2% i 2,0%.

- PKB **Wielkiej Brytanii** wzrósł o 0,8% kw/kw i 2,8% r/r – znacznie powyżej prognoz. Najważniejszym czynnikiem wzrostu było budownictwo. Pomimo tego znaczny spadek cen nieruchomości oraz zima zmniejszą możliwości rozwoju sektora w następnych kwartałach, a wdrażanie restrykcyjnego planu konsolidacji fiskalnej (ograniczenie wydatków, podwyżka VAT oraz redukcja zatrudnienia w sferze budżetowej) odbije się niekorzystnie na pozostałych gałęziach gospodarki.
- We **Włoszech** i **Francji** odnotowano negatywny wpływ eksportu netto na PKB, natomiast pozytywny odbudowy zapasów, przy czym we Francji istotnie wzrosła konsumpcja, podczas gdy we Włoszech pozostała na dotychczasowym poziomie, co skutkowało niższym wzrostem PKB niż we Francji.
- W III kw. 2010 r. nominalnie PKB **Hiszpanii** pozostał na poziomie z II kw. i wzrósł nieznacznie w skali roku. Stagnacja jest wynikiem bardzo niekorzystnej sytuacji w budownictwie (spadek o 11,6% r/r) oraz spadku wydatków inwestycyjnych. Nadwyżka w handlu zagranicznym oraz nieznaczny wzrost konsumpcji prywatnej były czynnikami ograniczającymi wpływ spadku pozostałych składowych. Wg prognozy KE PKB Hiszpanii w całym 2010 r. spadnie o 0,3%. Bardzo wysokie bezrobocie oraz restrykcyjna polityka fiskalna będą ograniczały wzrost w następnych latach do 0,75% w 2011 r. i 1,75% w 2012 r. W najgorszej sytuacji spośród państw strefy euro znajduje się **Grecja**, której dostosowania budżetowe i związane z tym dalsze ograniczenie konsumpcji, pozwoli, wg KE, wyjść z recesji dopiero w połowie 2012 r. Dynamika PKB **Portugalii** natomiast przewyższyła oczekiwania kształtując się blisko średniej dla całej strefy euro, co jest dość istotne w świetle niekorzystnej sytuacji fiskalnej oraz obaw inwestorów dotyczących jej niewypłacalności. Głównym czynnikiem wzrostu był eksport, podczas gdy inwestycje oraz konsumpcja ograniczały wzrost PKB.

## Produkcja przemysłowa



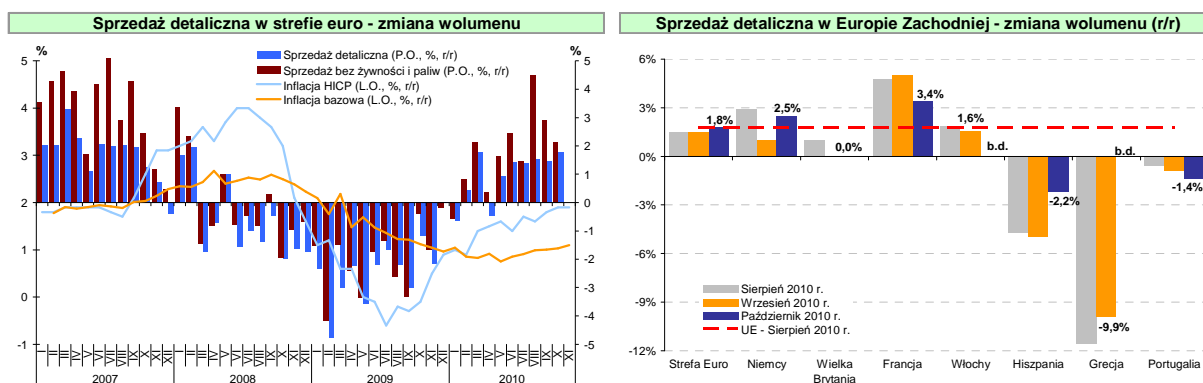
Źródło: Eurostat, Markit

- Produkcja przemysłowa w **strefie euro** wzrosła w październiku br. o 0,7% m/m i 6,9% r/r. W porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła dynamika produkcji dóbr inwestycyjnych (do 12,1% r/r) oraz konsumpcyjnych, zarówno trwałego użytku (do 1,9% r/r), jak i pozostałych (do 3,6% r/r). Dynamika produkcji dóbr pośrednich utrzymała dotychczasowe tempo (7,3% r/r), natomiast

energii spadła do 0,3% r/r. Do wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej w strefie euro przyczyniły się głównie **Niemcy** (utrzymując stabilną, około 10% dynamikę wzrostu) oraz, w mniejszym stopniu, **Francja**. W pozostałych największych gospodarkach Europy (**Wielka Brytania, Włochy**) tempo produkcji spadło, natomiast dalszemu pogorszeniu uległa sytuacja w tzw. krajach „peryferyjnych” (pogłębienie spadków w **Hiszpanii, Portugalii i Grecji**). Powyższa sytuacja nasila obraz nierównomiernego rozkładu wzrostu produkcji oraz znacznych różnic kondycji gospodarczej poszczególnych państw strefy euro.

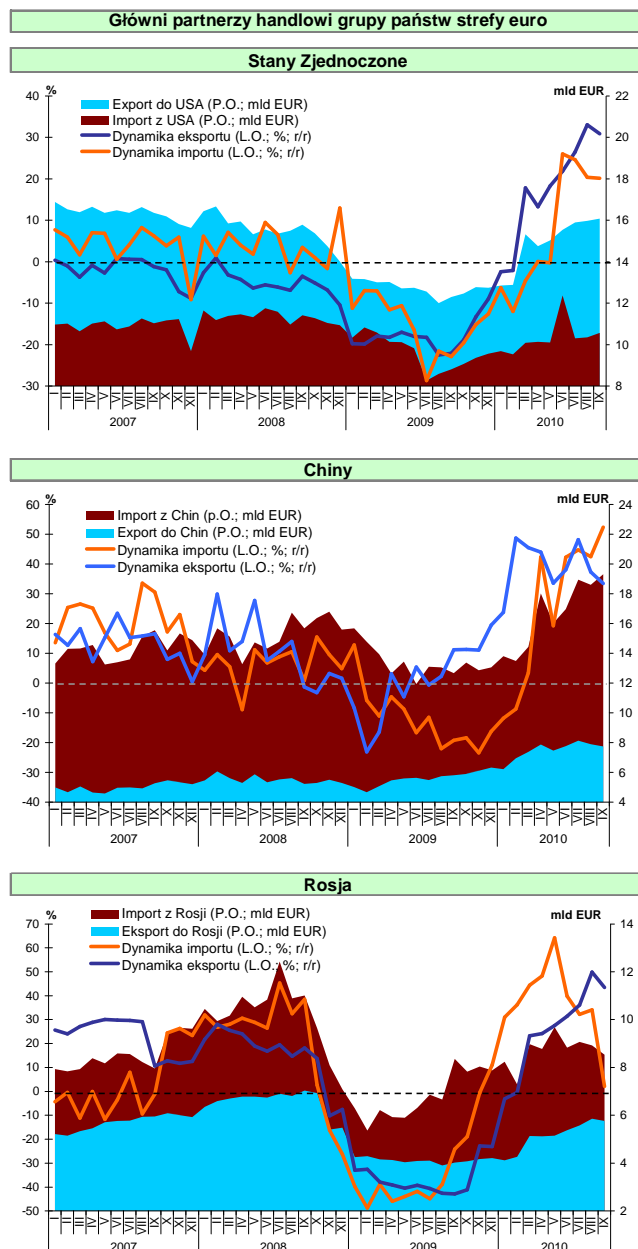
- Badanie oczekiwań sytuacji w przemyśle PMI wskazuje na możliwy dalszy wzrost tempa produkcji oraz zamówień (szczególnie na eksport) w listopadzie w **Niemczech, Francji i Wielkiej Brytanii**. W pozostałych państwach Europy Zachodniej spodziewane jest pogorszenie sytuacji, głównie w wyniku niekorzystnych warunków na rynku pracy i słabego popytu wewnętrznego, dodatkowo ograniczonego zmniejszeniem wydatków w sferze budżetowej.

### Sprzedaż detaliczna



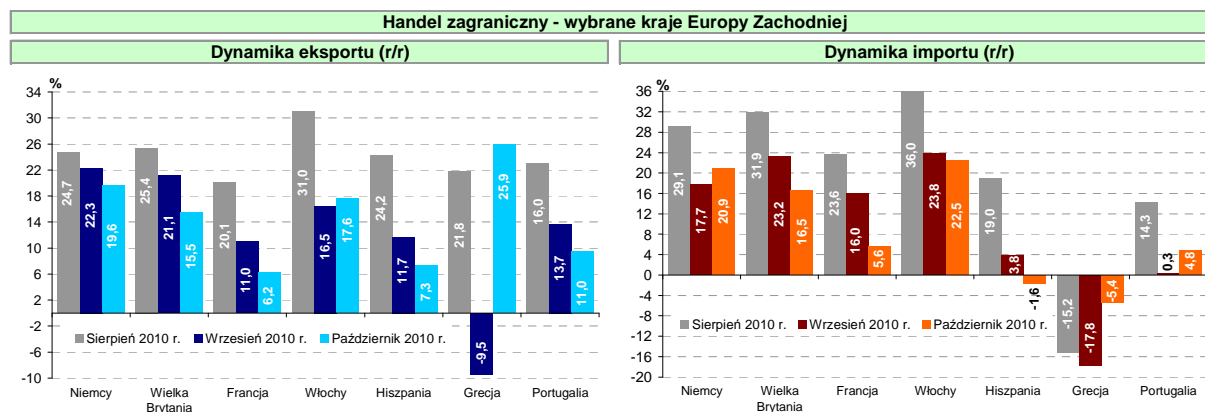
- Dynamika wolumenu sprzedaży detalicznej w **strefie euro** wzrosła w październiku do 1,8% r/r, po wzroście tempa sprzedaży żywności do 2,0% r/r z 0,3% we wrześniu oraz spadku dynamiki sprzedaży pozostałych dóbr z 2,9% do 2,1%. Kluczowy dla zwiększenia dynamiki w październiku był miesięczny wzrost sprzedaży o 2,3% w **Niemczech** oraz wciąż wysoki wzrost we **Francji**. Pewnej poprawie uległa sytuacja w **Hiszpanii**, która po notowanych od lipca spadkach sprzedaży (kiedy wprowadzono podwyżkę podatku VAT) odnotowała pierwszy miesięczny wzrost i mniejszy niż dotychczas roczny spadek.
- Badanie PMI dla sprzedaży detalicznej w listopadzie w **strefie euro** wskazało na znaczne zróżnicowanie odnośnie perspektyw rozwoju sektora handlowego w poszczególnych gospodarkach strefy. Wzrosty w **Niemczech** i **Francji** kontrastują ze znacznym spadkiem we **Włoszech**. Wg badania PMI w Niemczech odnotowano poprawę we wszystkich obszarach sektora handlowego (wzrost i trwałość zatrudnienia, rosnące zyski przedsiębiorstw oraz poprawa nastrojów konsumentów). Szacuje się, że we Francji wzrost konsumpcji w październiku i listopadzie był niższy od notowanych w III kw., głównie za sprawą zakłóceń wynikających z licznych protestów przeciw zmianom w systemie emerytalnym oraz cięciom wydatków w sferze budżetowej. PMI dla Włoch za październik i listopad wskazuje na pogłębienie spadków sprzedaży z III kw., przy decydującym znaczeniu niekorzystnej sytuacji na tamtejszym rynku pracy.
- Bieżący **wskaźnik nastrojów konsumenckich** dla strefy euro wzrósł w listopadzie do poziomu najwyższego od 3 lat obrazując wysoki poziom optymizmu dotyczący obecnej sytuacji konsumentów. Jednocześnie gorzej oceniano perspektywę przyszłej kondycji finansowej gospodarstw domowych. Badanie to obrazuje niepewność związaną z perspektywą wyższych obciążeń podatkowych, które wraz z pakietami konsolidacji fiskalnej będą wdrażane na początku 2011 r., co z kolei prawdopodobnie będzie wspierało sprzedaż detaliczną w IV kw. 2010 r.

## Handel zagraniczny



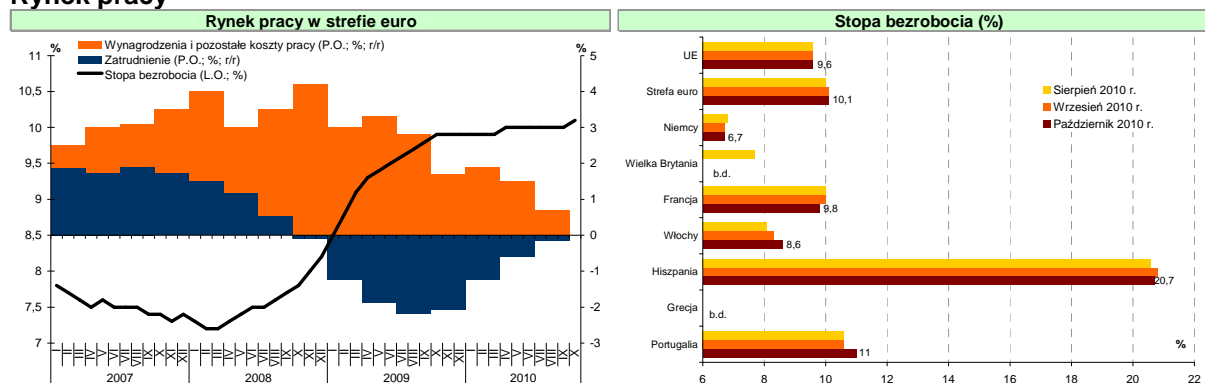
Źródło: Reuters.

- **Strefa euro** odnotowała w październiku 5,2 mld EUR nadwyżki w handlu zagranicznym z państwami spoza strefy. Pomimo spadku wartości wymiany handlowej w porównaniu z wrześniem, strefa euro w dalszym ciągu notuje wysokie, nieco ponad 20% roczne dynamiki zarówno eksportu i importu ogółem. Drugi z kolei miesięczny spadek importu obrazuje zmniejszenie popytu w niektórych państwach strefy na przełomie II i III kw., szczególnie biorąc pod uwagę znaczne (blisko 10%) umocnienie euro względem dolara w tym okresie.
- Od stycznia do października br., w porównaniu z analogicznym okresem 2009 r., szczególnie mocno wzrósł deficyt **strefy euro** w wymianie handlowej energią (do 185 mld EUR) oraz surowcami (do 26 mld EUR). Wyższą nadwyżkę odnotowano natomiast w handlu maszynami i pojazdami (112 mld EUR) oraz chemikaliami (79 mld EUR).
- W listopadzie i grudniu miało miejsce osłabienie kursu euro względem dolara, co, w połączeniu ze znacznym wzrostem subindeksu PMI dla nowych zamówień w produkcji przemysłowej przeznaczanej na eksport, spowodowało wzrost oczekiwań odnośnie dodatniego wkładu eksportu netto w PKB strefy euro w IV kw. br. Większość państw strefy euro wprowadzi w 2011 r. zaostrzenie polityki fiskalnej, ograniczając tym samym popyt konsumpcyjny. W związku z tym wzrost gospodarczy w strefie euro w przyszłym roku może w znacznym stopniu zależeć od koniunktury zagranicznej, w tym szczególnie w USA i największych gospodarkach *emerging markets*.



Źródło: Eurostat.

## Rynek pracy

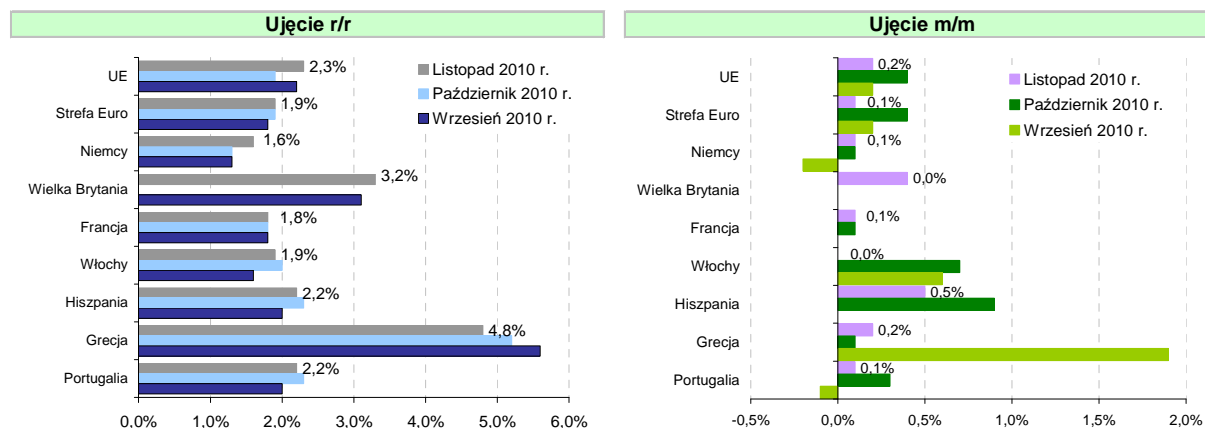


Źródło: Eurostat.

- Stopa bezrobocia w strefie euro wzrosła w październiku o 0,1 p.p. do 10,1%. Liczba bezrobotnych wzrosła o 80 tys. do 15,9 mln osób. Najniższą stopę bezrobocia odnotowano w Holandii (4,4%) oraz w Austrii (4,8%), najwyższą natomiast w Hiszpanii (20,8%). Za wzrost bezrobocia w strefie euro w październiku odpowiada m.in. pogorszenie sytuacji we Włoszech, podczas gdy w Niemczech stopa bezrobocia pozostała na dotychczasowym poziomie, a nieznacznie spadła we Francji i Hiszpanii.
- Wg Eurostatu zatrudnienie w strefie euro w III kw. było o 0,2% niższe niż przed rokiem i takie samo jak w II kw. br. W podziale na sektory największy spadek zatrudnienia odnotowano w budownictwie, przemyśle oraz handlu, transporcie i komunikacji. Wzrosło zatrudnienie w usługach finansowych oraz pozostałych. Wyższa była również aktywność gospodarcza osób fizycznych.
- W III kw. br. odnotowano dalszy spadek (do 0,8% r/r) dynamiki kosztów pracy w strefie euro. Wchodzące w ich skład wynagrodzenia dla pracowników wzrosły o 0,7% r/r, natomiast pozostałe koszty niezwiązane z płacami były wyższe o 1,2% r/r.

## Inflacja

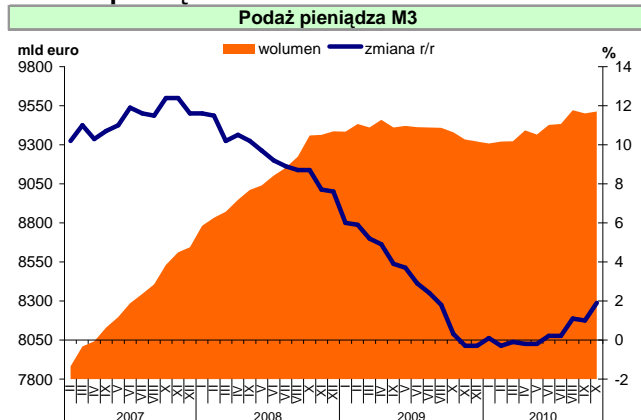
### Inflacja HICP



Źródło: Eurostat

- Wskaźnik inflacji HICP w **strefie euro** ukształtował się w listopadzie na poziomie 0,1% m/m i 1,9% r/r (zgodnie z consensusem prognoz rynkowych). Inflacja drugi miesiąc z rzędu utrzymała się na poziomie celu inflacyjnego EBC (blisko, ale poniżej 2,0% r/r w średnim okresie). Ze względu na powolny wzrost gospodarczy strefy euro, kontrolowany wzrost cen oraz niekorzystną sytuację na rynku pracy, rynek spodziewa się podwyżki głównej stopy procentowej EBC najwcześniej w IV kw. 2011 r.
- Wzrost inflacji w ostatnich miesiącach związany jest z jednej strony z efektem bazy po spadku cen żywności i paliw przed rokiem, z drugiej natomiast rosnącymi cenami surowców na rynkach globalnych. Wg prognozy KE inflacja w najbliższych latach utrzyma się nieco poniżej celu inflacyjnego EBC, głównie za sprawą powolnego wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz niskiego tempa wzrostu wynagrodzeń oraz zatrudnienia. Do wzrostu cen w pewnym stopniu mogą się natomiast przyczynić podwyżki podatku VAT oraz cen administrowanych (w związku z konsolidacją fiskalną niektórych państw strefy). KE prognozuje nieznaczny wzrost średniorocznego poziomu inflacji w 2011 i 2012 r. – do 1,75%, z około 1,5% w 2010 r.

