



## MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Styczeń 2011, Nr 106 (1)

### SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 5
Gospodarka globalna	s. 7
Euromonitor	s. 10
Na rynku	s. 11
Kalendarz	s. 13

*ERNEST PYTLARCYK*  
główny ekonomista  
tel. (22) 829 01 66  
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

*MARCIN MAZUREK*  
analityk  
tel. (22) 829 01 83  
marcin.mazurek@brebank.pl

*PIOTR PIĘKOŚ*  
analityk  
tel. (22) 829 01 85  
piotr.piekos@brebank.pl

*PAULINA ZIEMBIŃSKA*  
analityk  
tel. (22) 829 10 62  
paulina.ziembinska@brebank.pl

- Na inflację CPI można także spojrzeć stosując zasady analizy technicznej, wykorzystując do tego przecięcia wskaźnika CPI ze wskaźnikiem PPI. Podejście takie sugeruje, że inflacja CPI znajduje się w reżimie wzrostowym (do tej pory taki tok rozumowania sprawdzał się w 85% przypadków) a inflacja bazowa w najbliższych miesiącach może wzrosnąć do poziomów powyżej 2,0%. Stosując zaproponowaną analizę należy jednak pamiętać, że wykorzystanie filtra rocznego nie uwzględnia ewentualnych efektów bazowych w 2011 roku.
- Żeby było jasne: czynniki makroekonomiczne uzasadniają rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych w Polsce. Ważnym (o ile nie najważniejszym) elementem styczniowej decyzji o poziomie stóp procentowych będą jednak czynniki globalne, odzwierciedlane przede wszystkim w poglądach prezesa NBP. Jako że już raz wyprzedzająca diagnoza dotycząca gospodarki globalnej okazała się nietrafiona (oczekiwanie na napływ kapitału spekulacyjnego oraz umocnienie złotego jako efekt uboczny drugiej rundy poluzowania ilościowego w USA), prezes (a także reszta członków) zechce prawdopodobnie rozszerzyć zbiór informacyjny przed podjęciem decyzji (oprócz normalnego cyklu napływu informacji, dodatkowym jej źródłem może być projekcja inflacyjna, która zostanie opublikowana w marcu).
- Rok 2010 Chiny zakończą najprawdopodobniej silnym wzrostem PKB zbliżonym do 10%. Wszystko wskazuje jednak, że w wyniku gwałtownego pokryzysowego ożywienia z lat 2009-2010 gospodarka Chin dość szybko weszła w fazę przegrzania, na co wskazuje szybko rosnąca inflacja oraz tempo kreacji kredytu. W związku z tym Bank Chin zaczął już w zeszłym roku wdrażać zdecydowaną politykę zacieśnienia monetarnego, co przyczyni się najprawdopodobniej do nieznacznego spowolnienia momentum chińskiej gospodarki w 2011 r.
- Wyceniane tempo zacieśnienia monetarnego jest obecnie wyższe niż miało to miejsce bezpośrednio przed rozpoczęciem poprzednich cykli podwyżek. Co ciekawe, umocnienie złotego wywołane bezpośrednio wypowiedzią szefa NBP i w zamyśle mające być substytutem zacieśnienia monetarnego, nie wpłynęło na ograniczenie oczekiwań co do skali przyszłych podwyżek stóp procentowych. Oceniamy jednak, że obecne poziomy rentowności krótkich obligacji mogą zostać skorygowane (w dół) w najbliższym czasie.

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010P	2011P
PKB r/r	6,8	5,1	1,7	3,8	4,2
Inflacja (średnia w okresie)	2,5	4,2	3,5	2,8	3,5
Saldo na rachunku obrotów bież. (% PKB)	-4,5	-5,3	-1,6	-2,8	-3,8
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11,2	9,5	12,1	12,1	10,9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50

Wskaźnik	2009				2010	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4P
PKB r/r	1,7	3,2	3,0	3,5	4,2	4,5
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3,5	3,3	3,0	2,3	2,2	2,8
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