**Podaż pieniądza M3**



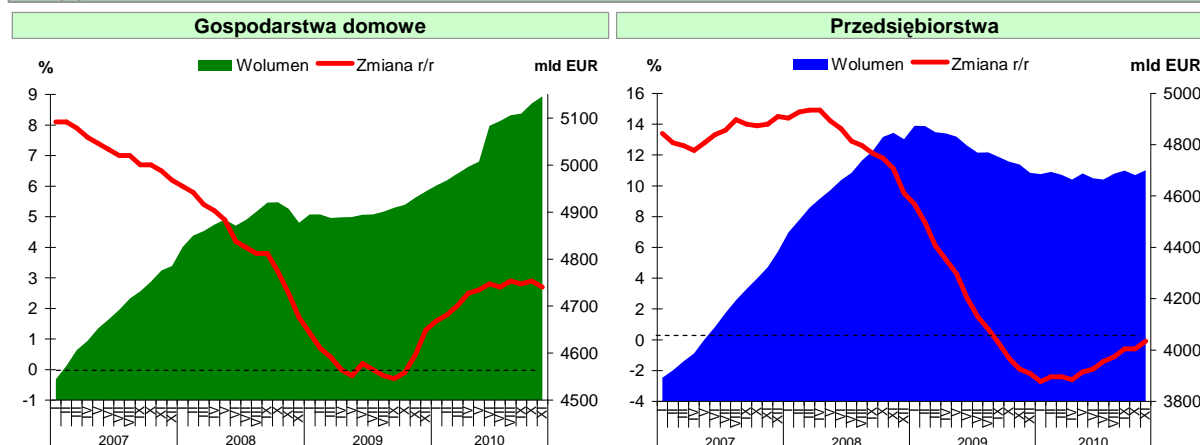
Podaż pieniądza M3 w strefie euro wzrosła w listopadzie o 1,9% r/r (powyżej consensusu prognoz rynkowych na poziomie 1,5%), po wzroście o 1,0% w październiku. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych nieznacznie spadła do 2,7%, przy czym kredytów hipotecznych była niższa o 0,2 p.p. i wyniosła 3,4% r/r, natomiast kredytów konsumpcyjnych wzrosła o 0,4 p.p. do -0,4% r/r. Kredyty dla przedsiębiorstw w dalszym ciągu były niższe niż przed rokiem, przy czym spadek był nieznaczny (o 0,1%).

Podaż pieniądza w strefie euro									
Data	gotówka w obiegu		M1		M2		M3		
	nominał (mln EUR)	dynamika (r/r)	nominał (mln EUR)	dynamika (r/r)	nominał (mln EUR)	dynamika (r/r)	nominał (mln EUR)	dynamika (r/r)	
Listopad 2009	749 965	6,4%	4 472 348	12,5%	8 169 984	3,6%	9 414 991	1,8%	
Grudzień 2009	769 871	6,3%	4 492 265	12,5%	8 278 477	1,7%	9 334 221	-0,3%	
2010	Wrzesień	786 760	6,2%	4 668 219	6,3%	8 344 887	2,0%	9 501 088	1,0%
	Październik	789 036	5,9%	4 677 382	5,2%	8 382 529	2,2%	9 501 088	1,0%
	Listopad	790 203	5,4%	4 691 896	4,5%	8 389 348	2,3%	9 513 900	1,9%

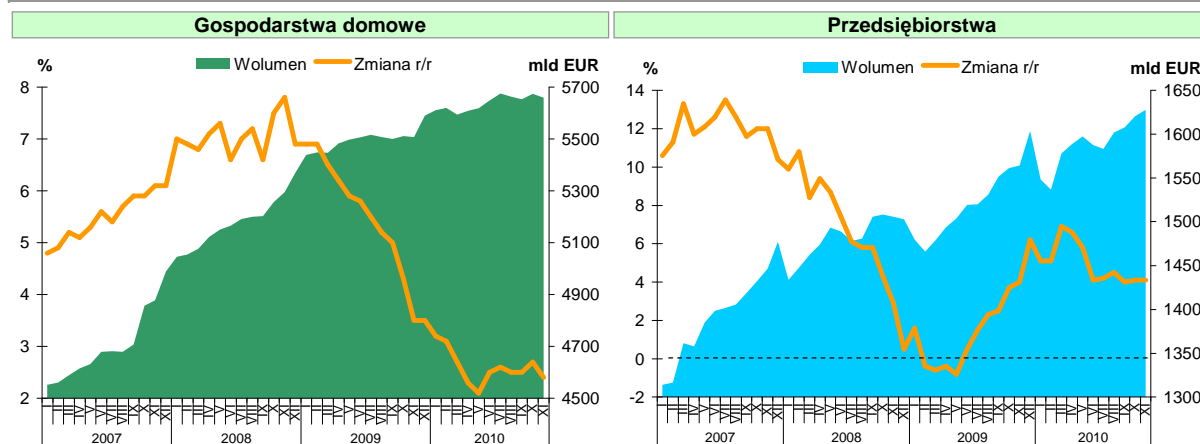
Źródło: EBC

**Kredyty i depozyty**

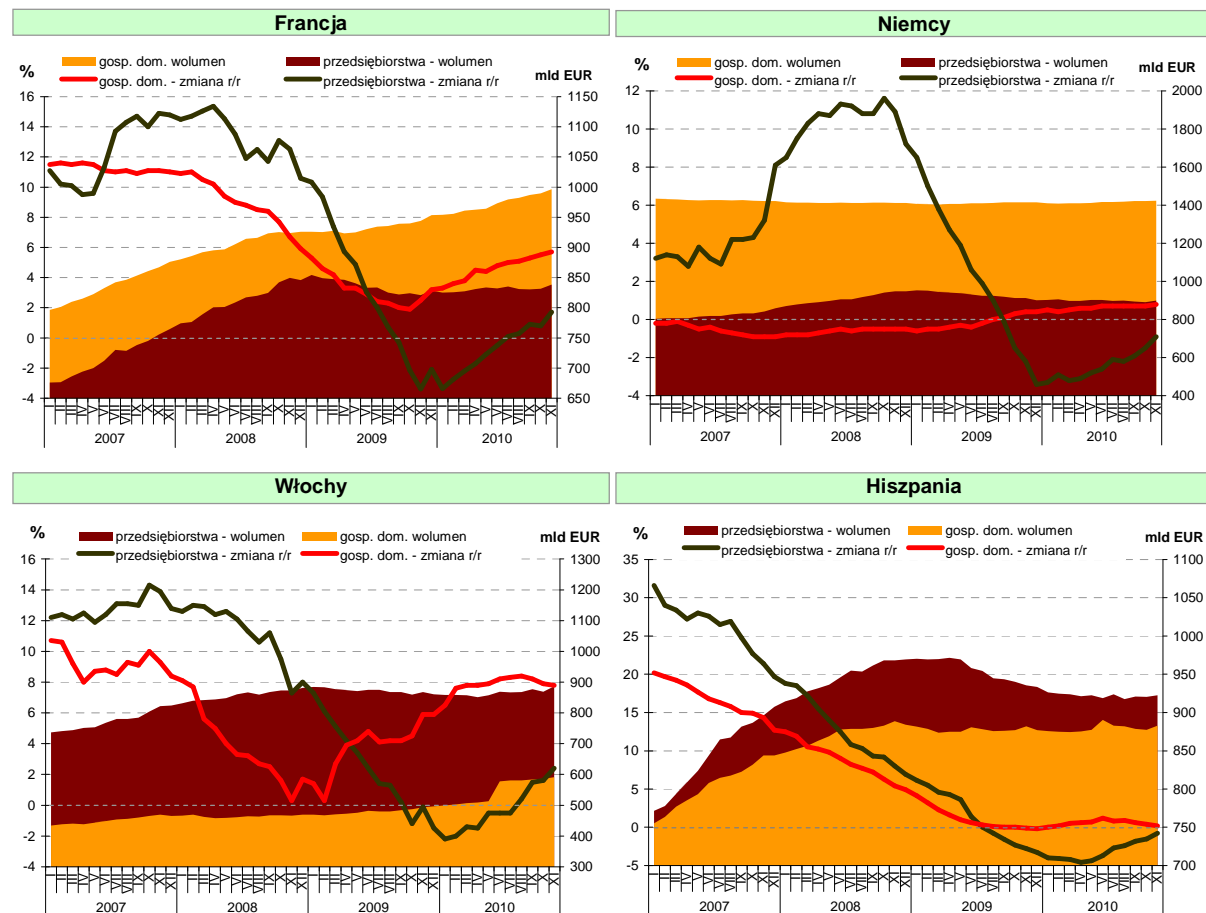
**Kredyty - Strefa Euro**



**Depozyty - Strefa Euro**



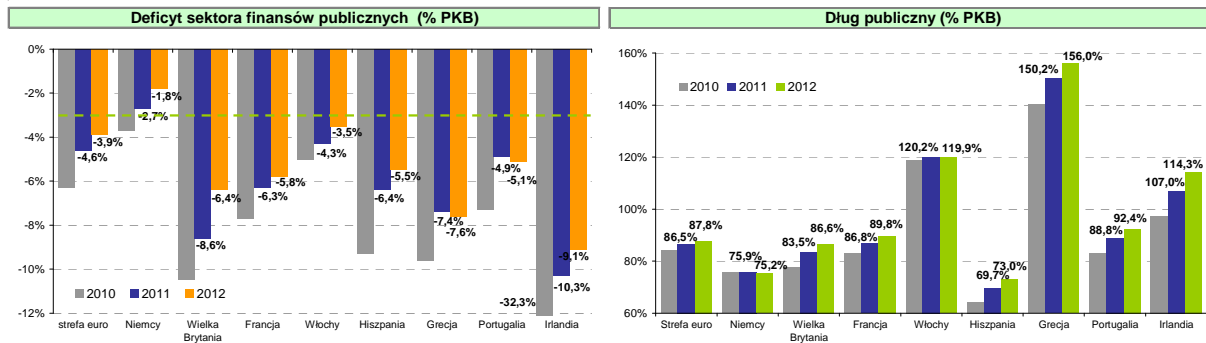
## Kredyty - Europa Zachodnia



Źródło: Dane EBC.

## Finanse publiczne

### Finanse publiczne - prognozy Komisji Europejskiej



- ◆ Rząd Irlandii przedstawił restrykcyjny budżet na 2011 r. Ograniczenia wydatków i podwyżki podatków o łącznej wartości 6 mld EUR mają pomóc w zwalczaniu kryzysu finansów publicznych oraz sektora bankowego i są konieczne do otrzymania wartej 85 mld EUR pomocy z UE i MFW. Łącznie 4-letni plan konsolidacji finansów publicznych opiewa na 15 mld EUR i zakłada zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych do 3% w 2014 r.

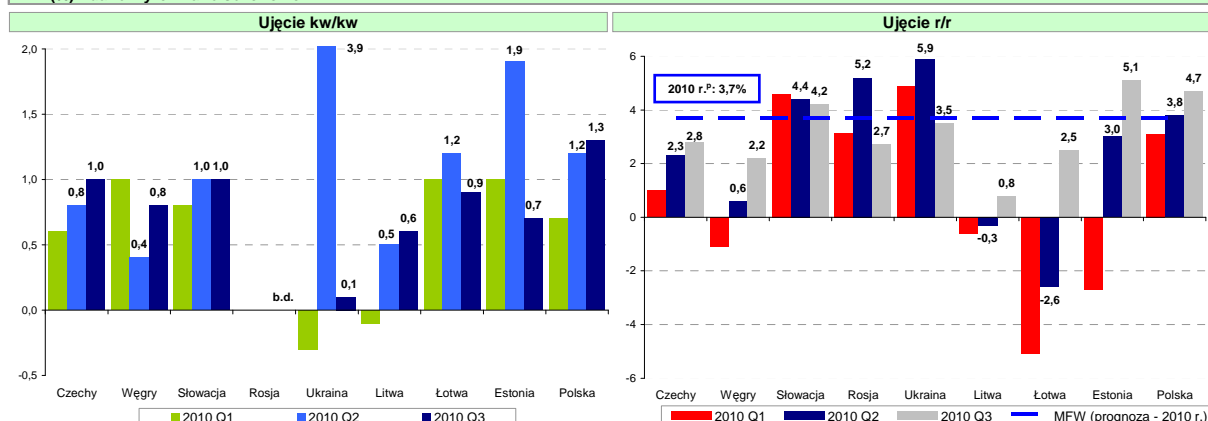
  - W tym celu założono m.in.: zwiększenie dochodów (o 2 mld EUR w 2011 r.) poprzez obniżenie progu dla podatku dochodowego (przez co zostanie nim objęte 45% pracowników o niższych wynagrodzeniach, którzy dotychczas podatku nie płacili) oraz likwidację ulg podatkowych od nieruchomości do 2014 r. (uważanych za przyczynę powstania bańki spekulacyjnej na tamtejszym rynku nieruchomości). Ograniczone (o 4 mld EUR) zostaną wydatki na służbę zdrowia, wynagrodzenia w sferze budżetowej oraz inwestycje w infrastrukturę.

- Krytyce poddano natomiast zbyt optymistyczne (zarówno w ocenie rynku, jak i KE) przyjęte w planie założenia dotyczące wzrostu PKB – o 1,7% w 2011 r., 3,2% w 2012 r., 3,0% w 2013 r. i 2,8% w 2014 r.
- Włoski** Senat przyjął ustawę budżetową na 2011 r. oraz zaaprobował plan konsolidacji finansów publicznych do 2012 r., obejmujący ograniczenie wydatków oraz zwiększenie dochodów budżetowych łącznie o 25 mld EUR. Dzięki temu deficyt sektora finansów publicznych ma zostać zmniejszony do 3,9% PKB w 2011 r. i do 2,7% PKB w 2012 r., z 5,3% PKB w 2009 r. i ok. 5,0% w 2010 r., a dług publiczny zmniejszony z 118,5% PKB w 2010 r. do 117,5% PKB w 2012 r. (szacunki włoskiego rządu dla deficytu i długu są nieco bardziej optymistyczne niż prognoza KE).
- Rząd **Portugalii** przyjął ustawę budżetową, dzięki której deficyt sektora finansów publicznych wyniesie 4,6% PKB w 2011 r., wobec 7,3% w 2010 r. Wysoki dług oraz deficyt w relacji do PKB, niska konkurencyjność portugalskiej gospodarki, rosnące koszty obsługi zadłużenia oraz powolny wzrost gospodarczy dają podstawę do spekulacji, że Portugalia może być następnym krajem potrzebującym pomocy z UE i MFW. Pomimo to tamtejszy rząd zapewniał, że osiągnie swoje cele bez wnioskowania o dodatkowe środki.
- Odzwierciedleniem sytuacji fiskalno – gospodarczej są oceny przyznawane przez międzynarodowe agencje ratingowe. W grudniu miały miejsce:
    - obniżenie ratingu Irlandii przez: S&P (do „A” z „AA-”; perspektywa negatywna), Fitch (do „BBB+” z „A+”; perspektywa stabilna), Moody’s (do „Baa1” z „Aa1” – perspektywa negatywna);
    - obniżenie ratingu Portugalii (do „A+” z „AA-”) przez Fitch (perspektywa negatywna);
    - umieszczenie przez Moody’s dotychczasowego ratingu Hiszpanii („Aa1”) na liście obserwacyjnej z perspektywą negatywną.

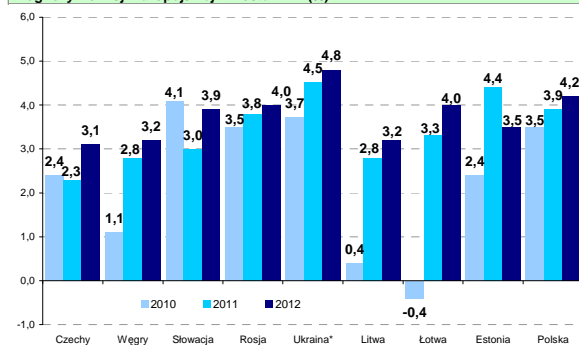
### 3. Państwa Europy Środkowo-Wschodniej

#### Wzrost gospodarczy

PKB (%) - dane wyrównane sezonowo



Prognozy Komisji Europejskiej wzrostu PKB (%)



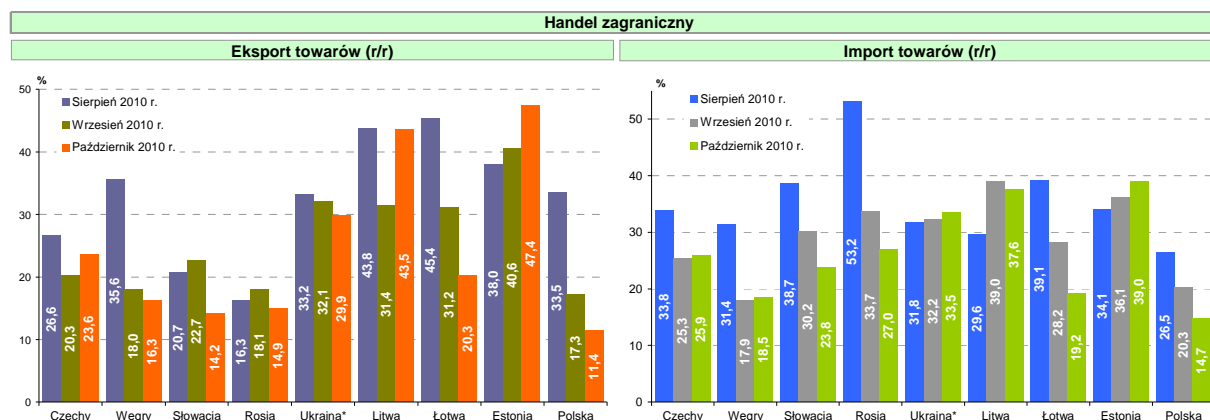
Źródło: Eurostat, Rosstat, SSC of Ukraine, MFW. \*Prognoza MFW.

- We wszystkich krajach **Europy Środkowo-Wschodniej** w III kwartale 2010 r. odnotowano dodatni wzrost gospodarczy (większość z nich w 2009 r. doświadczyła recesji).
  - Najistotniejszym czynnikiem wzrostu PKB w III kwartale 2010 r. w krajach członkowskich UE regionu **Europy Środkowo-Wschodniej** był eksport netto, dzięki popytowi zagranicznemu głównie ze strony Niemiec. Natomiast hamująco na rozwój większości gospodarek wpłynął osłabiony popyt krajowy, głównie spadek bądź stagnacja konsumpcji prywatnej w wyniku pogorszenia sytuacji na rynku pracy.

## Departament Analiz i Skarbu

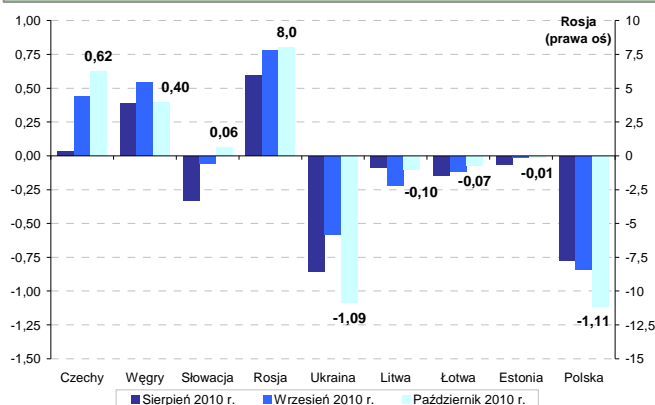
- Wzrost PKB na **Węgrzech** w III kwartale 2010 r. (o 2,2% r/r i 0,8 kw/kw) nastąpił w efekcie wysokiej produkcji przemysłowej oraz nadwyżki handlowej. Agencje ratingowe Moody's i Fitch obniżyły rating kredytowy Węgier odpowiednio do „Baa3” i „BBB-” z perspektywą negatywną. Wg agencji węgierska gospodarka ze względu na relatywnie wysoki poziom zadłużenia jest podatna na negatywne szoki. Niepewność budzi sposób redukcji deficytu sektora finansów publicznych, m.in. finansowanie go środkami wycofanymi z prywatnych funduszy emerytalnych oraz pochodzącymi z podatków nałożonych na sektor finansowy, energetyczny, operatorów telekomunikacyjnych i sieci handlowe. Wprowadzenie powyższych obciążeń najprawdopodobniej przełoży się na ograniczenie akcji kredytowej przez banki, zwiększenie niepewności wśród przedsiębiorców oraz utrzymanie inflacji powyżej celu inflacyjnego.
- W **Rosji** i na **Ukrainie** w III kwartale 2010 r. nastąpił spadek dynamiki wzrostu gospodarczego (do odpowiednio: 2,7% r/r oraz 3,5% r/r), który wynikał częściowo z wyższej bazy odniesienia niż w II kwartale oraz niekorzystnego wpływu fali upałów i suszy na produkcję rolną. W Rosji główną siłą napędzającą wzrost gospodarczy był popyt krajowy. Wg Komisji Europejskiej zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego jest również niedostateczna poprawa w zakresie inwestycji (kontrybucja w PKB za 2010 r. stanowić ma ok. 20%). W efekcie prognozowane tempo rozwoju gospodarki w najbliższych latach (3,8% i 4,0%) kształtuje się znacznie poniżej poziomu odnotowanego w okresie przed kryzysem (ok. 8,0%).
- W **krajach nadbałtyckich** podjęto szereg działań mających przywrócić równowagę gospodarczą, w celu utrzymania konkurencyjności gospodarek, m.in. dostosowano koszty pracy poprzez spadek płac i zatrudnienia w sektorze publicznym i prywatnym. W efekcie kraje nadbałtyckie odnotowały wysokie, dwucyfrowe stopy bezrobocia. Na **Litwie** i **Łotwie** odnotowano w III kwartale 2010 r. po raz pierwszy od czasu wejścia w recesję wzrost PKB w ujęciu rocznym (odpowiednio o 0,8% i 2,5%). Agencja ratingowa S&P podniosła rating kredytowy Łotwy o jeden poziom do „BB+” z perspektywą stabilną ze względu na utrzymywanie długu publicznego na „umiarkowanym poziomie” oraz szybkie odzyskiwanie równowagi po kryzysie. Natomiast najszybciej z recesji wyszła **Estonia**, dla której jednocześnie prognozuje się najwyższy wzrost gospodarczy w 2011 r. (wg Komisji Europejskiej).
- Wspólnym zagrożeniem dla tempa wzrostu gospodarczego w krajach **Europy Środkowo-Wschodniej** są planowane procesy konsolidacji finansów publicznych, które mogą negatywnie wpłynąć na konsumpcję i inwestycje. Obawy Komisji Europejskiej znalazły odzwierciedlenie m.in. w niższej prognozie wzrostu gospodarczego w 2011 r. niż w 2010 r. dla Czech i Słowacji.

## Handel zagraniczny





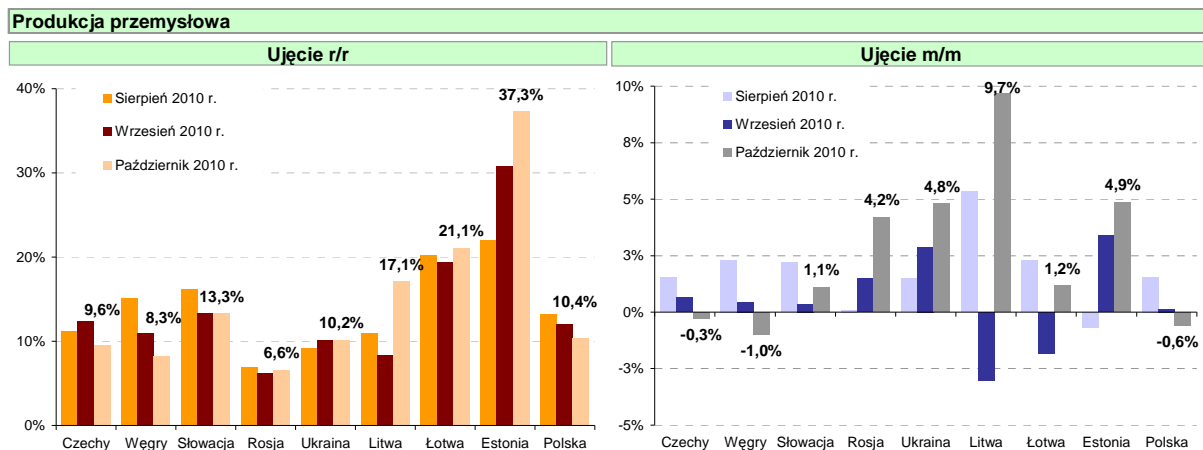
### Bilans handlu zagranicznego (mld EUR)



Źródło: Eurostat, Rosstat, SSC of Ukraine. \*Dane za okres styczeń-październik 2010 r.

- ♦ W październiku 2010 r. wśród krajów **Europy Środkowo-Wschodniej** nadwyżkę handlową odnotowały m.in.:
  - **Czechy** – w wyniku utrzymującej się nadwyżki handlowej (która wzrosła do 0,6 mld EUR, tj. poziomu najwyższego od 7 miesięcy), nastąpiło przyspieszenie tempa rozwoju gospodarczego. Eksport stanowi ok. 70% PKB. W efekcie Czechy wychodzą z największej recesji od czasów zmian systemowych w wyniku załamania popytu na dobra eksportowe;
  - **Rosja** – dodatni bilans handlowy wyniósł 10,5 mld USD (8,0 mld EUR) i był o 5,4% mniejszy niż w analogicznym okresie 2009 r. Kluczową rolę w tym kraju odgrywa eksport surowców energetycznych, w tym ropy naftowej i gazu. Coraz większego znaczenia nabiera współpraca handlowa z Chinami, która w tym roku się ożywiła – wartość obrotów handlowych do końca września 2010 r. osiągnęła poziom sprzed kryzysu finansowego przekraczając 40 mld USD (więcej niż w 2009 r.).

### Produkcja przemysłowa



Źródło: Eurostat, Rosstat, SSC of Ukraine.

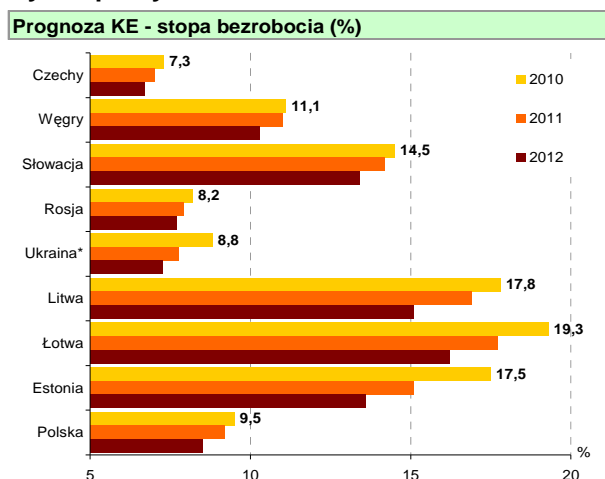
- ♦ Produkcja przemysłowa w krajach **Europy Środkowo-Wschodniej** stanowi istotny czynnik napędzający rozwój tych gospodarek. Przedsiębiorstwa najbardziej zyskiwały na ożywieniu światowego popytu na dobra kapitałowe i trwałego użytku. W październiku br. w większości krajów nastąpiło spowolnienie tempa wzrostu produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym, wyjątkiem były kraje nadbałtyckie.
- ♦ Na kształtowanie się dynamiki produkcji przemysłowej w **Czechach** i na **Węgrzech** miał wpływ efekt bazy, a także umiarkowany popyt w stosunku do poprzedniego miesiąca – w październiku 2010 r. nastąpiło zahamowanie dynamiki rocznej przy jednoczesnym spadku produkcji w stosunku do września 2010 r.
- ♦ Wzrost produkcji przemysłowej w **Rosji** od lipca 2010 r. utrzymuje się w przedziale 6-7% r/r. W październiku stopa wzrostu przewyższyła oczekiwania rynku (6,6% r/r wobec 5,4%) głównie za sprawą zwiększonego popytu na samochody, który był stymulowany programem rządowym.

## Departament Analiz i Skarbu

Czynnikami poprawy w przemyśle były również wyższe ceny towarów oraz ożywienie popytu konsumpcyjnego.

- ♦ W październiku 2010 r. na **Ukrainie** odnotowano dobre wyniki w produkcji przemysłowej (wzrost o 10,2% r/r i 4,8% m/m), pomimo mniej korzystnej statystycznej bazy odniesienia. Głównym czynnikiem wzrostowym był większy popyt krajowy w wyniku stabilnego wzrostu płac i ożywienia kredytowania przez banki. Pozytywny wpływ na gospodarkę miały również inwestycje w infrastrukturę prowadzone przez państwo.
- ♦ Najwyższe stopy wzrostu produkcji odnotowane w **Estonii**, na **Litwie** i **Łotwie** były w głównej mierze wynikiem niskiej bazy odniesienia, np. w Estonii produkcja odnotowana w październiku 2010 r. odpowiadała poziomowi z 2005 r.

### Rynek pracy

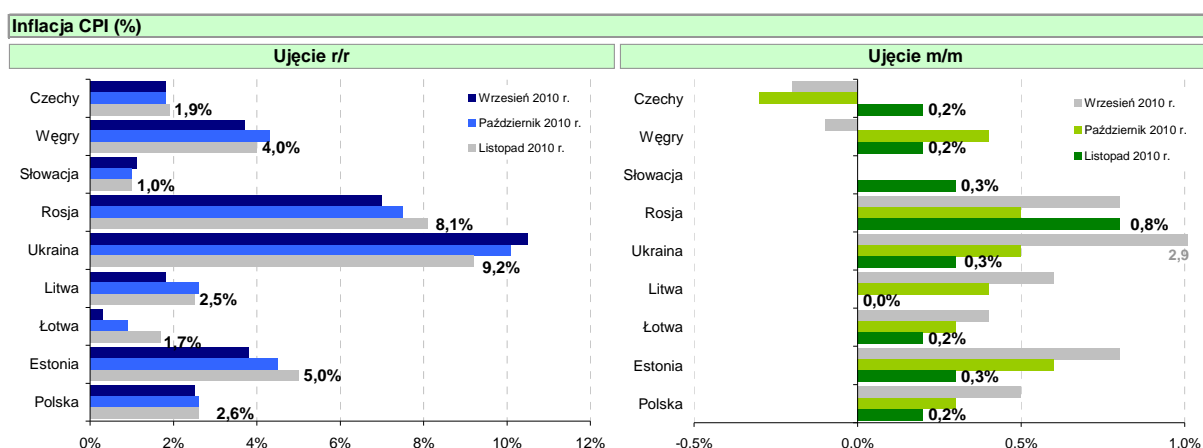


Źródło: Eurostat, MFW. \*Prognoza MFW.

- ♦ Poziom bezrobocia w regionie **Europy Środkowo-Wschodniej** jest bardzo zróżnicowany. Podczas kryzysu, w **krajach nadbałtyckich** stopa bezrobocia wzrosła z poziomu 4,3-6,0% w 2007 r. do prognozowanego 17,5-19,3% w 2010 r. Był to najwyższy wzrost stopy bezrobocia w Europie.
- ♦ Dla wszystkich krajów **Europy Środkowo-Wschodniej** prognozy Komisji Europejskiej zakładają spadek stopy bezrobocia w latach 2011-2012.

- ♦ W **Czechach** i na **Słowacji**, gdzie zostaną przeprowadzone redukcje kosztów pracy w sektorze publicznym (spadek płac i zatrudnienia) oraz utrzymuje się osłabiony popyt na pracę w sektorze prywatnym, spadek bezrobocia w 2011 r. będzie umiarkowany.

### Inflacja



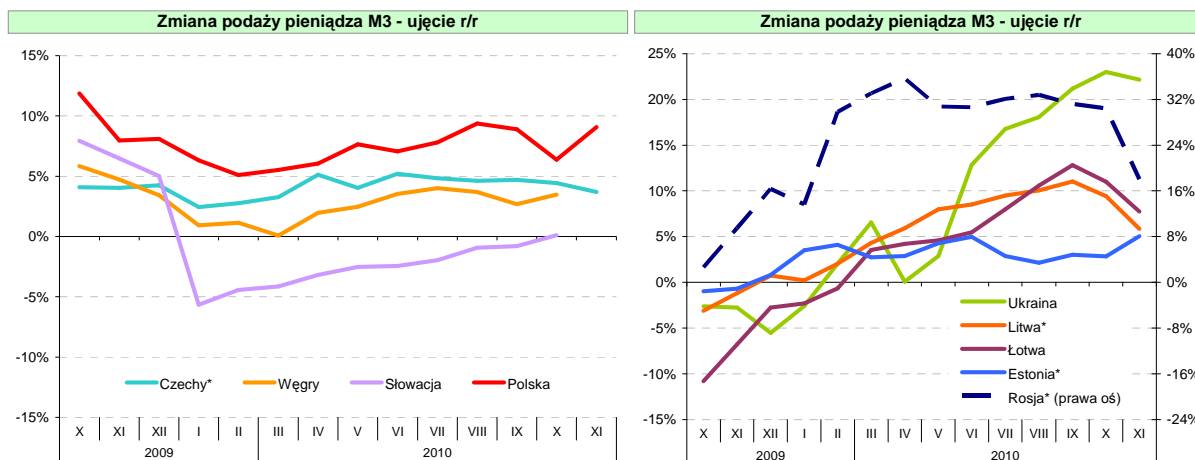
Źródło: Eurostat, Rosstat, SSC of Ukraine.

- ♦ W listopadzie 2010 r. w krajach **Europy Środkowo-Wschodniej** miesięczny wzrost cen wobec października był zbliżony (za wyjątkiem Rosji: 0,8%). Głównym czynnikiem napędzającym inflację był wzrost cen żywności i energii.
- ♦ Ze względu na utrzymywanie się na **Węgrzech** poziomu inflacji powyżej celu inflacyjnego (4,0% r/r wobec 3,0%), a także jej charakteru (inflacja kosztowa), bank centralny zdecydował się

na kolejną podwyżkę stóp procentowych o 25 p.b., w tym głównej stopy procentowej do 5,75%. Bank centralny ocenił, że przy braku zacieśnienia polityki monetarnej istniało ryzyko rosnących oczekiwań inflacyjnych ze względu na trwałe utrzymywanie się inflacji powyżej celu inflacyjnego oraz powstania efektów inflacyjnych drugiej rundy wywołanych szokami kosztowymi.

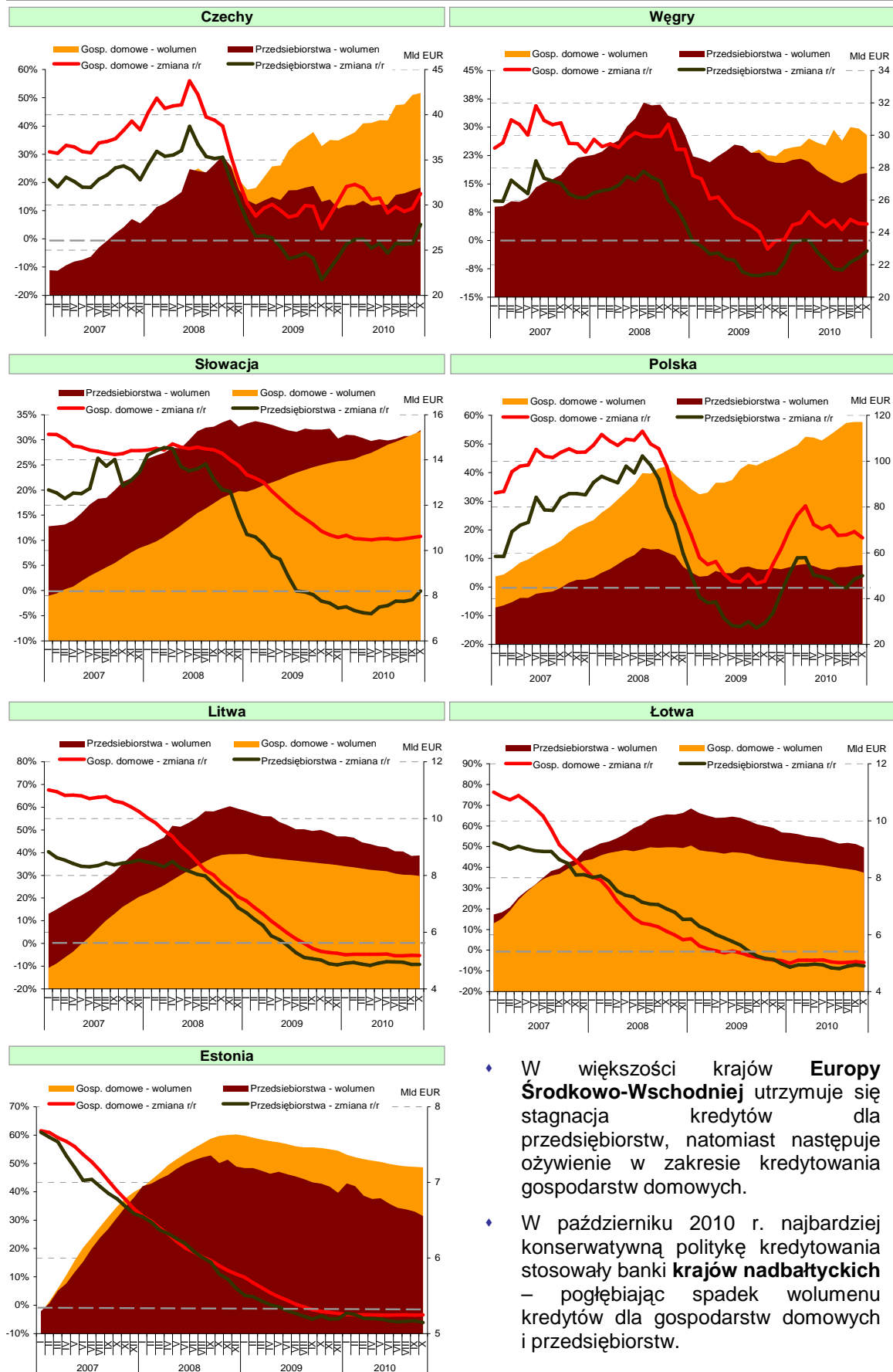
- ♦ **Rosja** od sierpnia 2010 r. odnotowuje coraz wyższą inflację głównie ze względu na wzrost cen żywności wywołany suszą. Dodatkowym czynnikiem napędzającym inflację był rosnący import przy słabym kursie rubla w okresie wrzesień – listopad. W celu zahamowania wzrostu inflacji bank centralny podniósł depozytową stopę procentową o 25 p.b. do 2,75%. To pierwszy krok w zacieśnianiu polityki monetarnej, którą najprawdopodobniej bank centralny będzie musiał kontynuować, aby osiągnąć cel inflacyjny założony na 2011 r., tj. 6-7%.
- ♦ Na **Ukrainie** w listopadzie 2010 r. kontynuowany był spadek inflacji drugi miesiąc z rzędu: z 10,5% we wrześniu do 9,2% w listopadzie, pomimo rozluźnienia polityki monetarnej w okresie czerwiec–sierpień 2010 r. (trzy obniżki stóp procentowych łącznie o 2,5 p.p. do 7,75%). Głównym czynnikiem spadku inflacji było obniżenie tempa wzrostu cen żywności. Wskaźnik inflacji w 2010 r. ma sięgnąć 9,5%. Wg założeń polityki finansowo-kredytowej banku centralnego w 2011 r., głównym zadaniem będzie obniżenie wskaźnika inflacji do 5% w 2014 r., a następnie utrzymanie jej na poziomie 3–5%
- ♦ W **krajach nadbałtyckich** po okresie deflacji, nastąpił powrót tendencji inflacyjnych. W listopadzie 2010 r. w **Estonii** odnotowano jeden z najwyższych poziomów inflacji w Unii Europejskiej, tj. 5,0% r/r wobec spadku o 2,1% w analogicznym okresie 2009 r. Głównymi czynnikami inflacji w 2010 r. były rosnące światowe ceny żywności i energii, które przełożyły się na wzrost lokalnych cen detalicznych. Dodatkowo przystąpienie do strefy euro z początkiem 2011 r. daje pretekst przedsiębiorstwom do podnoszenia cen. Wg ekonomistów przyjęcie euro powinno zapewnić Estonii stabilizację cen w średnim okresie.