P - prognoza

Styczeń 2011

## GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Maj 10	Cze 10	Lip 10	Sie 10	Wrz 10	Paź 10	Lis 10	Gru10
<b>PKB i produkcja</b>								
PKB		3,5%			4,2%			
Popyt krajowy		3,9%			4,2%			
Spożycie indywidualne		3,0%			3,5%			
Nakłady brutto na środki trwałe		-1,7%			0,4%			
Wartość dodana		3,0%			3,8%			
w przemyśle		13,1%			10,2%			
w budownictwie		4,0%			6,1%			
w sektorze usług rynkowych		0,3%			2,0%			
Produkcja przemysłowa r/r	13,5%	14,3%	10,5%	13,6%	11,8%	8,0%	10,1%	11,5%
Produkcja przemysłowa m/m	1,6%	6,8%	-5,9%	-1,8%	13,2%	-1,6%	-1,3%	
Sprzedaż detaliczna r/r	4,3%	6,4%	3,9%	6,6%	8,6%	9%	8,3%	10,3%
Sprzedaż detaliczna m/m	3,1%	4,1%	3,2%	-1,6%	1,2%	4,3%	-6,7%	
<b>Rynek pracy</b>								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3 346,61	3 403,65	3 433,32	3 407,26	3 403,68	3440,22	3525,67	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	4,8%	3,5%	2,1%	4,2%	3,7%	3,9%	3,6%	2,7%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-1,5%	1,7%	0,9%	-0,8%	-0,1%	1,1%	2,5%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	0,5%	1,1%	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,2%	2,3%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,2%	0,3%	0,3%	0,0%	0,2%	0,2%	0,1%	
Stopa bezrobocia	12,1%	11,7%	11,5%	11,4%	11,5%	11,5%	11,7%	12%
<b>Handel zagraniczny</b>								
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-453	-757	-1518	-1255	-1089	-1155	-1752	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-399	-101	-606	-825	-537			
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	24,4%	27,0%	17,5%	22,9%	17,9%			
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	28,9%	23,9%	18,9%	26,2%	23,9%			
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,1%	-2,1%	-2,3%	-2,6%	-2,9%			
<b>Ceny</b>								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,3%	0,3%	-0,2%	-0,4%	0,6%	0,5%	0,1%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,2%	2,3%	2,0%	2,0%	2,5%	2,8%	2,7%	3,3%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	1,6%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,4%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	2,0%	1,0%	0,1%	-0,2%	0,1%	0,0%	0,3%	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	1,9%	2,1%	3,8%	4,0%	4,3%	4,0%	4,6%	5,7%
<b>Agregaty monetarne</b>								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	737,9	742,8	743,3	749,5	752,9	756,2	763,0	
Podaż pieniądza r/r	7,7%	7,1%	7,8%	9,4%	8,9%	6,3%	9,0%	8,5%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	9,6%	13,1%	13,7%	15,5%	12,4%	10,0%	14,3%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-5,7%	-4,4%	-3,1%	-2,2%	-3,1%	-2,3%	-0,7%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	9,3%	9,3%	9,4%	10,0%	9,7%	10,2%	10,1%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	15,0%	13,1%	12,1%	15,2%	12,9%	13,2%	10,7%	
<b>Kursy walutowe</b>								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4,08	4,14	4,01	4,00	3,97	3,97	4,02	3,96
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3,31	3,38	3,07	3,15	2,91	2,85	3,10	2,96
<b>Stopy procentowe</b>								
Stopa interwencyjna NBP	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Stopa lombardowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Stopa depozytowa	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
WIBOR 3M	3,76%	3,76%	3,72%	3,71%	3,74%	3,83%	3,85%	3,91%
Rentowność obligacji 2Y	4,66%	4,85%	4,75%	4,73%	4,76%	4,73%	4,85%	4,76%
Rentowność obligacji 5Y	5,27%	5,42%	5,41%	5,19%	5,09%	5,16%	5,41%	5,48%
Rentowność obligacji 10Y	5,80%	5,94%	5,88%	5,43%	5,50%	5,56%	5,83%	6,00%
<b>Gospodarka światowa</b>								
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,6%	1,4%	1,7%	1,6%	1,8%	1,9%	1,9%	2,2%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)		1,9%			1,9%			
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	2,0%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%	1,2%	1,1%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)		1,7%			2,5%			
Stopa docelowa Fed Funds	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy węż oznaczono prognozy.

## GOSPODARKA POLSKA

## Technicznie... o inflacji CPI

Poprzedni miesiąc był mało ekscytujący pod względem publikacji danych z gospodarki polskiej – większość wskaźników jedynie potwierdziła już wcześniej zarysowane trendy. Pewnym zaskoczeniem był natomiast silny wzrost inflacji producentów, szczególnie w kontekście zbliżającego się zacieśnienia monetarnego. Jako że nasz pogląd na sferę realną (i ewentualne napięcia popytowe) został już do tej pory wyczerpująco przedstawiony we wcześniejszych odczynkach miesięcznika, poniżej prezentujemy odmienne podejście do inflacji CPI oraz inflacji bazowej.