### Podaż pieniądza i kredyty



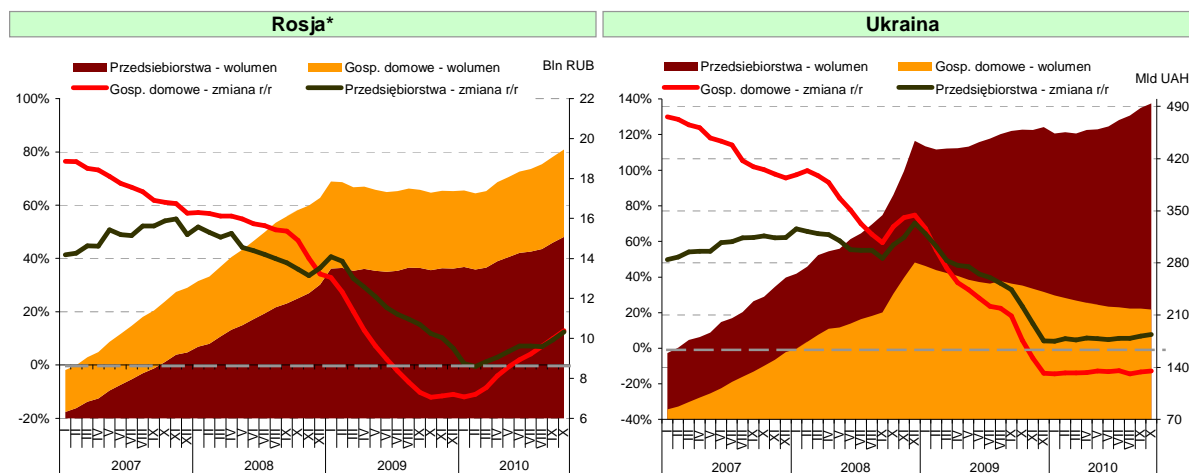
Źródło: Eurostat, Reuters. \*Państwa publikujące podaż pieniądza M2.

Kredyty - Europa Środkowo - Wschodnia



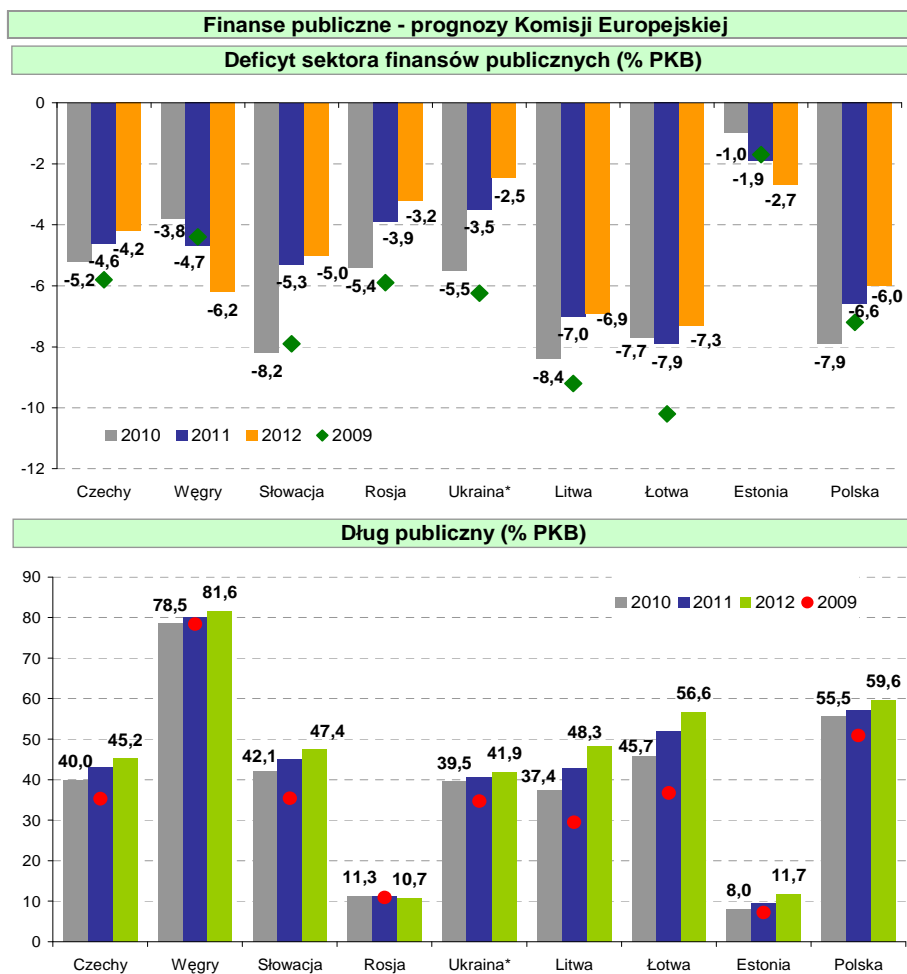
Źródło: ECB.

- ♦ W większości krajów **Europy Środkowo-Wschodniej** utrzymuje się stagnacja kredytów dla przedsiębiorstw, natomiast następuje ożywienie w zakresie kredytowania gospodarstw domowych.
- ♦ W październiku 2010 r. najbardziej konserwatywną politykę kredytowania stosowały banki **krajów nadbałtyckich** – pogłębiając spadek wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



♦ Na **Ukrainie** w październiku 2010 r. pogłębił się spadek wolumenu kredytów udzielanych gospodarstwu domowemu (o 12,8% r/r, tj. o ok. 3 mln EUR). W 2011 r. traci moc ustawa „O wprowadzeniu zmian do niektórych aktów prawnych Ukrainy w celu przewyciężenia negatywnych skutków kryzysu finansowego”, która wprowadzała m.in. zakaz udzielania kredytów w walutach obcych osobom fizycznym. Duże instytucje bankowe obecnie nie zapowiadają szybkiego wznowienia kredytowania ludności w walutach obcych, natomiast możliwości takiej nie odrzucają banki średniej i małej wielkości, które w celu przyciągnięcia nowych klientów planują maksymalnie obniżyć oprocentowanie kredytów walutowych.

### Finanse publiczne



Źródło: Eurostat, MFW. \*Prognoza MFW.

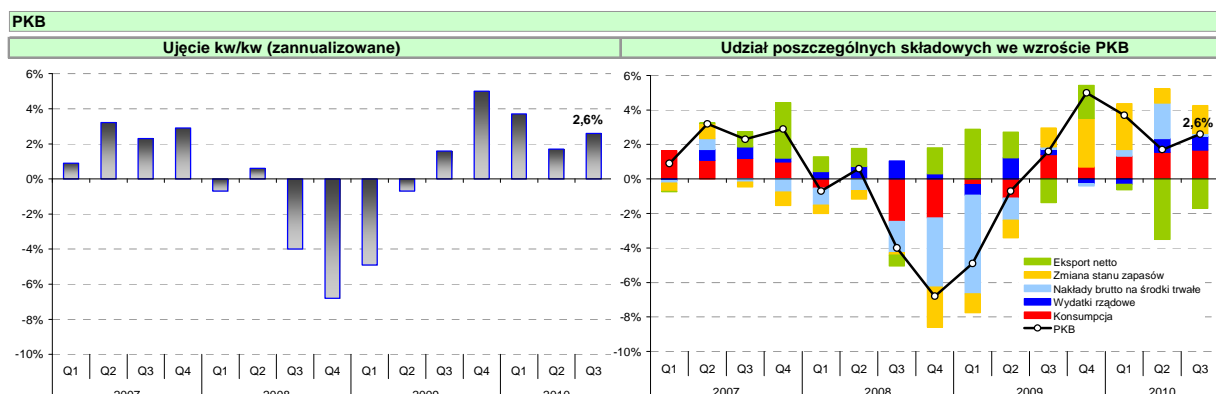
## Departament Analiz i Skarbu

- ♦ W przypadku większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej oczekuje się obniżenia deficytu finansów publicznych głównie za względu na planowane znaczące procesy konsolidacji. Jedynie w przypadku **Węgier** i **Estonii** założono negatywną perspektywę deficytu sektora finansów publicznych na lata 2011 i 2012. Natomiast wzrost długu publicznego odnotują wszystkie kraje Europy Środkowo-Wschodniej z wyjątkiem **Rosji**.
- ♦ Projekty budżetu na 2011 r. zostały przyjęte:
  - w **Czechach** – redukcja deficytu do 4,6% PKB przy wprowadzeniu następujących oszczędności: cięcia płac w sektorze publicznym, zmniejszanie zasiłków socjalnych oraz państwowej pomocy dla budownictwa mieszkaniowego. Konsolidacja finansów publicznych powinna również zapewnić obniżenie tempa wzrostu długu publicznego.
  - na **Węgrzech** – przewiduje m.in. redukcję deficytu budżetowego do 2,9% PKB przy założeniu wzrostu PKB o 3,0% i inflacji w wysokości 3,5%. Zakłada się, że przyszłoroczny budżet będzie stymulował konsumpcję wewnętrzną, inwestycje i zatrudnienie. Natomiast Komisja Europejska prognozuje pogłębienie deficytu do 4,7% PKB w 2011 r. i do 6,2% w 2012 r. Uzasadnia to m.in. spadkiem przychodów podatkowych z tytułu podatku dochodowego od osób fizycznych w związku z wprowadzeniem podatku liniowego (16%) oraz z tytułu podatku CIT, którego stawkę obniżono w połowie 2010 r. Za wadę budżetu uważa się brak reform strukturalnych np. w transporcie publicznym, pomocy socjalnej i samorządach terytorialnych, które zakładałyby oszczędności w tych sektorach. Istotną różnicą pomiędzy ustawą budżetową a prognozą KE jest kwestia aktywów wycofanych z prywatnych funduszy emerytalnych – Komisja Europejska nie uwzględniła tych środków przy prognozowaniu. Przy ich uwzględnieniu cel rządu jest realny do osiągnięcia, a dodatkowo dług publiczny zmniejszyłby się o ok. 1% PKB w związku z tym, że połowa prywatnych funduszy emerytalnych inwestuje w rządowe obligacje. Prognoza na 2012 r. zakłada kolejne zwiększenie deficytu ze względu na stopniowe wycofywanie się rządu z nałożonych dodatkowych podatków.
  - na **Słowacji** – założenie redukcji deficytu do 4,9% PKB przy prognozie wzrostu PKB o 3,3%. W 2011 r. oszczędności mają stanowić 2,5% PKB i polegać m.in. na cięciach płac w sektorze publicznym i zwiększeniu efektywności sektora ochrony zdrowia. Dodatkowo podniesiono stawkę podatku VAT o 1 p.p. do 20% oraz akcyzy, zwiększono podstawę opodatkowania podatku dochodowego, a także zredukowano różnego typu subsydia.
  - na **Ukrainie** – zatwierdzony budżet przewiduje redukcję deficytu sektora finansów publicznych do 3,1% PKB (wobec wymaganego przez MFW 3,5%). Opozycja zarzuca rządowi „ukryty deficyt” i przewiduje, że w przyszłym roku sięgnie nawet 9-12% PKB.
  - w **krajach nadbałtyckich** – w 2009 r. i 2010 r. zastosowano w tych państwach najostrzejsze środki oszczędnościowe; budżet na 2011 r. przyjęto:
    - o na **Litwie** – redukcja deficytu do 5,8% PKB z 8,1% przewidywanych w 2010 r. (przy wzroście PKB o 2,8%) – oszczędności w 2009 r. wyniosły 8% PKB a w 2010 r. 3,7%. Komisja Europejska uważa, że założenia przyjęte w budżecie są zbyt optymistyczne i deficyt przewyższy planowany poziom.
    - o w **Estonii** – deficyt sektora finansów publicznych w 2011 r. ma stanowić 1,6% PKB, a w 2013 r. ma zostać zrównoważony. Wg rządu w 2010 r. deficyt ma wynieść 1,3% PKB. W latach 2008-2009 nastąpiło pogorszenie finansów publicznych ze względu na spadek przychodów podatkowych przy wzroście wydatków rządowych (jako %PKB wzrosły o 10 p.p. do 45% PKB w 2010 r.). Głównie od II połowy 2009 r. przeprowadzono konsolidację finansów publicznych, która zakładała m.in. wstrzymanie przekazywania składek do funduszy emerytalnych oraz obniżenie dywidend wypłacanych ze spółek państwowych. Wg prognozy Komisji Europejskiej deficyt sektora finansów publicznych w najbliższych latach ulegnie zwiększeniu. Pozytywny wpływ na wielkość deficytu w 2010 r. miały dochody ze sprzedaży na rynku międzynarodowym wolnych kwot CO2 przedzielonych Estonii na podstawie porozumienia z Kyoto. Natomiast w latach 2011 i 2012 wydatki na projekty związane ze zmniejszeniem emisji gazów cieplarnianych lub z parkami wiatrowymi, które są warunkiem sprzedaży kwot, najprawdopodobniej przełożą się na wzrost deficytu. Bez uwzględnienia powyższych transakcji przy prognozowaniu deficyt sektora finansów publicznych kształtowałby się stabilnie: w 2010 r.: 2,0% PKB, w 2011 r.: 1,6%, a w 2012 r. 2,1%.

## 4. Stany Zjednoczone

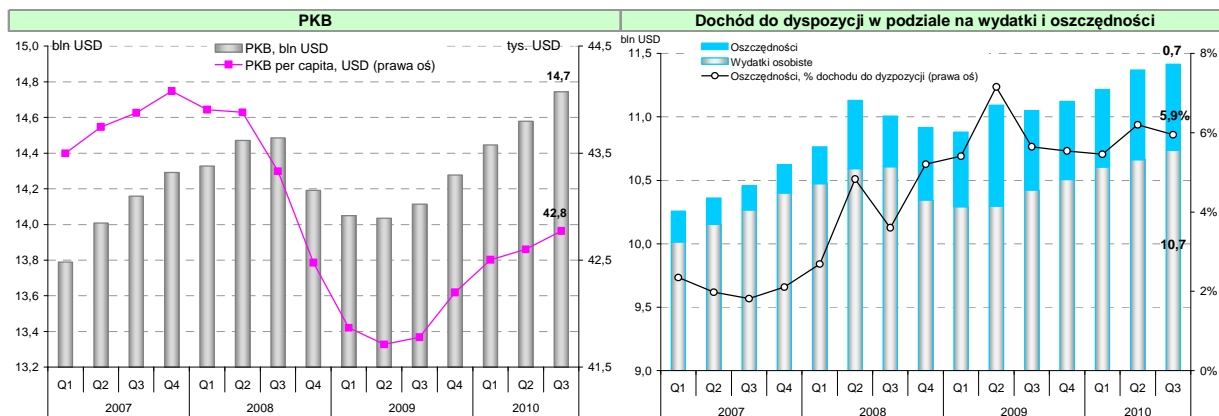
### Wzrost gospodarczy

- ♦ Dynamika wzrostu PKB w USA w III kwartale 2010 r. została zrewidowana w górę do 2,6% kw/kw (wartość zannualizowana), wobec wstępnie oszacowanych 2,0%, a następnie 2,5%.
- ♦ W grudniu 2010 r. Federal Open Market Committee (FOMC), zgodnie z oczekiwaniami ekonomistów, pozostawił główną stopę procentową na dotychczasowym poziomie 0,0-0,25%. Fed podtrzymał deklarację stabilizacji stóp na niskim poziomie przez dłuższy czas. Jednocześnie utrzymano program skupu obligacji rządowych na sumę 600 mld USD (QE 2). Przeciw decyzjom Fed głosował jedynie Hoenig, prezes Kansas City Fed. Jego zdaniem zbyt luźna polityka pieniężna Fed może skutkować narastaniem nierównowagi finansowej oraz w dłuższym okresie prowadzić do wzrostu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Oceniając ogólny stan gospodarki, Fed uznał, że ożywienie w kraju wciąż trwa, lecz jego tempo jest niewystarczające do obniżenia stopy bezrobocia.
- ♦ W drugiej połowie grudnia, prezydent USA, Barak Obama podpisał ustawę dotyczącą przedłużenia okresu obowiązywania ulg podatkowych, wprowadzonych przez poprzedniego prezydenta USA, George'a W. Busha. Podpisanie ustawy było poprzedzone zawarciem porozumienia Obamy z Republikanami, zgodnie z którym niższe podatki od dochodów zostaną przedłużone na dwa lata dla wszystkich obywateli. Wraz z utrzymaniem ulg podatkowych przedłużeniu uległ również okres pobierania zasiłków dla bezrobotnych (na kolejne 13 miesięcy). Nowo podpisana ustawa przewiduje także ulgi podatkowe dla przedsiębiorstw inwestujących w nowy sprzęt. Szacowana łączna suma ulg podatkowych i innych świadczeń to 858 mld USD. W ocenie analityków wprowadzone utrzymanie niższych podatków może z jednej strony wpłynąć na zwiększenie tempa wzrostu PKB w 2011 r. o 0,5-1,0 p.p., z drugiej zaś – znacząco obciążyć budżet państwa. Według stanu na 30 września 2010 r.<sup>1</sup> roczny deficyt budżetowy w USA wyniósł 1,3 bln USD, a dług publiczny 13,7 bln USD, co stanowiło odpowiednio 8,9%PKB i 101,0% PKB.

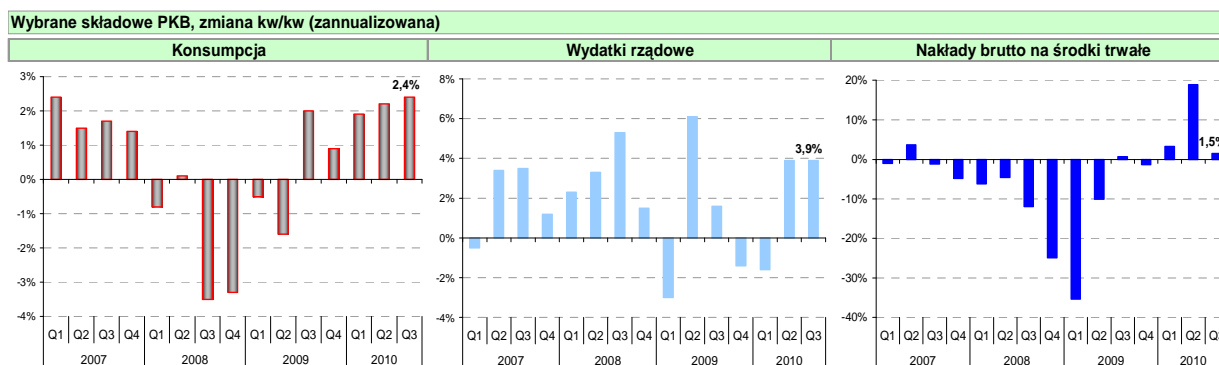


Źródło: Bureau of Economic Analysis.

<sup>1</sup> Koniec roku fiskalnego 2010 r. w USA.

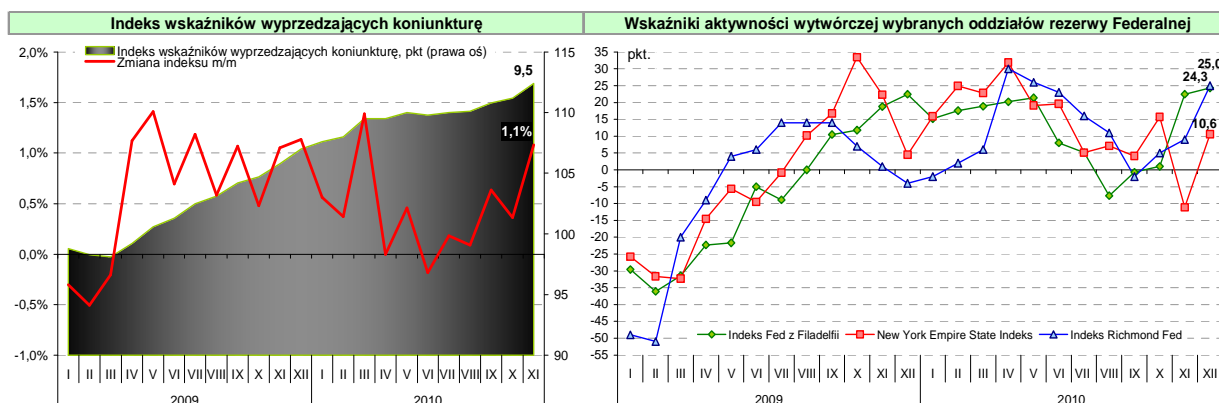


Źródło: Bureau of Economic Analysis.



Źródło: Bureau of Economic Analysis.

- ♦ W listopadzie 2010 r. indeks wskaźników wyprzedzających koniunkturę kontynuował trend wzrostowy, sygnalizując tym samym poprawę warunków rozwoju gospodarczego w USA. Wskaźniki aktywności wytwórczej przemysłu wybranych oddziałów Rezerwy Federalnej w grudniu br. również charakteryzowały się tendencją rosnącą, wskazując na poprawę bieżącej koniunktury gospodarczej w poszczególnych regionach kraju.

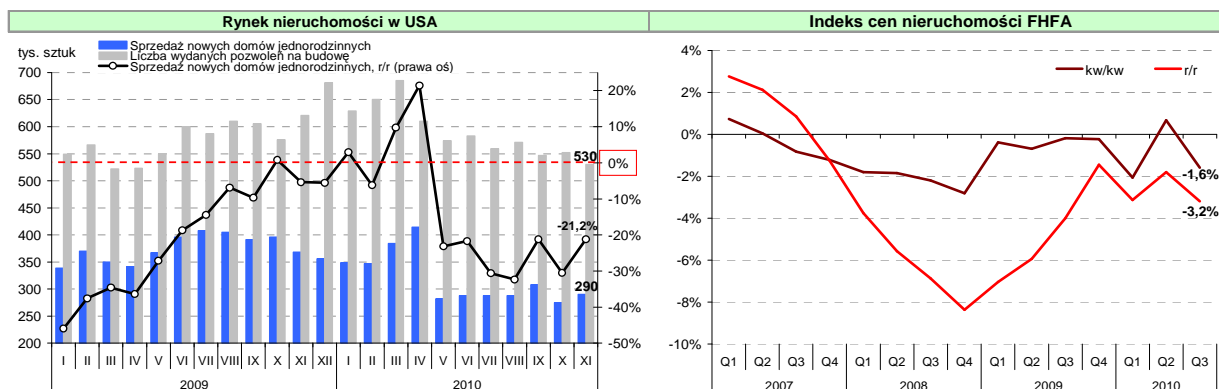


Źródło: Reuters.

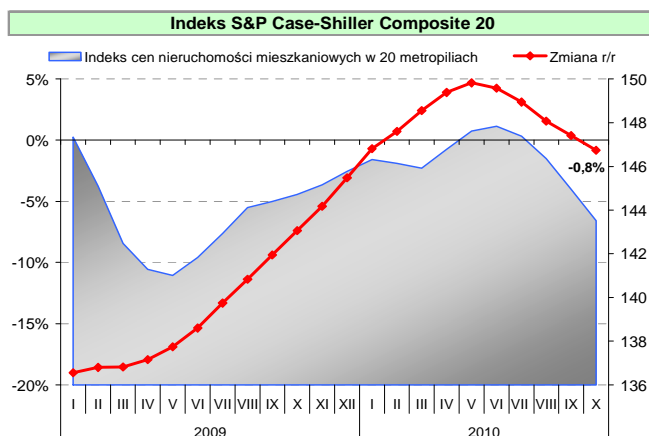
### Rynek nieruchomości

- ♦ Amerykański rynek nieruchomości pozostaje w stagnacji. Biorąc pod uwagę niejednoznaczne dane z rynku trudno jest określić kierunek rozwoju rynku nieruchomości w najbliższych miesiącach. W grudniu 2010 r. nastąpił nieznaczny wzrost sprzedaży nowych domów jednorodzinnych, spadła natomiast liczba pozwoleń na budowę.





Źródło: Reuters, Federal Housing Finance Agency.

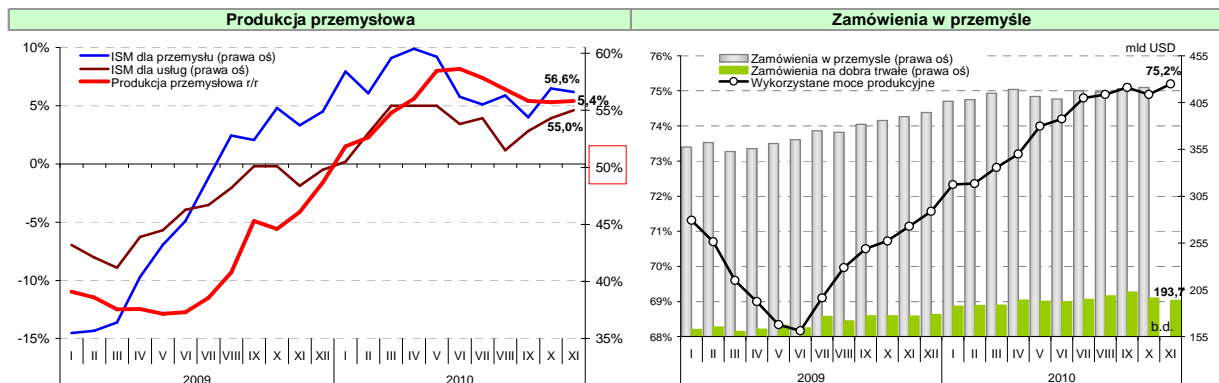


Źródło: www.standardandpoors.com

- ♦ W listopadzie indeks cen nieruchomości mieszkaniowych S&P Case-Shiller, opracowany na podstawie danych z 20 metropolii, zanotował spadek po raz pierwszy od stycznia 2010 r.
- ♦ Ujemną dynamikę miał również indeks cen nieruchomości obliczony przez Federal Housing Finance Agency.

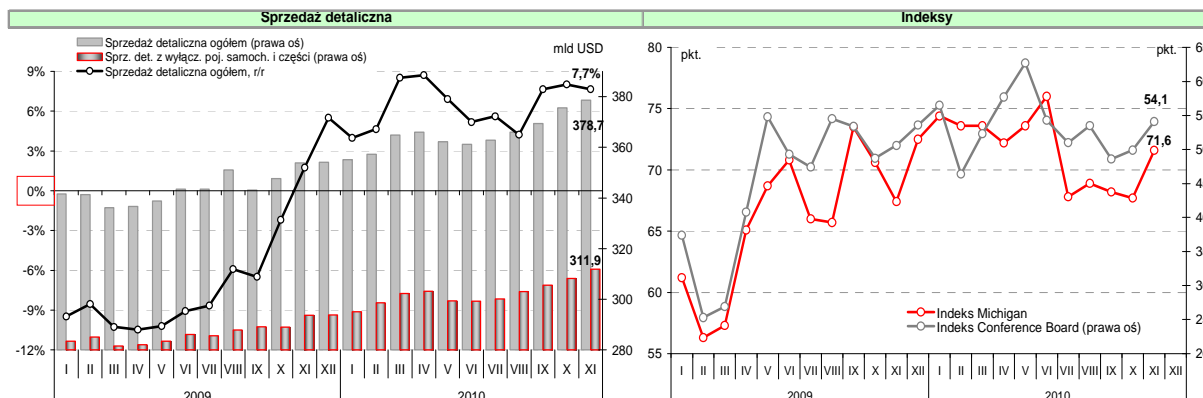
### Produkcja przemysłowa

- ♦ Tempo produkcji przemysłowej w listopadzie 2010 r. ustabilizowało się na poziomie 5,4% r/r. Indeksy ISM, obrazujące kondycję przemysłu przetwórczego oraz sektora usług w USA ukształtowały się powyżej wartości progowej (tj. 50,0%). W grudniu aktywność sektora przetwórczego nieznacznie spadła, natomiast w sektorze usług trzeci miesiąc z rzędu odnotowano wzrost indeksu ISM, co świadczy o poprawie koniunktury. Wartość zamówień na dobra trwałe w grudniu nieznacznie spadła w stosunku do poprzedniego miesiąca (o 1,3% m/m), natomiast w ujęciu rocznym wzrosła o 9,4%.
- ♦ Jak wynika z **prognoz Instytutu Zarządzania Podażą**, opublikowanych na początku grudnia br., w 2011 r. w USA spodziewane jest dalsze zwiększenie aktywności gospodarczej. Wzrost przychodów netto w sektorze przetwórczym w 2011 r. może sięgnąć 5,6%, a w sektorze usług 3,4%. Zarówno w sektorze przemysłu, jak i usług, oczekiwania większości ankietowanych w zakresie przyszłego stanu koniunktury gospodarczej pozostały optymistyczne.



Źródło: www.federalreserve.gov

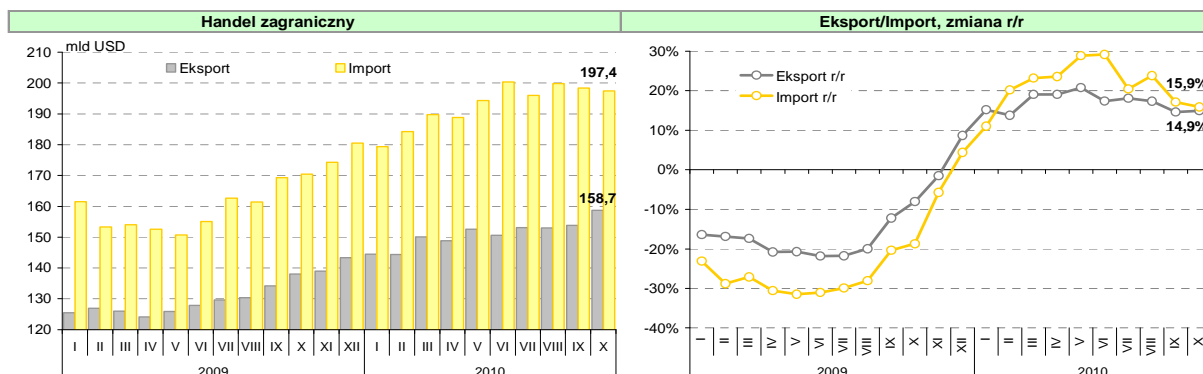
## Sprzedaż detaliczna



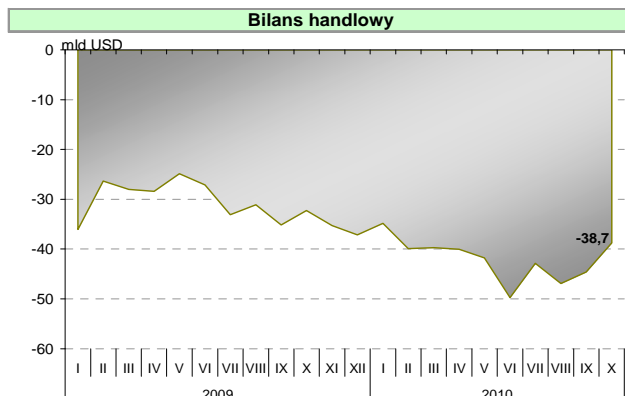
Źródło: Reuters, U.S. Census Bureau.

- ♦ Dynamika sprzedaży detalicznej w listopadzie wyniosła 7,7% r/r i była zbliżona do tempa wzrostu odnotowanego w dwóch poprzednich miesiącach. W grudniu br. zarówno indeks Michigan, jak i indeks Conference Board wzrosły, co wskazuje na poprawę nastrojów wśród amerykańskich konsumentów.

## Handel zagraniczny



Źródło: Bureau of Economic Analysis, Reuters.

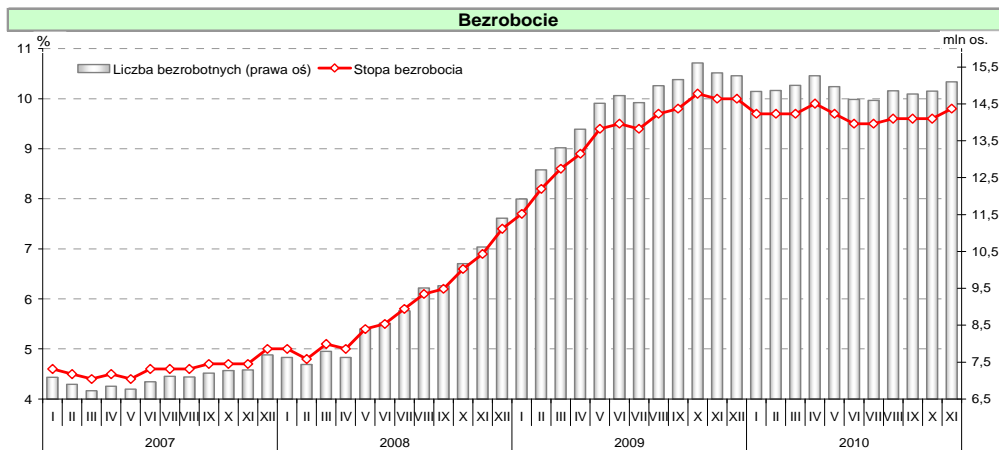


- ♦ Deficyt handlowy USA zmniejszył się w październiku br. w porównaniu z poprzednim miesiącem i wyniósł 38,7 mld USD. W ujęciu rocznym deficyt handlowy zwiększył się o 6,4 mld USD, czyli o 19,9% r/r.

Źródło: Bureau of Economic Analysis,

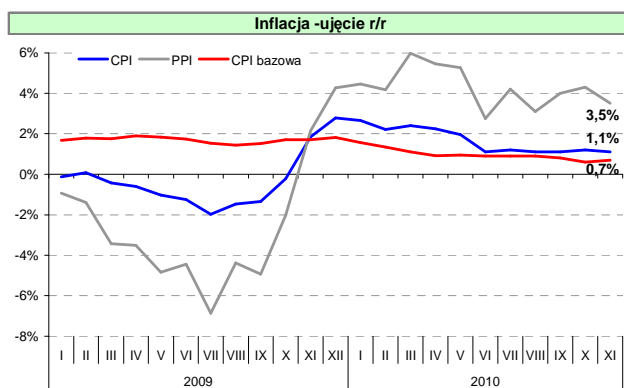
## Rynek pracy

- ♦ Stopa bezrobocia w USA w listopadzie 2010 r. wzrosła do 9,8% po trzech miesiącach stabilizacji na poziomie 9,6%. Analitycy oczekiwali, że stopa bezrobocia w listopadzie nie zmieni się i pozostanie na poziomie 9,6%. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 39 tys. m/m i wyniosło 130 539 tys. os. Ogólna liczba bezrobotnych w analizowanym miesiącu wyniosła 15,1 mln osób, w tym 6,3 mln osób pozostawało bez pracy długotrwale (ponad 27 tygodni).



Źródło: Bureau of Labor Statistics.

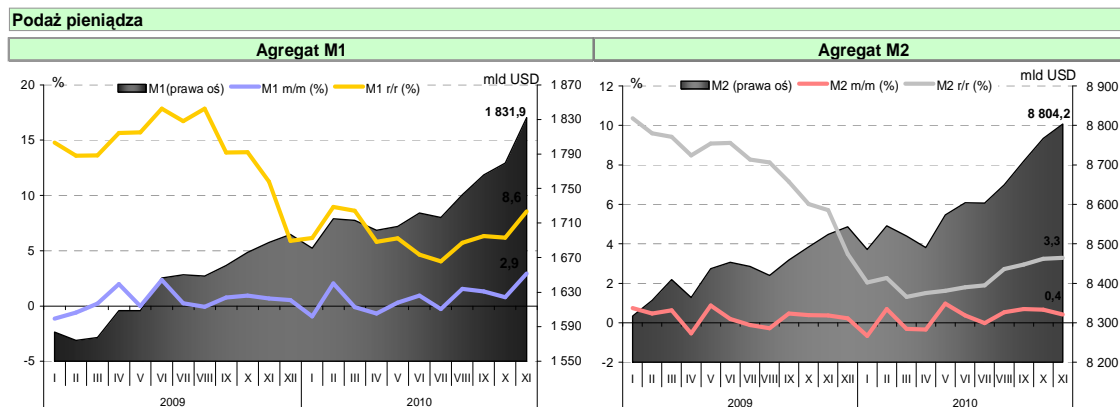
**Inflacja**



♦ W ciągu ostatnich sześciu miesięcy wartość wskaźnika inflacji CPI oscylowała wokół poziomu 1,1% r/r. Jednocześnie inflacja bazowa, która nie uwzględnia cen paliw i żywności, po stabilizacji na poziomie 0,9% r/r w okresie kwiecień – sierpień 2010 r. spadła do poziomu 0,7% r/r w listopadzie.

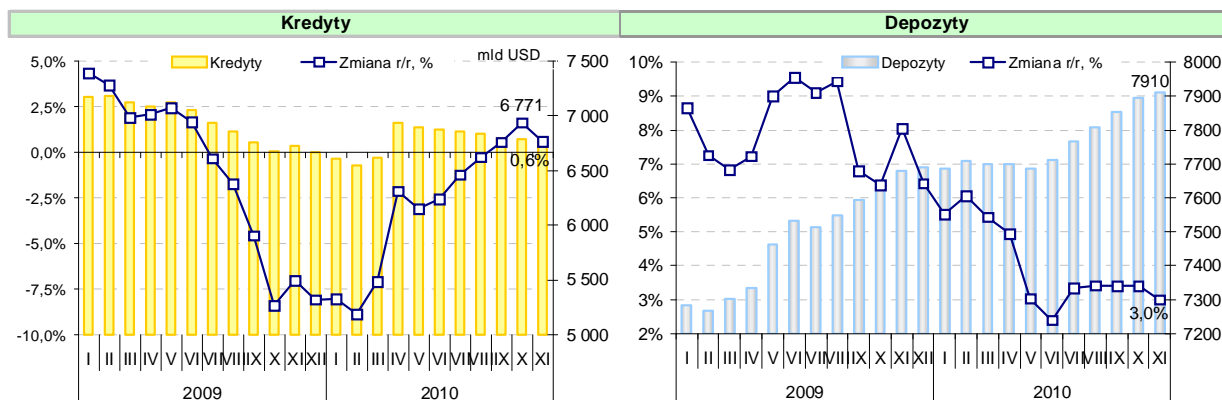
Źródło: Reuters, Bureau of Labor Statistics.

**Podaż pieniądza**

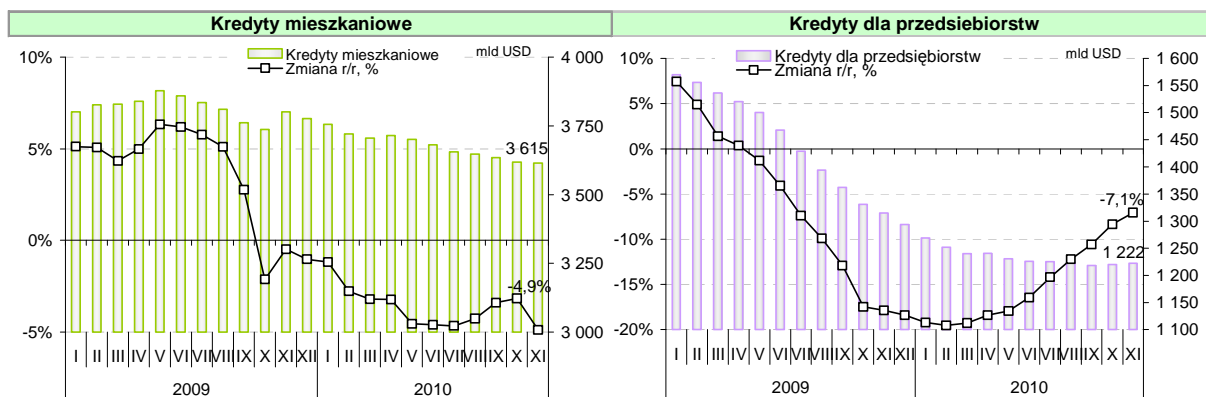


Reuters, Federal Reserve.

Źródło:



Źródło: Reuters, Federal Reserve.

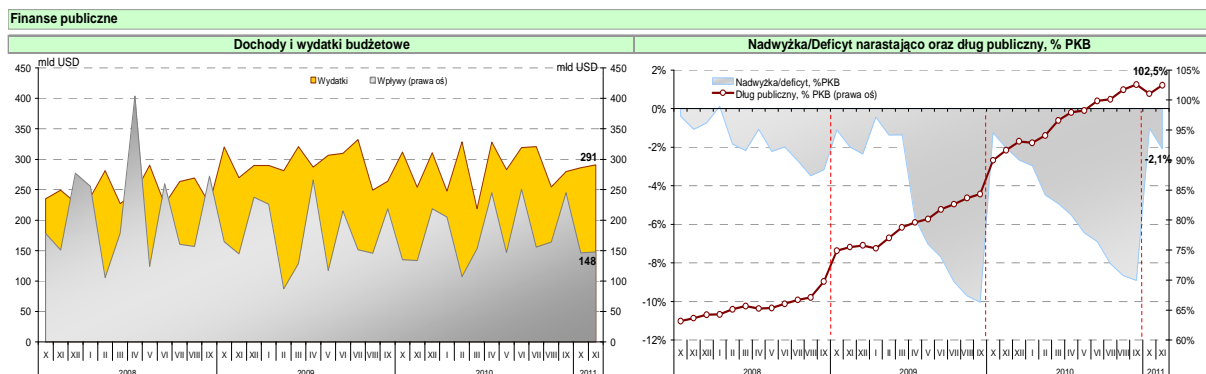


Źródło: Reuters, Federal Reserve.