Zakładamy, że pierwszy wskaźnik może być analizowany zgodnie z prawidłami analizy technicznej, drugi natomiast przejawia stałą w czasie (opóźnioną) reakcję na różnicę pomiędzy roczną dynamiką cen producentów i konsumentów. Wnioski z analizy wskazują na wysokie prawdopodobieństwo wzrostów zarówno inflacji CPI, jak i inflacji bazowej w najbliższych miesiącach. Jedynym mankamentem analizy może być zastosowanie wyłącznie filtra rocznego, co może maskować niektóre z efektów bazowych, które wystąpią w 2011 roku. Inne rodzaju filtrowanie zawiera jednak za dużo „szumu” przez co formułowanie mocnych wniosków jest utrudnione.

Na wykresie poniżej prezentujemy „techniczne” spojrzenie na relację cen producentów przemysłowych (PPI) i konsumentów (CPI) w ujęciu rocznym. Zakładamy, że – podobnie jak w analizie technicznej – interesują nas jedynie wzory kreślone przez obydwie szeregi czasowe (na razie bez odniesienia się do jakiegokolwiek teorii ekonomicznej).

Rozważmy dwa, wykluczające się sygnały:

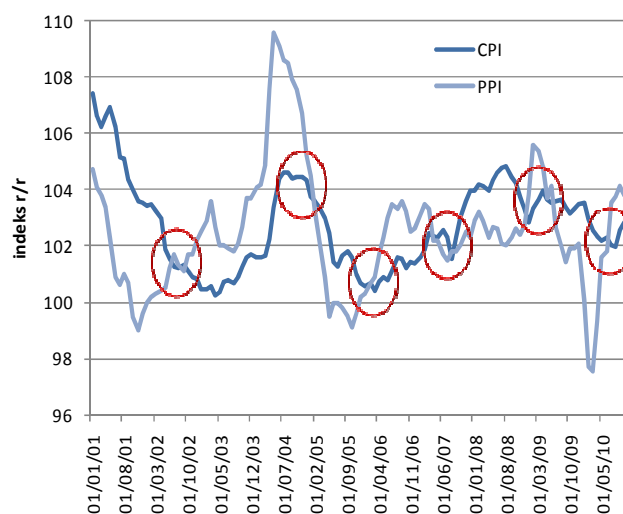
- 1) Jeśli inflacja PPI rośnie i przecina inflację CPI od dołu, oznacza to potencjał do wzrostów inflacji CPI w przyszłości; innymi słowami obowiązujący trend na tempie wzrostu cen konsumenckich jest wzrostowy (reżim wzrostowy).
- 2) Jeśli inflacja PPI spada i przecina inflację CPI od góry to oznacza to potencjał do spadków inflacji CPI w przyszłości; innymi słowami obowiązujący trend na tempie wzrostu cen konsumenckich jest spadkowy (reżim spadkowy).

Poniżej zaznaczamy wyszczególnione sygnały na wykresie (czerwone elipsy).

Zauważmy, że stosując schemat rozumowania tego typu w 6 przypadkach na 7 (a więc w 85% przypadków objętych próbą – patrz zakresienia na wykresie; zakresienia dla przełomu 2007 i 2008 roku oraz prze-

łomu 2008 i 2009 roku obejmują za każdym razem po 2 przecięcia) nie pomyliliśmy się typując przyszłe zachowanie inflacji cen konsumenckich. Tym samym można przyjąć, że opisany sposób postępowania – choć niezwykle prosty (co akurat nie zawsze jest wadą) – okazuje się jednocześnie bardzo skuteczny.

**Wykres 1.** Porównanie rocznej dynamiki CPI i PPI w latach 2001-2010.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Stosując powyższe rozumowanie, ostatnie przecięcie PPI i CPI sugeruje przyszły wzrost inflacji konsumenckiej (czego aktualnie jesteśmy faktycznie świadkami) i potwierdza, że wskaźnik ten znajduje się obecnie w trendzie wzrostowym.