- ♦ W listopadzie roczna dynamika wzrostu depozytów była nieznacznie większa, niż dynamika wzrostu kredytów. Przy stale rosnącej wartości depozytów, wartość kredytów kolejny miesiąc z rzędu utrzymywała się na poziomie ok. 6,8 bln USD. W ujęciu rocznym kredyty dla przedsiębiorstw spadły o 7,1%, a kredyty mieszkaniowe o 4,9%.
- ♦ W listopadzie 2010 r. wartość kredytów konsumpcyjnych nieznacznie spadła w stosunku do października 2010 r., jednak w ujęciu rocznym kredyty konsumpcyjne wzrosły dziewiąty miesiąc z rzędu.

### Finanse publiczne

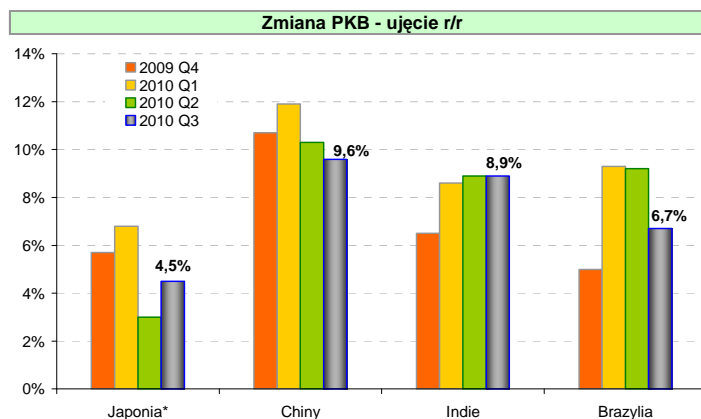
- ♦ Wg Congressional Budget Office, **deficyt budżetowy** USA w ciągu pierwszych dwóch miesięcy roku fiskalnego 2011 r. wzrósł do poziomu 283,0 mld USD (tj. 2,1% PKB). **Dług publiczny** Stanów Zjednoczonych wg stanu na 30 listopada wyniósł 13,9 bln USD i stanowił 102,5% PKB.



Źródło: U.S. Department of Treasury: rok fiskalny w USA trwa od 1 października do 30 września.

## 5. Wybrane państwa świata

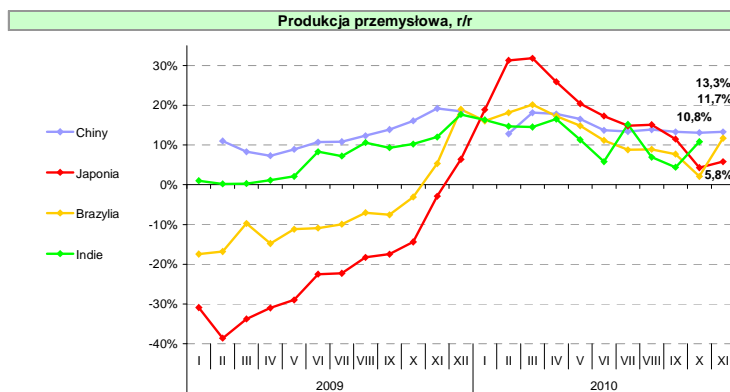
### Wzrost gospodarczy



Źródło: Reuters: \*Wzrost PKB w Japonii w ujęciu kwartalnym zannualizowanym

- ♦ Wśród wybranych państw Azji i Ameryki Południowej (tj. Japonia, Chiny, Indie i Brazylii) największy wzrost gospodarczy w III kwartale 2010 r. odnotowano w **Chinach** (tj. 9,6% r/r). W **Japonii** wzrost PKB został zrewidowany do 4,5% kw/kw (zannualizowany) wobec wcześniej oszacowanych 3,9% kw/kw (zannualizowany). Było to znacznie powyżej prognoz analityków, którzy oczekiwali korekty dynamiki PKB do poziomu 4,1% kw/kw (zannualizowany). **Brazylijska** gospodarka rozwijała się w III kwartale br. w tempie 6,7% r/r, w tym największy udział w tworzeniu wartości dodanej brutto stanowiły wydatki gospodarstw domowych (tj. 60,4%). W ocenie władz Brazylii, tempo wzrostu PKB w 2010 r. prawdopodobnie przekroczy 7,0% i będzie najwyższe od 1985 r.

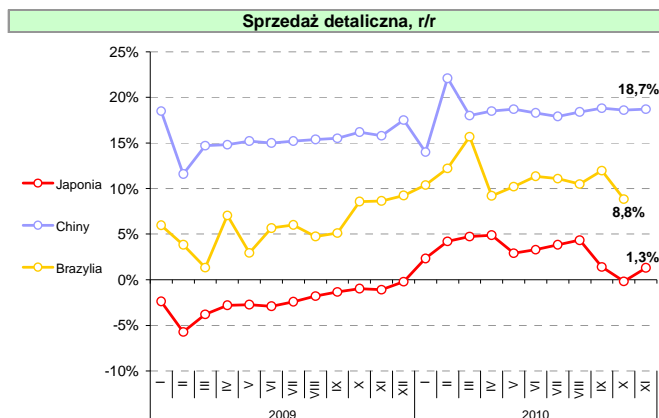
### Produkcja przemysłowa



Źródło: Reuters.

- ♦ W okresie kwiecień – październik 2010 r., zarówno w **Japonii**, jak i **Brazylii**, tempo wzrostu produkcji przemysłowej stopniowo się zmniejszało, podczas gdy w **Indiach** i **Chinach** dynamika wzrostu miała charakter zróżnicowany. W listopadzie wzrost produkcji przemysłowej nastąpił w Japonii, Chinach i Brazylii. Ponadto w Japonii, po raz pierwszy od sześciu miesięcy zanotowano wzrost produkcji przemysłowej w ujęciu miesięcznym, potwierdzając prognozy analityków dotyczące wzrostu produkcji w najbliższych miesiącach. Jednocześnie w Indiach dynamika produkcji przemysłowej w październiku br. była znacznie powyżej oczekiwań analityków, którzy prognozowali wzrost o 8,5% r/r.

## Sprzedaż detaliczna

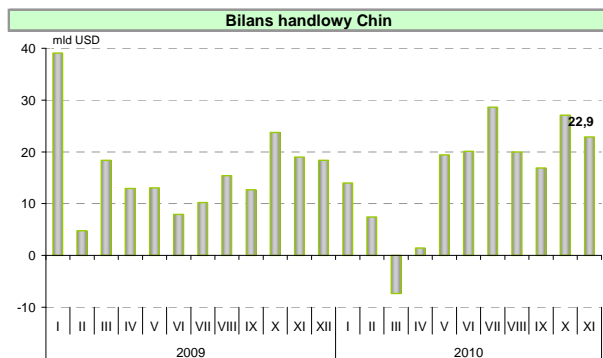


Źródło: Reuters (brak danych dotyczących Indii).

- W listopadzie zarówno **Chiny**, jak i **Japonia** odnotowały wzrost sprzedaży detalicznej, przy czym w Japonii tempo wzrostu znacznie przekroczyło oczekiwania analityków, którzy prognozowali wzrost sprzedaży o 0,2% r/r. W **Brazylia** w październiku wzrost sprzedaży detalicznej (8,8% r/r) był mniejszy, niż prognozowano (10,3% r/r).

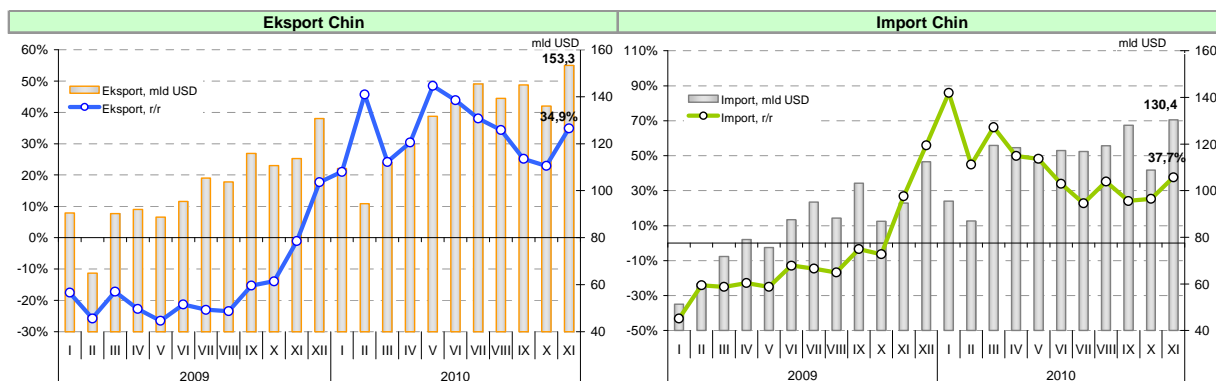
## Handel zagraniczny

- Wśród wybranych państw Azji i Ameryki Południowej, jedynie Indie odnotowały deficyt w handlu zagranicznym. W Chinach poziom nadwyżki handlowej był zbliżony do poprzednich miesięcy, natomiast Brazylia i Japonia wykazały nadwyżki w handlu zagranicznym, które były poniżej prognoz analityków.



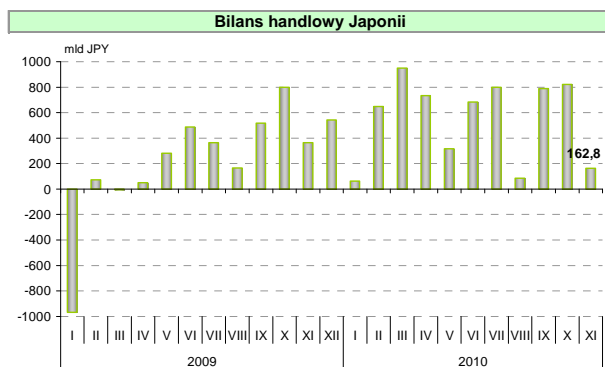
Źródło: Reuters.

- Chiny** w listopadzie 2010 r. odnotowały nadwyżkę w handlu zagranicznym w wysokości 22,9 mld USD wobec prognoz na poziomie 22,0 mld USD. Według oceny chińskich władz, w przyszłym roku należy się spodziewać ograniczenia nadwyżek w handlu zagranicznym. W obliczu rosnącej presji ze strony Stanów Zjednoczonych chiński rząd zamierza w 2011 r. ograniczyć wielkość eksportu oraz podjąć działania, stymulujące wzrost importu.

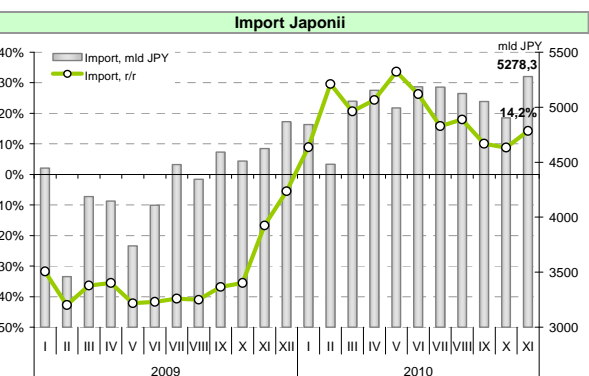
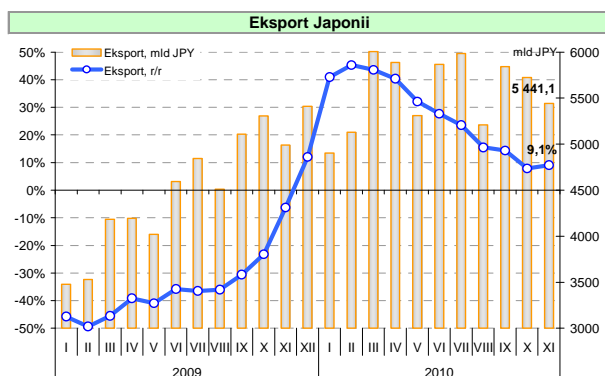


Źródło: Reuters.

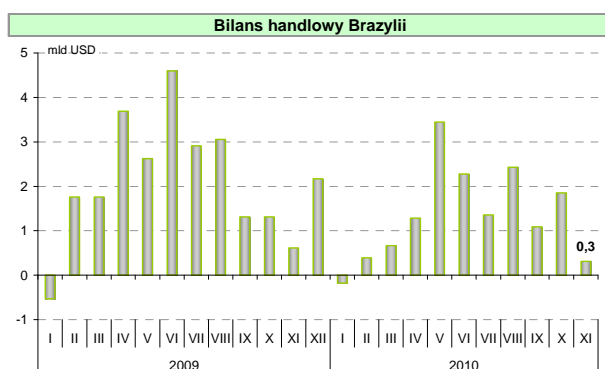
## Departament Analiz i Skarbu



♦ W Japonii nadwyżka handlowa w listopadzie była niższa od prognoz na poziomie 481,7 mld JPY. Niemniej jednak, dzięki popytowi ze strony Chin i USA, po raz pierwszy od dziewięciu miesięcy odnotowano przyspieszenie tempa wzrostu eksportu. Jednocześnie wzrost importu był powyżej prognoz, które wyniosły 9,0 % r/r.

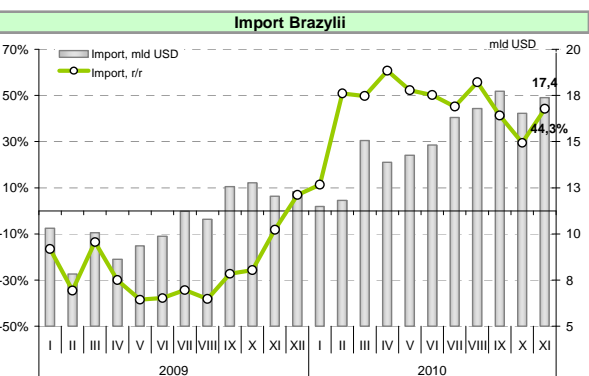
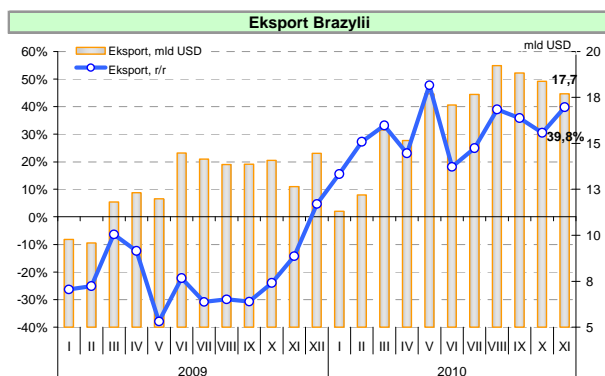


Źródło: Ministry of Finance of Japan.



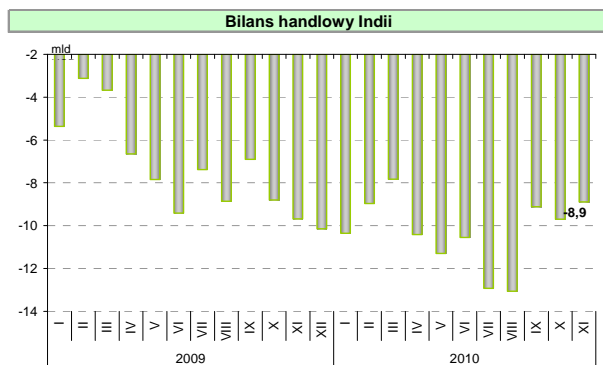
♦ Według wstępnych szacunków nadwyżka w handlu zagranicznym Brazylii za cały 2010 r. prawdopodobnie wyniesie ok. 15 mld USD, to jest o 40,0% mniej niż w 2009 r., głównie z powodu znacznego wzrostu importu. W listopadzie, zarówno, jak i w poprzednich miesiącach, wzrost brazylijskiego eksportu był hamowany głównie przez wzmocnienie waluty krajowej.

Źródło: Reuters.

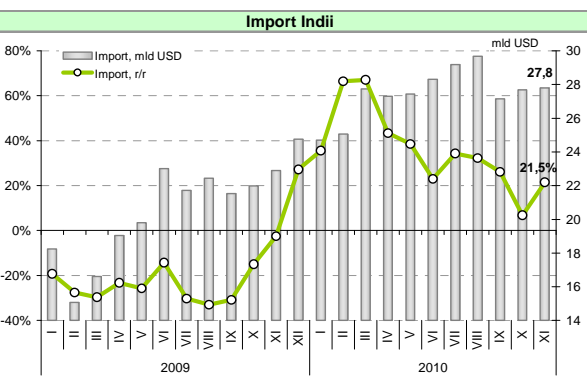
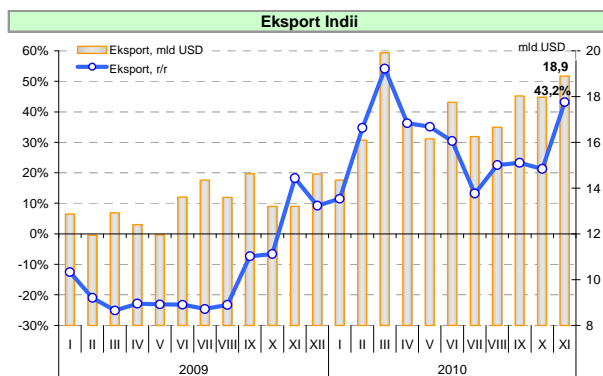


Źródło: Reuters.

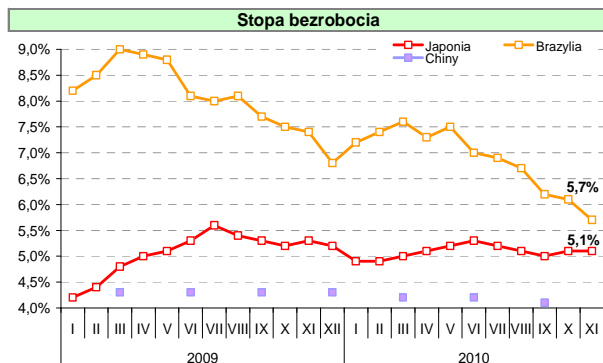
## Departament Analiz i Skarbu



- Według wstępnych szacunków deficyt handlowy **Indii** w listopadzie br. ukształtował się na poziomie podobnym do poprzednich dwóch miesięcy i był o 8,1% niższy niż w listopadzie 2009 r. Tempo wzrostu eksportu po spowolnieniu w październiku br., w listopadzie ponownie wzrosło do poziomu 43,0% r/r.



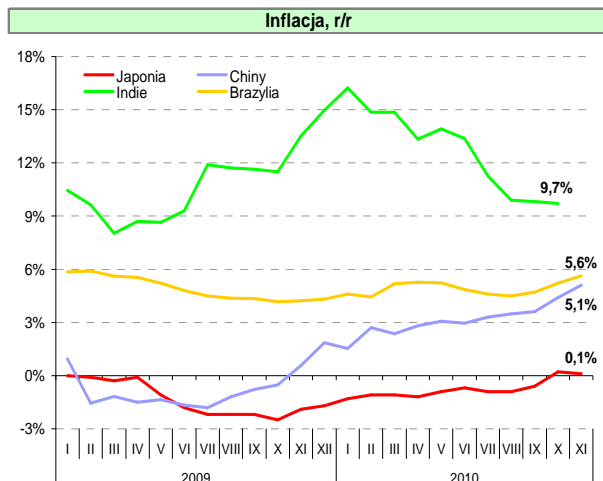
## Rynek pracy



- Wśród analizowanych krajów, bezrobocie w Brazylii kontynuowało trend spadkowy i obniżyło się do poziomu 5,7%, najniższego od marca 2002 r. Natomiast w Japonii stopa bezrobocia drugi z rzędu miesiąc ustabilizowała się na poziomie 5,1%. W japońskich zakładach produkcyjnych wciąż trwa redukcja pracowników, gdyż mocny kurs waluty krajowej oraz konkurencja ze strony innych azjatyckich producentów powodują zmniejszenie przychodów ze sprzedaży japońskich wyrobów.