Co ciekawe, takie spojrzenie nie jest także pozbawione ekonomicznego uzasadnienia. Po pierwsze, inflacja cen producentów jest wrażliwym barometrem cen surowców (typowo rynkowym, dla którego punktem odniesienia jest rynek globalny, z poprawką na poziom kursu walutowego), które stanowią o części kosztów towarów konsumpcyjnych, które jako ceny detaliczne dostosowują się z opóźnieniem (i mają dodatkowy bufor w postaci ruchomych marż detalicznych). Po drugie, wspomniane ceny surowców są z reguły pro-cykliczne, a więc dobrze odzwierciedlają cykl globalny, co jest szczególnie ważne dla małej gospodarki otwartej, jaką jest gospodarka polska. Po trzecie wreszcie, inflacja cen producentów odzwierciedla relacje popytowo-podażowe (wynikające z naturalnej cykliczności gospodarki) na wczesnym etapie produkcji i co za tym idzie, potencjalne napięcia popytowo-podażowe w całej gospodarce, które mogą odzwierciedlać się w inflacji CPI. Odwołanie się do znaczenia *przecięcia* cen konsumenckich i producentów jest z kolei uwarunkowane niezbędnym

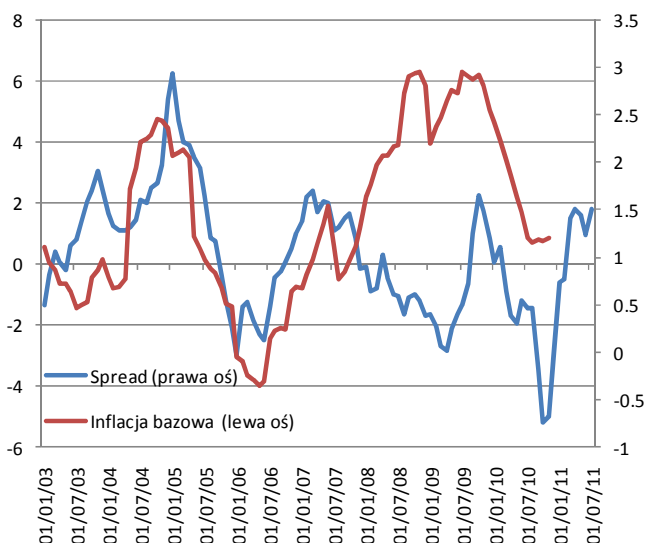
Styczeń 2011

momentum procesów cenowych, powyżej którego zmiany cen detalicznych stają się dla przedsiębiorców opłacalne (wliczając to przyczyny sztywności nominalnych cen, na przykład w postaci kosztów menu).

Na relację cen producentów (przemysłowych) i konsumentów można spojrzeć także odwołując się do różnicy (spreadu) pomiędzy nimi. Z uwagi na odmienności metodologiczne obydwu wskaźników, ich różnica odzwierciedla z jednej strony wkład cen usług w kształtowanie się CPI (usługi występują w CPI, lecz nie w PPI), z drugiej natomiast pokazuje zakres, w jakim ceny producentów przenoszą się na ceny konsumentów. Pierwsza cecha jest ściśle mechaniczna, druga natomiast odzwierciedla istotne relacje ekonomiczne, co z kolei sugeruje, że może być ważnym wyznacznikiem kształtowania się inflacji bazowej (odzwierciedlającej relację podaży-popytu w gospodarce), pod warunkiem uwzględnienia odpowiedniego opóźnienia w szeregach czasowych zastosowanych w analizie.

Na wykresie poniżej prezentujemy opóźniony o 8 miesięcy spread (w ujęciu r/r) oraz inflację bazową (po wyłączeniu cen żywności i energii). Widać wyraźnie, że wyznaczone punkty zwrotne na inflacji bazowej wyznaczone są niemal idealnie. Wyjątkiem jest zachowanie inflacji bazowej i spreadu w 2008 roku (zauważmy, że korelacja w 2009 roku jest już poprawna), kiedy spread spadał, natomiast inflacja bazowa rosła. Może być to związane z cenami usług, które znacznie w tym czasie przyspieszyły (patrz dyskusje na łonie RPP, które towarzyszyły podwyżkom stóp procentowych przeprowadzonym w tym czasie) powodując gwałtowne wzrosty inflacji bazowej i jednocześnie obniżając spread, który wyliczany jest jako różnica cen producentów i inflacji konsumpcyjnej.

**Wykres 2.** Spread PPI i CPI jako miara napięć popytowych odzwierciedlanych w inflacji bazowej.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Z zaobserwowanej korelacji wynika, że inflacja bazowa ma szansę wzrosnąć powyżej 2% na przestrzeni najbliższych 10-12 miesięcy.

*Marcin Mazurek*

## POLITYKA MONETARNA

### Czy strzelba zawieszona przez prezesa Belkę wystrzeli w styczniu?

Nastroje w RPP zmieniały się na przestrzeni ostatniego miesiąca jak w kalejdoskopie. Jeszcze po grudniowym posiedzeniu szanse na podwyżkę stóp procentowych były wyceniane 50:50. Istotnie, komunikat pozostał dość gołębi ze wskazaniem, że poprawa konsumpcji może mieć tylko tymczasowy charakter, a ożywienie w aktywności inwestycyjnej nie nastąpi. RPP wprowadziła dopuszczalność wzrostów inflacji, jednak źródłem tego wzrostu miałyby być czynniki podażowe, bez związku z polityką pieniężną. Jedyną różnicą w porównaniu do komunikatu listopadowego było wyłączenie fragmentu o ryzyku zwiększonego napływu kapitału spekulacyjnego. Takim zabiegiem był naturalną konsekwencją utrzymywania się kursu złotego na słabszych poziomach oraz zahamowaniu (po ogłoszeniu przez USA kolejnej rundy poluzowania fiskalnego) odpływu kapitału do krajów *emerging markets*.

Bardziej istotne od samego komunikatu były komentarze prezesa Belki po konferencji. Wskazał on, że ostatnie turbulencje sugerują przesunięcie w bilansie ryzyk w stronę zacieśnienia monetarnego. Stanowisko to zostało doprecyzowane w wypowiedzi dla Reutersa, która pojawiła się już w nowym roku. Belka stwierdził w niej, że kończy się okres przyglądania się sytuacji w polityce pieniężnej. Widzi on podwyżkę złotego (wobec niezdecydowania się RPP na wyprzedzające podwyżki to właśnie kanał kursowy jawi się jako narzędzie najbardziej efektywne do ograniczenia presji inflacyjnej). Belka podkreśla jednak, że podwyżka powinna nastąpić w sytuacji względnej stabilizacji na rynkach globalnych, gdyż tylko wtedy NBP osiągnie swój zamierzony cel, czyli aprecjację złotego. Belka wskazał również, że należy oczekiwać, że RPP rozpocznie cały cykl zacieśnienia, nie zaś jednorazowo dostroi poziom stóp procentowych. Pozostałe fragmenty wywiadu (m.in. wskazanie na stabilność polskiego ożywienia gospodarczego odbicie w inwestycjach, którego również my oczekujemy) sugerują, że Belka zaczyna wiązać konieczność normalizacji stóp procentowych również z kondycją sfery realnej polskiej gospodarki.

W reakcji na wypowiedź M. Belki złoty gwałtownie umocnił się przebijając poziom 3,90 wobec euro. W opinii większości uczestników rynku los podwyżki stóp procentowych w styczniu został zaś przypiętowany komentarzami pozostałych członków RPP: Bratkowskiego, Rzońcy, Glapińskiego, Chojny-Duch, czy Gilowskiej; co ciekawe, do grona członków RPP otwarcie argumentujących za możliwością podwyżki stóp procentowych dołączył również Kaźmierczak,

który „zaniepokoił” się wzrostem inflacji. Na bardziej precyzyjne przytoczenie zasługuje przede wszystkim komentarz Rzońcy, który przykładając dużą wagę do zagadnień kursowych. Członek ów argumentuje, że przy obserwowanym w okresie kryzysu na rynkach finansowych spadku wrażliwości kursu na zmiany stóp procentowych, bank centralny mógłby zostać zmuszony do zacieśnienia w większej skali niż miało to miejsce w przeszłości, przy podobnych parametrach makro. Rzońca (zwolennik wyprzedzających podwyżek stóp) podkreśla również, że zbyt późne zacieśnienie monetarne skutkowało też może niekorzystnymi zmianami w strukturze walutowej zadłużenia gosp. domowych i w wypadku kryzysu poważnym uszkodzeniem bilansów gosp. domowych. Kwestie kursowe poruszane przez Rzońcę wpisują się w warunkowy charakter wypowiedzi prezesa, który prawdopodobnie preferowałby przeczekanie ryzykownego okresu na rynkach finansowych (styczeń i luty – uruchomienie pierwszych podaży obligacji z EFSF) w celu efektywniejszego wykorzystania kanału kursowego, jako że aprecjacja uruchomiona oczekiwaniami na podwyżki/podwyżkami stóp może nie oprzeć się kolejnej fali awersji do ryzyka (innymi słowy, epizody rozkorelowania EURPLN z EURUSD zdarzają się rzadko i nie trwają długo).