## Inflacja



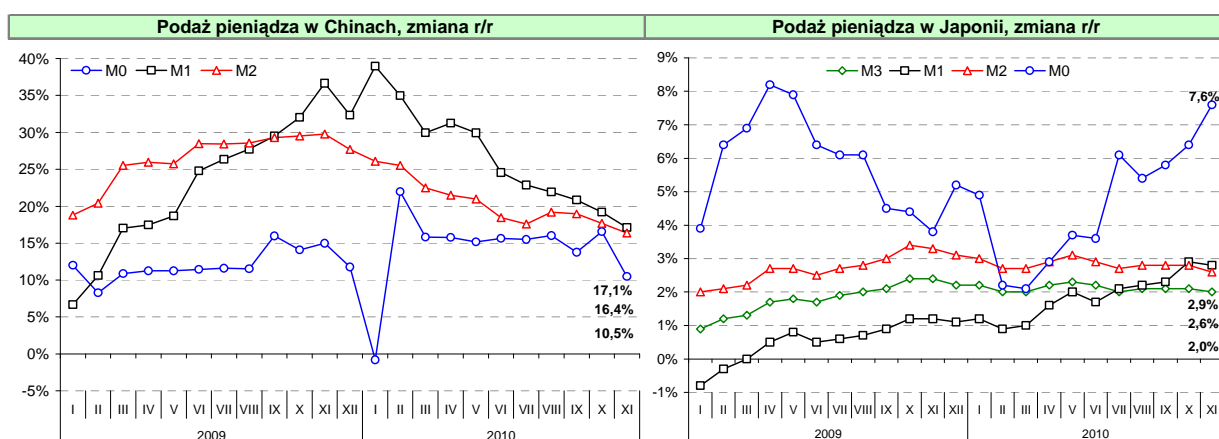
Źródło: Reuters, Indie - brak danych o CPI za wrzesień.

♦ W listopadzie 2010 r. zarówno w **Chinach**, jak i **Brazylii**, notowano dalszy wzrost inflacji, która w przypadku Chin była najwyższa od lipca 2008 r. i znacznie powyżej prognoz na poziomie 4,7 % r/r. Chiński bank w grudniu 2010 r. podwyższył roczną stopę depozytową do 2,75%, a roczną stopę pożyczek do 5,81%. Zdaniem analityków, to nie jest koniec cyklu zaostrzania polityki pieniężnej w Chinach i w 2011 r. należy spodziewać się dwóch kolejnych podwyżek stóp. Natomiast bank centralny Brazylii postanowił utrzymać w listopadzie główną stopę procentową na niezmiennym poziomie 10,75%.

- ♦ W **Indiach** inflacja kontynuuje trend spadkowy, który rozpoczął się w lutym br. Mimo wciąż silnej presji inflacyjnej, centralny bank Indii postanowił w grudniu utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie, gdyż kolejna podwyżka stóp podwyższyłaby koszty finansowania przedsiębiorstw i banków.
- ♦ W Japonii po dwóch latach deflacji, ceny konsumpcyjne w ujęciu rocznym wzrosły drugi miesiąc z rzędu, przy głównej stopie procentowej na poziomie bliskim zera (tj. 0,0%-0,1%).

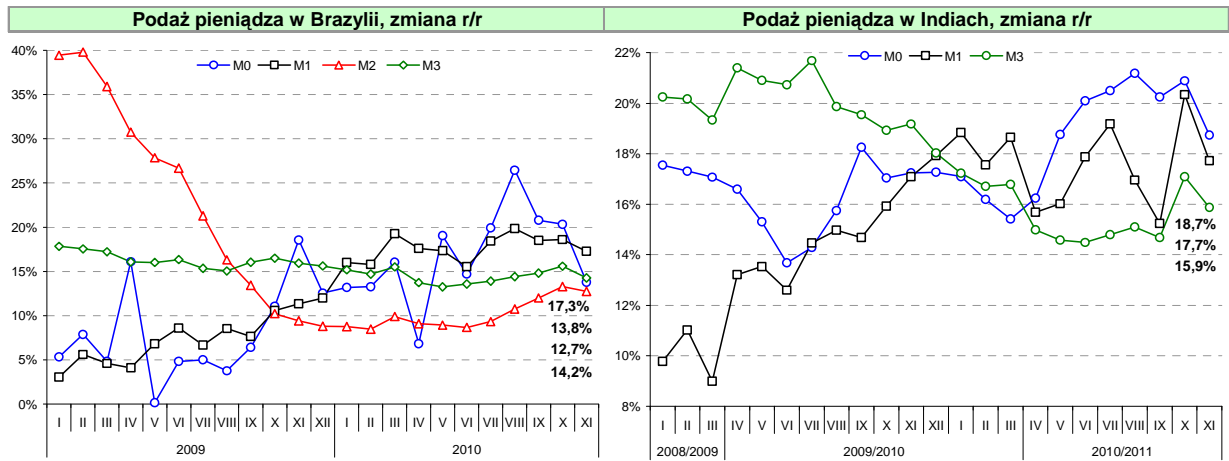
## Podaż pieniądza

- ♦ Wśród analizowanych państw, w Chinach, Brazylii i Indiach w listopadzie br. zanotowano spadek rocznej dynamiki poszczególnych agregatów podaży pieniądza. To zjawisko jest związane z rosnącą presją inflacyjną w wyżej wymienionych krajach. W celu zahamowania rosnącego tempa wzrostu cen władze monetarne Chin i Indii podjęły działania, które wpłyną na zmniejszenie gotówki w obiegu. W Japonii tempo wzrostu podaży pieniądza w listopadzie utrzymywało się na poziomie zbliżonym do poprzednich miesięcy.



Źródło: Reuters

## Departament Analiz i Skarbu



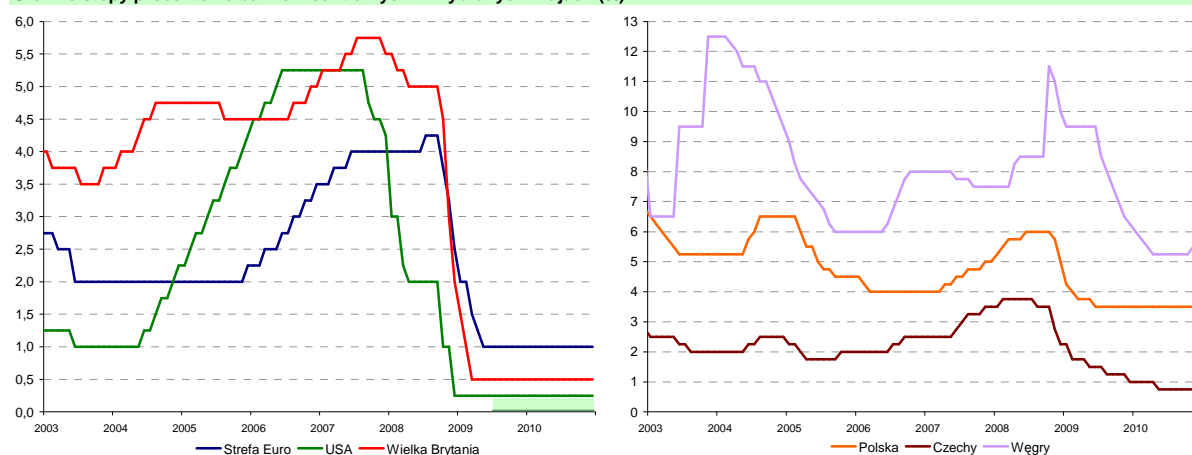


## Wydarzenia na rynkach finansowych

### 1. Rynek stopy procentowej

- ♦ Stopy procentowe w strefie euro pozostały w grudniu na niezmiennym poziomie (od maja 2009 r.). W komunikacie EBC podał, że presja inflacyjna prawdopodobnie pozostanie w średnim terminie ograniczona, co będzie wspierało siłę nabywczą gospodarstw domowych strefy euro. Po posiedzeniu, szef EBC powiedział, że bank utrzyma operacje zasilające płynność w sektorze bankowym tak długo jak będzie to potrzebne – co najmniej do 12 kwietnia 2011 r.
- ♦ Również Bank Anglii pozostawił w grudniu stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jednocześnie bank poinformował, że nie zwiększył wartego 200 mld GBP programu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej.
- ♦ W grudniu Federal Open Market Committee pozostawił główną stopę procentową Fed w przedziale 0,0-0,25%. W uzasadnieniu decyzji Fed stwierdził, że: ożywienie w gospodarce trwa lecz jest ono zbyt słabe, żeby obniżyć bezrobocie; stopniowemu wzrostowi wydatków gospodarstw domowych towarzyszy wysokie bezrobocie, niski wzrost dochodów i ograniczona dostępność kredytowania, co hamuje dynamikę konsumpcji; przedsiębiorstwa ograniczają wzrost wydatków na inwestycje i niechętnie zatrudniają nowych pracowników; a rynek mieszkaniowy pozostaje w stanie depresji. FOMC uznał również, że oczekiwania inflacyjne pozostają stabilne, a inflacja jest w trendzie spadkowym. Jednocześnie utrzymał program skupu obligacji skarbowych wartości 600 mld USD.
- ♦ W grudniu Ludowy Bank Chin podniósł (2 raz w 2010 r.) podstawowe stopy procentowe o 25 pkt. Roczna stopa depozytowa wynosi 2,75%, a pożyczkowa 5,81%. Ponadto podniósł stopę rezerwy obowiązkowej o 50 p.b. (7 raz w 2010 r.) do 19,0%. Decyzja została prawdopodobnie podjęta ze względu na przyspieszenie inflacji, która w listopadzie 2010 r. wyniosła 5,1% r/r.
- ♦ Węgierski bank centralny po raz drugi w 2010 r. podwyższył stopy procentowe (główna stopa procentowa wyniosła 5,75%), co uzasadnił oczekiwanym przyspieszeniem inflacji znacznie powyżej celu inflacyjnego (tj. 3,0%).
- ♦ Bank centralny Szwecji podniósł w grudniu główną stopę procentową o 25 p.b. do 1,25%.

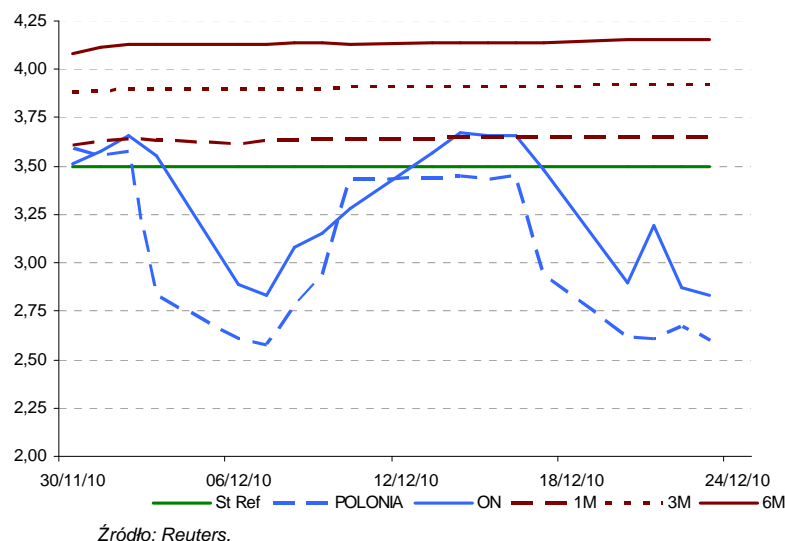
Główne stopy procentowe banków centralnych w wybranych krajach (%)



Źródło: Reuters.

- ♦ Na posiedzeniu w grudniu 2010 r. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. W uzasadnieniu RPP wskazała ograniczoną presję inflacyjną i płacową w polskiej gospodarce oraz niepewność dotyczącą skali przyspieszenia wzrostu PKB w Polsce i ożywienia gospodarczego na świecie. W listopadzie 2010 r. roczna inflacja CPI obniżyła się do poziomu 2,7%, pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. W najbliższych miesiącach można oczekiwać podwyższenia inflacji CPI ze względu na wysoką dynamikę cen paliw oraz podwyższenie większości stawek VAT w 2011 r.

Stawki WIBOR, POLONIA i stopa referencyjna w Polsce (%)

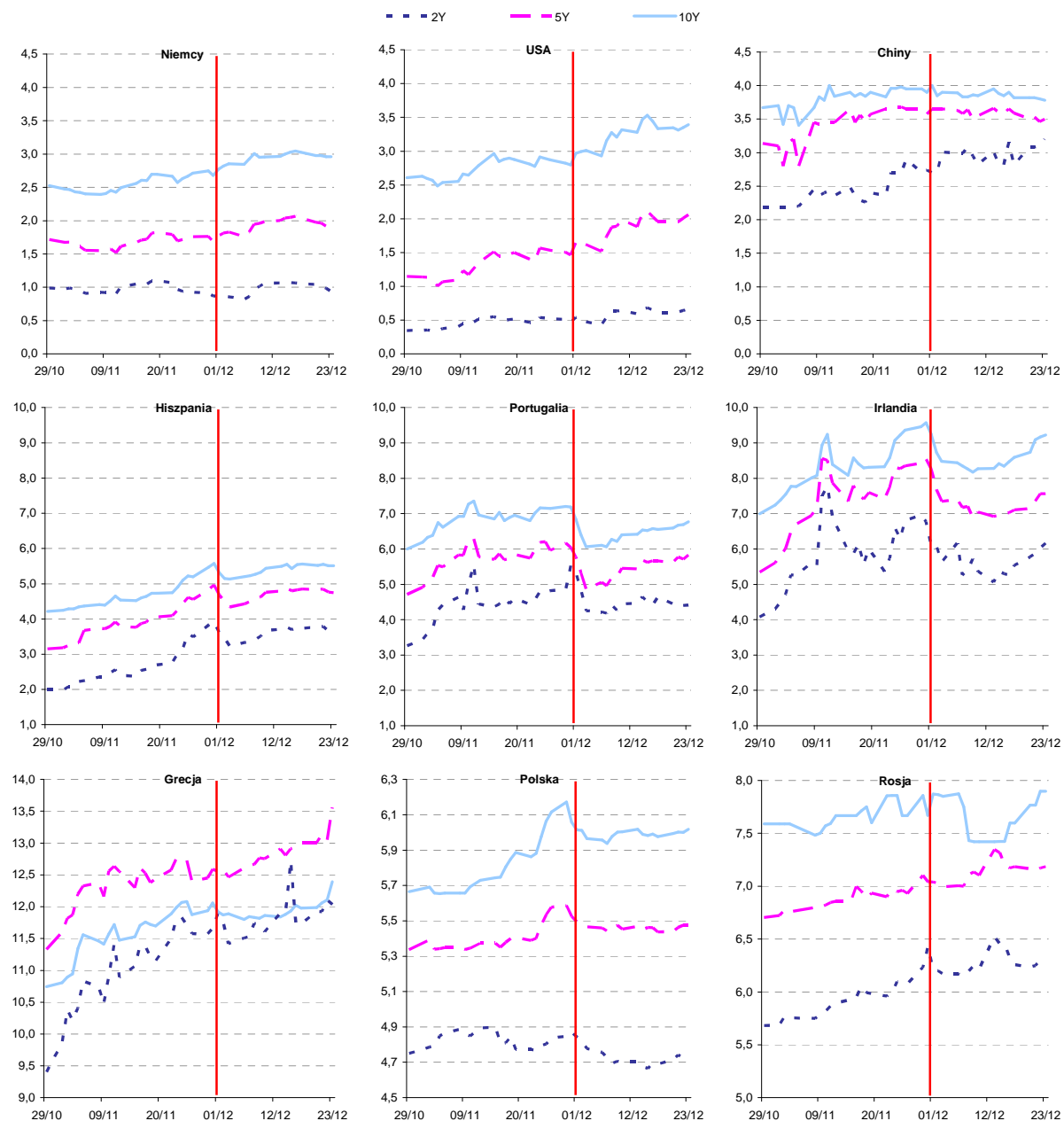


- ♦ W analizowanym okresie nieznacznie wzrósł koszt pieniądza na rynku międzybankowym. WIBOR 1M i 3M wzrosły o 4 p.b. odpowiednio do 3,65% i 3,92%, a WIBOR 6M wzrósł o 7 p.b. do 4,15%.
- ♦ Stopa WIBOR ON i stawka referencyjna POLONIA podlegały znacznym wahaniom. Na dzień 23 grudnia były niższe niż na koniec listopada odpowiednio o 68 p.b. i 99 p.b. i wyniosły: ON 2,83%, a POLONIA 2,60%.

## 2. Rynek papierów dłużnych

- ♦ Od końca listopada do 23 grudnia 2010 r. wzrosła rentowność niemieckich obligacji skarbowych: 10-letnich o 28 p.b. do 2,96%, 5-letnich o 21 p.b. do 1,90% i 2-letnich o 7 p.b. do 0,94%. Niemieckie obligacje traciły na wartości wobec rosnących obaw o konieczność pomocy finansowej dla Portugalii i Hiszpanii, co wiązałyby się z obciążeniem Niemiec jako największego płatnika i w konsekwencji potencjalnymi kłopotami budżetowymi. Jednak wypowiedź niemieckiego ministra finansów, oczekującego w przyszłym roku deficytu budżetowego na poziomie poniżej 3% PKB, pod koniec analizowanego okresu wpłynęła na wzrost cen obligacji tego kraju.
- ♦ Rentowność 10- i 5-letnich obligacji amerykańskich wzrosła w analizowanym przedziale czasowym o 59 p.b. odpowiednio do 3,39% i 2,06%, 2-letnich o 20 p.b. do 0,66%. Na spadek cen amerykańskich obligacji rządowych wpłynęło kilka czynników. Głównym było przedłużenie o 2 lata przez prezydenta USA programu ulg podatkowych i rozszerzenie go o nowe elementy, co spowodowało wzrost obaw inwestorów o stan budżetu federalnego. Kolejnym czynnikiem była wypowiedź szefa Fed, który nie wykluczył zwiększenia wartości programu skupu obligacji skarbowych (QE2). Dodatkowo agencja Moody's ostrzegła Stany Zjednoczone, że w związku z prowadzoną przez nie polityką monetarną i fiskalną, jej rating może być zagrożony.
- ♦ Przyznana pod koniec listopada przez Unię Europejską (UE) i Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) pomoc dla Irlandii, w wysokości 85 mld EUR, spowodowała w pierwszym tygodniu grudnia silny spadek rentowności obligacji tego kraju, a także Hiszpanii i Portugalii. Ryzyko niewypłacalności dwóch ostatnich krajów nadal pozostaje wysokie. W przypadku jego zmaterializowania się środki przewidziane w Europejskim Mechanizmie Stabilizującym (EMS) mogą okazać się niewystarczające na pokrycie ich potrzeb pożyczkowych - zwiększeniu funduszu EMS sprzeciwiają się Niemcy. Brak kompromisu w kwestii ewentualnej pomocy dla Portugalii i Hiszpanii w dalszej części grudnia powodował wzrost rentowności ich obligacji. Niepewność na rynku narastała również ze względu na działania agencji ratingowych. Agencja Moody's: umieściła Hiszpanię na liście obserwacyjnej, co skutkowało nieudaną aukcją obligacji; zagroziła redukcją ratingu Grecji; oraz obniżyła rating Irlandii z „Aa2” do „Baa1” (o pięć poziomów). Ostatecznie na 23 grudnia rentowność 10-letnich obligacji Irlandii spadła o 34 p.b. do 9,23%, Portugalii o 42 p.b. do 6,77%, a Hiszpanii o 7 p.b. do 5,51%.
- ♦ Rentowności 10-, 5- i 2-letnich polskich obligacji skarbowych w analizowanym okresie spadły – odpowiednio o 4 p.b. do 6,02%, 5 p.b. do 5,48% i 14 p.b. do 4,73%. Spadek rentowności polskich obligacji skarbowych w pierwszym tygodniu grudnia związany był z poprawą nastrojów na europejskim rynku długu, a także m.in. lepszym od oczekiwań tempem rozwoju polskiej gospodarki (4,2% r/r w III kwartale). W dalszej części miesiąca, m.in. ze względu na niższą aktywność inwestorów, nie odnotowano znaczącej zmiany rentowności polskich obligacji skarbowych.