Ważnym (o ile nie najważniejszym) elementem styczniowej decyzji będą czynniki globalne, odzwierciedlane przede wszystkim w poglądach prezesa, które pozostają bardzo istotnym punktem odniesienia dla pozostałych członków RPP (sekwencja „jastrzębich” wypowiedzi członków RPP prawdopodobnie nie jest w tym przypadku losowa...). Jako że już raz wyprzedzająca diagnoza dotycząca gospodarki globalnej okazała się nietrafiona (oczekiwanie na napływ kapitału spekulacyjnego oraz umocnienie złotego jako efekt uboczny drugiej rundy poluzowania ilościowego w USA), prezes (a także reszta członków) zechce prawdopodobnie rozszerzyć zbiór informacyjny przed podjęciem decyzji (oprócz normalnego cyklu napływu informacji, dodatkowym jej źródłem może być projekcja inflacyjna, która zostanie opublikowana w marcu).

W związku z poruszonymi wcześniej kursowymi aspektami podwyżki stóp (uruchomienie potencjału aprecjacyjnego złotego) RPP prawdopodobnie jest świadoma faktu, że moment podwyżki stóp procentowych musi zostać określony bardzo precyzyjnie. Odłożenie podwyżek w czasie doprowadzi do dalszego wystromienia krzywej FRA i potencjalnych trudności w szybkim umocnieniu złotego w przypadku podwyżek stóp (przejściowo mogłaby się pojawić presja na deprecjację). Z kolei natychmiastowa podwyżka w zależności od sytuacji na rynkach globalnych może nie wygenerować oczekiwanego umocnienia złotego. Uważamy, że w styczniu górę weźmie

Styczeń 2011

podejście *wait-and-see* i w związku z tym ciągle bardziej prawdopodobnym momentem podwyżki stóp jest marzec. Taką decyzję RPP będzie mogła z powodzeniem wytłumaczyć niepewnością w gospodarce globalnej, polskiej sferze realnej (inwestycje, zaskakujący wzrost stopy bezrobocia, wpływ wcześniejszych efektów substytucyjnych na kondycję konsumpcji w nowym roku) oraz nikłymi, namacalnymi dowodami na szybkie narastanie presji inflacyjnej (nieznacznie niższa inflacja bazowa), czy też brakiem

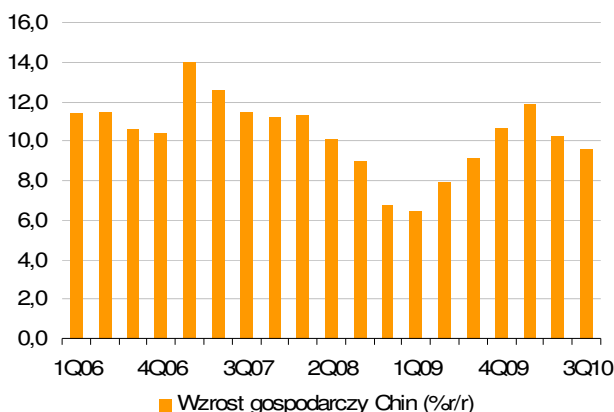
anomalii w kształtowaniu się oczekiwań inflacyjnych (RPP jest prawdopodobnie świadoma faktu, że miary oczekiwań inflacyjnych NBP są adaptacyjne i podążają za faktycznym wskaźnikiem inflacji – wraz ze spadkiem bieżącej inflacji oczekiwania również spadną).

*Marcin Mazurek  
Ernest Pytlarczyk*

## GOSPODARKA GLOBALNA

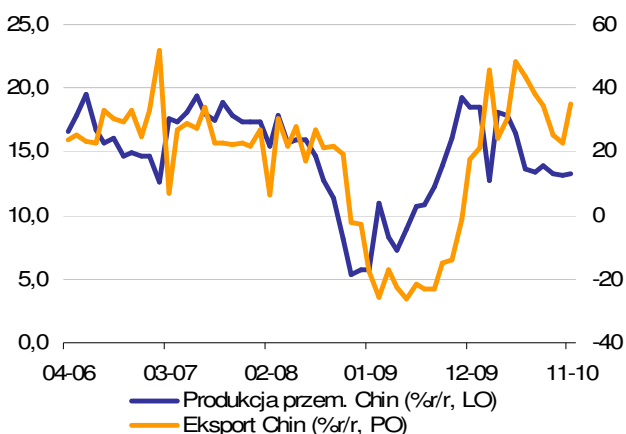
**Chiny: schładzanie przegrzanej gospodarki**

Rok 2010 gospodarka Chin zakończy najprawdopodobniej silnym wzrostem PKB zbliżonym do 10%. W I kw. 2010 r. dynamika tego wskaźnika sięgnęła aż 11,9%/r (najwyższy poziom od II kw. 2007, czyli apogeum poprzedniego ożywienia), po czym w dalszej części roku nieco zwolniła, utrzymując się jednak w okolicach 10%/r (patrz: Wykres 1).

**Wykres 1.** Wzrost PKB Chin (%/r)

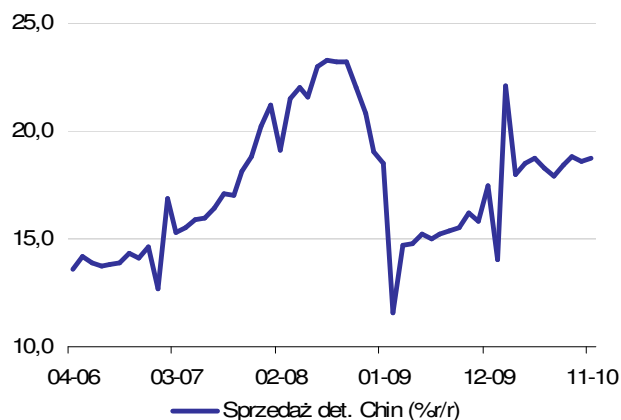
Źródło: Bloomberg.

Cały czas główną siłą napędową gospodarki Chin pozostaje wysoka dynamika eksportu (34,9%/r w listopadzie), ciągnąca w górę chiński przemysł (patrz: Wykres 2).

**Wykres 2.** Produkcja przem. i eksport Chin (%/r)

Źródło: Bloomberg.

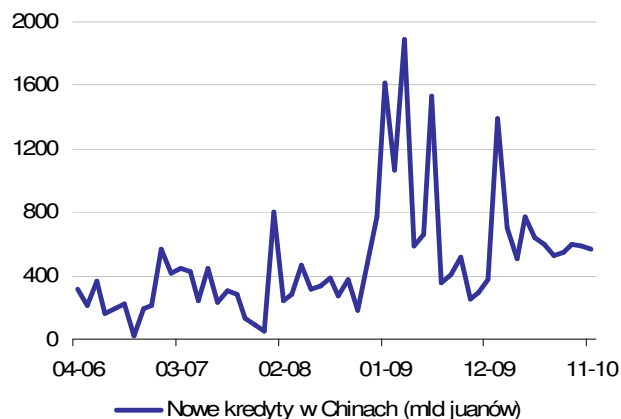
Z drugiej strony coraz bardziej w siłę rośnie konsumpcja, co widoczne jest w danych o sprzedaży detalicznej, której dynamika sięgnęła w listopadzie 18,7%/r (patrz: Wykres 3).

**Wykres 3.** Sprzedaż detaliczna w Chinach (%/r)

Źródło: Bloomberg.

Wszystko wskazuje jednak, że w wyniku gwałtownego pokryzysowego ożywienia z lat 2009-2010 gospodarka Chin dość szybko weszła w fazę przegrzania.

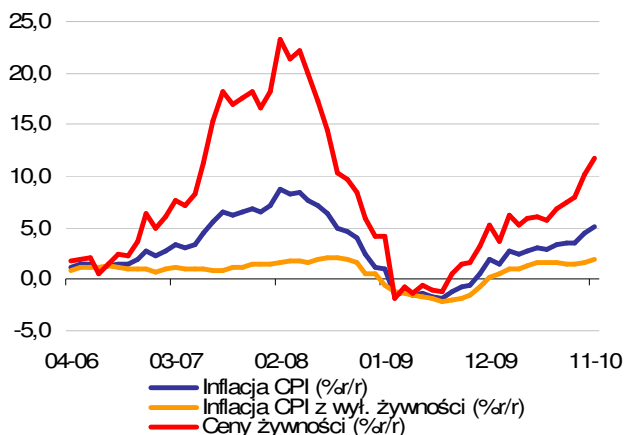
Po pierwsze, silnemu momentum chińskiej gospodarki towarzyszy szybkie tempo kreacji kredytu (patrz: Wykres 4) – wolumen nowo udzielonego kredytu już w listopadzie osiągnął założony przez rząd docelowy poziom na cały rok 2010 (7,5 bln juanów).

**Wykres 4.** Wolumen nowych kredytów w Chinach (mld juanów)

Źródło: Bloomberg.