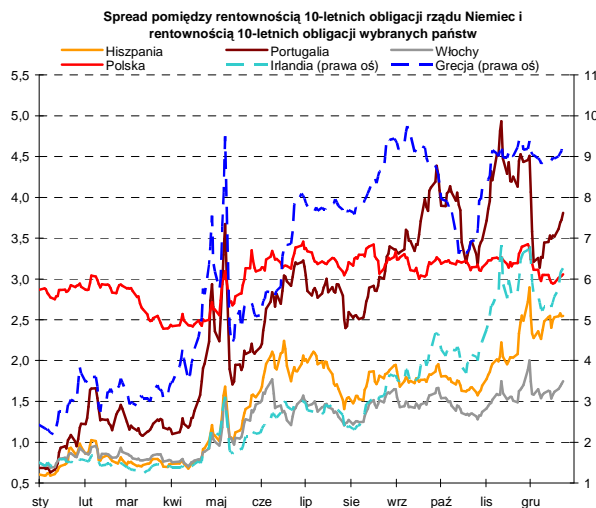
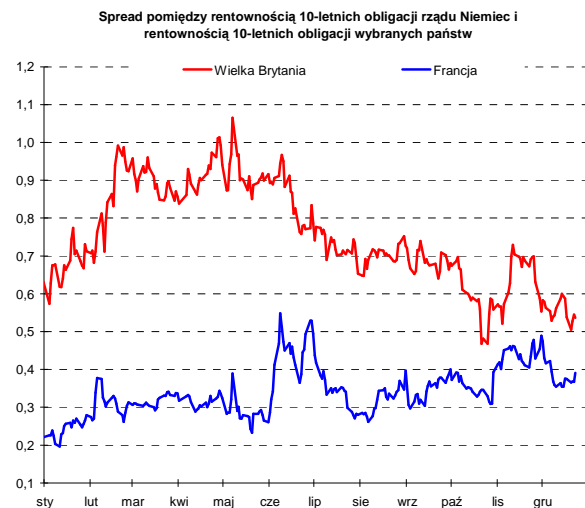
### Rentowność obligacji w wybranych krajach (%)



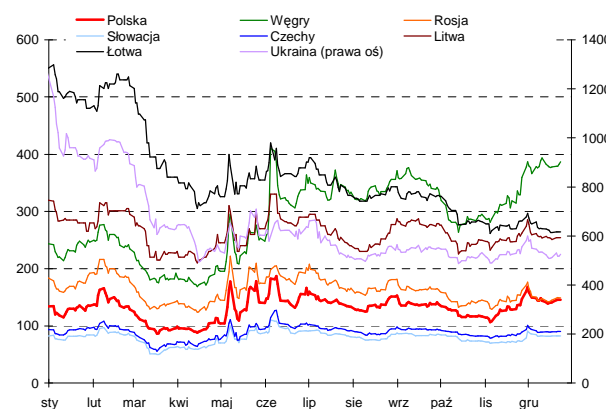
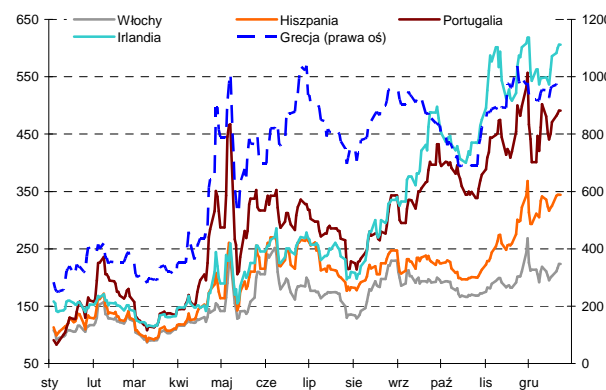
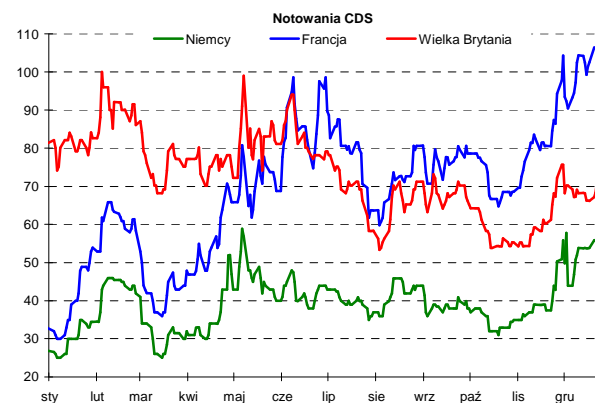
Źródło: Reuters.

- ♦ Spread pomiędzy rentownością 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych i większością ich odpowiedników w pozostałych krajach UE w analizowanym okresie spadł, przy utrzymaniu się awersji do ryzyka i wzroście rentowności obligacji Niemiec. Wynikało to z obaw o wpływ ewentualnej pomocy dla krajów zagrożonych niewypłacalnością – na stan niemieckiego budżetu. Również przyznanie pomocy finansowej dla Irlandii w znaczący sposób przyczyniło się do spadku innych analogicznych spreadów: dla obligacji portugalskich o 70 p.b. do 3,81 p.b., irlandzkich o 62 p.b. do 6,27 p.b., hiszpańskich o 35 p.b. do 2,55 p.b. i włoskich o 26 p.b. do 1,75 p.b.
- ♦ Spread między 10-letnimi obligacjami skarbowymi Polski i Niemiec spadł o 32 p.b. Raport agencji Moody's potwierdził dotychczasowy rating Polski na poziomie A2, nie przewidując jego zmiany w najbliższym czasie.

## Spread (p.p.)



Źródło: Reuters.

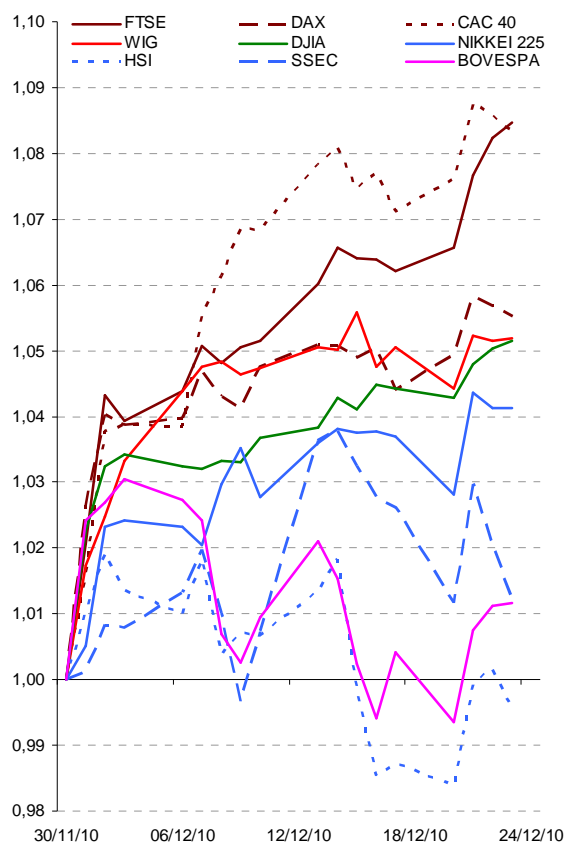


Źródło: Reuters.

- Przyznanie pomocy Irlandii jedynie na krótko uspokoiło inwestorów, w grudniu ich awersja do ryzyka wzrosła ze względu na sytuację Portugalii i Hiszpanii. Wzrost obaw o konsekwencje obciążenia Niemiec i Francji częścią ewentualnej pomocy finansowej widać było zarówno w przypadku notowań ich obligacji, jak i w wycenie swapów kredytowych na ich dług państwowy (CDS). Wzrost wartości CDS'ów Francji dodatkowo wspierały sygnały, że może ona mieć obniżony rating „AAA”, jeśli nie wdroży reform finansów publicznych.
- Brak kompromisu w kwestii ewentualnej pomocy dla Portugalii i Hiszpanii, sprzeciw Niemiec wobec zwiększenia środków na EMS oraz emisji wspólnych euroobligacji, a także komunikaty agencji ratingowych o obniżaniu lub ostrzeganiu przed obniżeniem oceny kredytowej poszczególnych krajów – powodowały dalszy wzrost wyceny ich CDS'ów. Na dzień zamknięcia raportu wycena CDS'ów Portugalii wyniosła 491 p.b., Hiszpanii 344 p.b., Irlandii 606 p.b., a Włoch 224 p.b.
- Wycena większości CDS'ów krajów w rejonie Europy Środkowo - Wschodniej w analizowanym okresie spadła, co było następstwem m.in. przyznania pomocy finansowej dla Irlandii. Zmienił się także sposób postrzegania krajów przez inwestorów. Wzrosła wycena ubezpieczenia długu krajów z wysokim długiem publicznym, natomiast spadł koszt ubezpieczenia długu krajów stosunkowo mało zadłużonych, jak np. Czech czy Słowacji. Wyjątkiem w Europie Środkowej-Wschodniej są Węgry, których dług publiczny jest bliski 80% PKB, a agencje ratingowe obniżają ich ocenę wiarygodności kredytowej. Wycena CDS'ów w Polsce na koniec analizowanego okresu wyniosła 146 p.b. i była niższa o 22 p.b. niż na koniec listopada.

### 3. Rynek kapitałowy

**Dynamika wybranych indeksów światowych (%)**



Źródło: Reuters, www.bossa.pl.

W analizowanym okresie wzrosła większość światowych indeksów giełdowych. W szczególności należy podkreślić początek grudnia, kiedy to po publikacji bardzo dobrych danych z gospodarek USA i Chin (m.in. dot. przemysłu) i przyznaniu Irlandii pomocy finansowej wzrost niektórych indeksów sięgnął 4%. W dalszej części miesiąca giełdy wspierane były wzrostem cen surowców, które podbiły wyceny spółek z branży surowcowej. Przedłużenie przez prezydenta USA ulg podatkowych oraz realizacja przez Fed programu ilościowego rozluźnienia polityki pieniężnej wpływały na wzrost indeksów giełdowych w USA i Europie (DJIA +5,2%, DAX +5,5%, CAC\_40 +8,3% i FTSE +8,5%). Wyceny spółek były wspierane dobrymi danymi z przemysłu – głównie z USA i Niemiec, oraz prognozami analityków dot. ich przyszłych zysków. Polski indeks WIG po dynamicznym wzroście w pierwszym tygodniu grudnia, w dalszej części miesiąca pozostał w konsolidacji – ostatecznie na koniec analizowanego okresu osiągnął wzrost 5,2%. Decyzja Ludowego Banku Chin o podwyższeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 50 p.b. ograniczyła przyrost indeksu SSEC do 1,2%, i spowodowała spadek HSI o 0,5%. Pogorszenie perspektyw gospodarczych przez japońskich przedsiębiorców i silny jen ograniczyły wzrost indeksu NIKKEI do 4,1%.

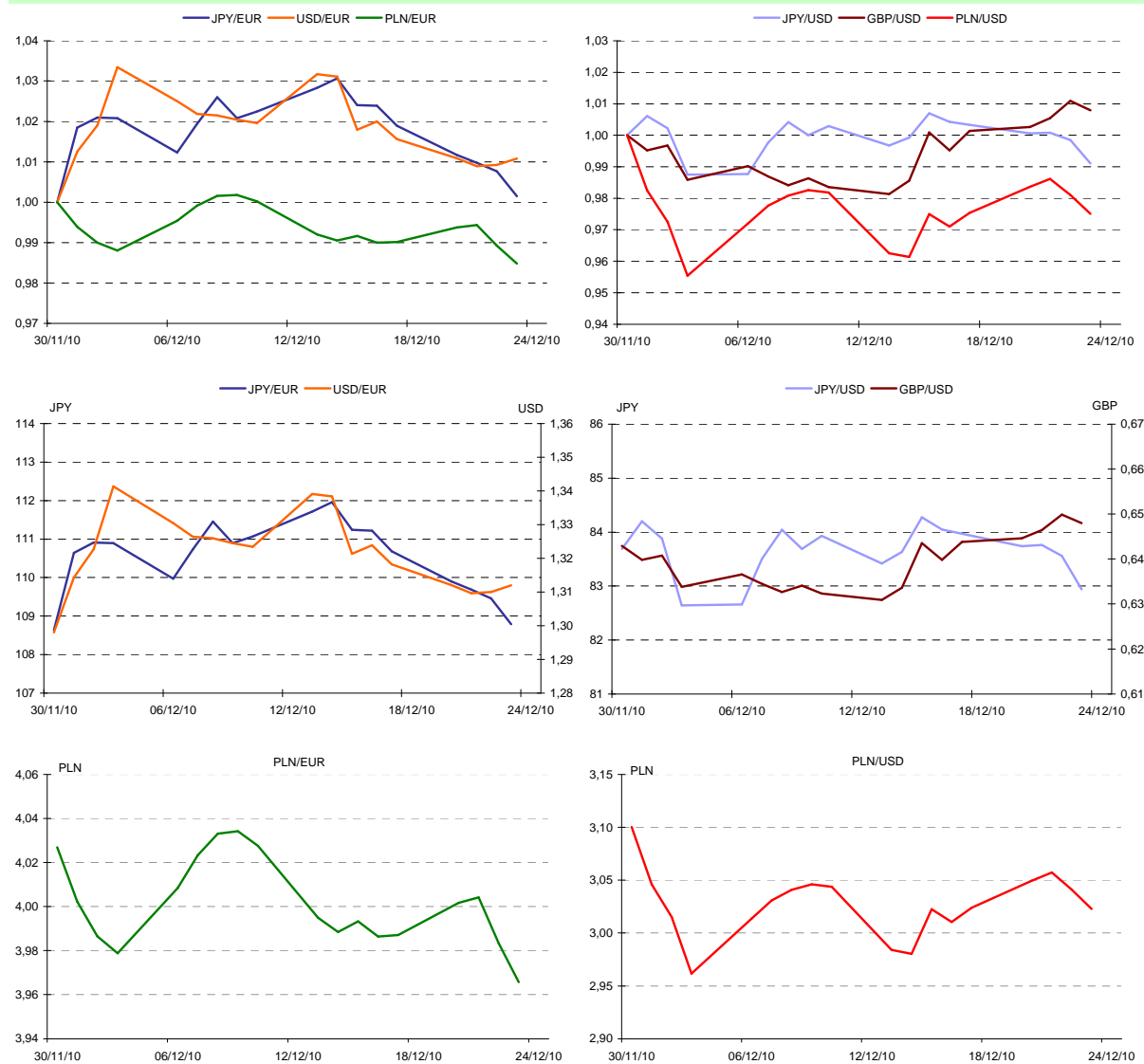
### 4. Rynek walutowy

- Na rynku USD/EUR trwała konsolidacja, czego powodem były mieszane dane z USA i strefy euro. Kurs euro wzrósł o 1,1% do 1,31 dolara za euro.
- Zatwierdzenie pomocy dla Irlandii na początku grudnia przyniosło krótkotrwały wzrost kursu USD/EUR, gdyż prawie natychmiast wzrosły obawy o sytuację finansową m.in. Portugalii i Hiszpanii. W celu uspokojenia rynków finansowych EBC zdecydował o rozszerzeniu programu skupu aktywów, zwiększając także swoje kapitały. Spadek kursu USD/EUR w drugiej części analizowanego okresu, wynikający z obniżenia ocen lub perspektyw ratingów Irlandii, Portugalii, Hiszpanii, a nawet Belgii, był ograniczony ze względu na zapowiedź Chin dot. wsparcia unii europejskiej w celu uspokojenia rynków finansowych (m.in. poprzez zakup portugalskich obligacji skarbowych). Brak zdecydowanych działań zmierzających do zażegnania kryzysu zadłużeniowego i sprzeciw Niemiec wobec powiększenia funduszu EMS sprzyjały utrzymywaniu się niepewności na rynku.
- Dolar osłabiał się ze względu na realizację przez Fed programu ilościowego rozluźnienia polityki pieniężnej. Szef Fed nie wykluczył także dalszego wsparcia amerykańskiej gospodarki, jeżeli sytuacja na rynku pracy się nie poprawi, a inflacja nie będzie powyżej pożądanego poziomu. Jednak przedłużenie o 2 lata programu ulg podatkowych w USA i rozszerzenia go o nowe elementy, w połączeniu z dobrymi danymi z przemysłu i nienajgorszymi perspektywami wzrostu gospodarczego USA ograniczyły osłabianie się dolara.
- Obawy o rozwój sytuacji w strefie euro, rozluźnianie polityki monetarnej przez Fed i zaostrzenie przez Ludowy Bank Chin – podtrzymały wysoki poziom awersji inwestorów do ryzyka. Efektem tego był bardzo wysoki kurs japońskiego jena, który na koniec analizowanego okresu wyniósł 82,9 JPY/USD i 108,8 JPY/EUR.

## Departament Analiz i Skarbu

- Wraz ze wzrostem kursu euro względem dolara wzmocniła się także polska waluta. Dodatkowym czynnikiem powodującym aprecjację złotego były dobre dane makroekonomiczne z polskiej gospodarki, m.in. dot. tempa wzrostu PKB. Negatywnie na polską walutę oddziaływała natomiast niepewność o sytuację w strefie euro, a także informacje o obniżeniu ratingu lub jego perspektywy dla Irlandii, Portugalii i Hiszpanii, a także Węgier. Mimo to, w analizowanym okresie wartość złotego względem dolara wzrosła o 2,5%, a wobec euro o 1,5%.

### Notowania walut



Źródło: Reuters.

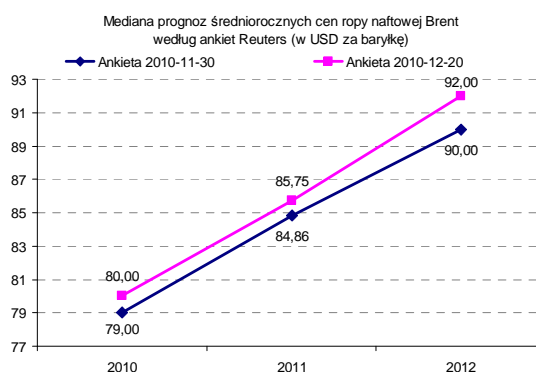
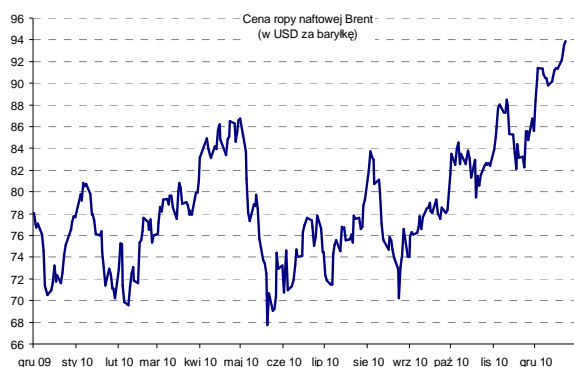


IV

Rynek surowców naturalnych

- ♦ W analizowanym okresie odnotowano silny wzrost ceny ropy naftowej z 85,7 do 93,9 USD za baryłkę (9,6%). Wpływ miał na to przede wszystkim uruchomiony przez Fed program skupu obligacji skarbowych, który powodował deprecjację dolara względem realnie istniejących zasobów ropy. Inwestycja w surowce jest także sposobem inwestorów na zabezpieczenie się przed inflacją, która w wyniku wzrostu podaży pieniądza w USA i Chinach, może być wysoka. Sprzyjające dane makroekonomiczne z USA, Chin i strefy euro (w szczególności z Niemiec) spowodowały wzrost oczekiwań inwestorów na umocnienie ożywienia gospodarczego, co przełożyło się na wzrost popytu na ropę i jej ceny. Warto również podkreślić nieoczekiwany silny spadek zapasów ropy w Stanach Zjednoczonych.

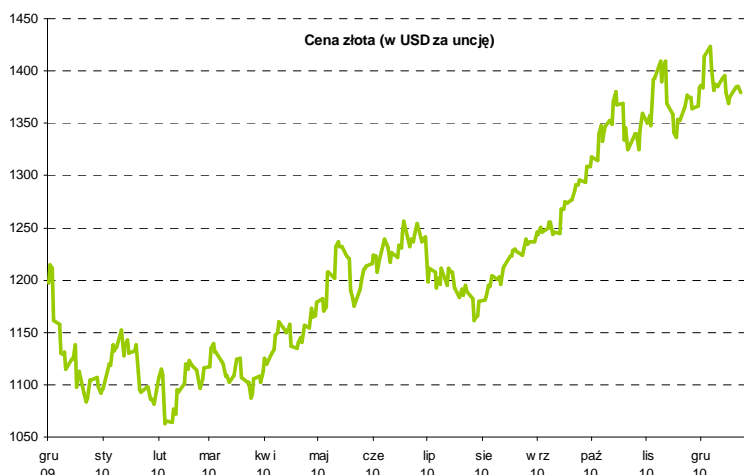
Ropa naftowa



Źródło: Reuters.

- ♦ Na początku grudnia cena złota osiągnęła kolejny rekordowy poziom 1 423,1 USD za uncję – było to m.in. konsekwencją wypowiedzi szefa Fed, który nie wykluczył zwiększenia wartości programu skupu obligacji skarbowych, a także niepokojem inwestorów o rozwój sytuacji w Europie. Jednak uchwalenie budżetu przez rząd Irlandii (warunek przyznania pomocy finansowej) rozpoczęło korektę na rynku złota. Dalszy spadek jego ceny to prawdopodobnie obawa inwestorów o spadek popytu na metale szlachetne wywołany zaostreniem polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin.

Złoto



Źródło: Reuters.