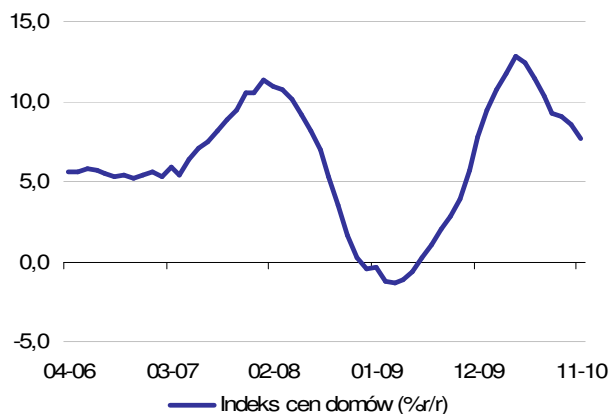
Po drugie, Chiny notują w ostatnim okresie coraz szybszy wzrost cen konsumentów (w listopadzie dynamika CPI wzrosła do 5,1%/r – patrz: Wykres 5). Cho prawda, głównym motorem rosnącej inflacji są jak do tej pory ceny żywności (11,7%/r w listopadzie), podczas gdy inflacja bazowa pozostaje relatywnie stabilna (1,9%/r), nie mniej jednak rosnące oczekiwania inflacyjne grożą wystąpieniem efektów drugiej rundy.

Styczeń 2011

**Wykres 5.** Inflacja CPI, bazowa oraz cen żywności w Chinach (%r/r)

Źródło: Bloomberg.

Po trzecie, bardzo silną dynamikę w 2010 r. wykazywały ceny nieruchomości – ich roczna dynamika sięgnęła w I poł. roku 12,8%r/r (patrz: Wykres 6). W II poł roku zanotowała ona zdecydowany spadek (do 7,7%r/r w listopadzie), co stało się w dużej mierze w reakcji na kroki podjęte przez rząd w celu uniknięcia bańki na rynku nieruchomości. Chiński rząd ostudził krajowy rynek nieruchomości poprzez zaostrzenie warunków kredytowania hipotecznego (m.in. podwyższenie wkładu własnego oraz oprocentowania dla kredytów na drugi dom), co stanowiło pierwszy kanał zacieśnienia polityki monetarnej.

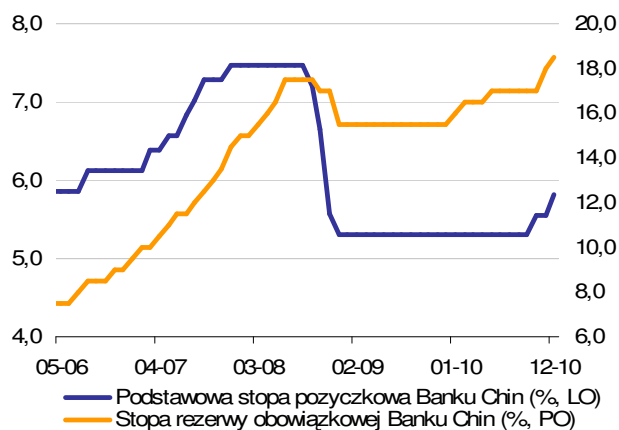
**Wykres 6.** Indeks cen domów w Chinach (%r/r)

Źródło: Bloomberg.

Równolegle do rządowych działań regulacyjnych na rynku kredytu hipotecznego, w reakcji na wzrost napięć inflacyjnych Bank Chin dokonywał w zeszłym roku zacieśnienia monetarnego za pomocą 3 kanałów:

- 1) stopy rezerwy obowiązkowej,
- 2) kursu walutowego,
- 3) stopy pożyczkowej i depozytowej banku centralnego.

Pierwszej podwyżki stopy rezerwy obowiązkowej Bank Chin dokonał już w styczniu zeszłego roku (patrz: Wykres 7), natomiast w całym roku 2010 cykl podwyżek doprowadził do jej wzrostu z 15,50% (na koniec 2009 r.) do 18,50%. Co ważne, wzrost stopy rezerw uzasadniony był nie tylko wpływem na zmniejszenie mnożnika kreacji pieniądza w celu osłabienia napięć inflacyjnych, lecz również w związku z potrzebą wsparcia procesu sterylizacji bazy monetarnej zwiększanej poprzez interwencje walutowe Banku Chin wymierzone w powstrzymanie aprecjacji juana (standardowym instrumentem sterylizacji interwencji walutowych jest emisja bonów).

**Wykres 7.** Bank Chin: podstawowa stopa pożyczkowa i stopa rezerwy obowiązkowej (%)

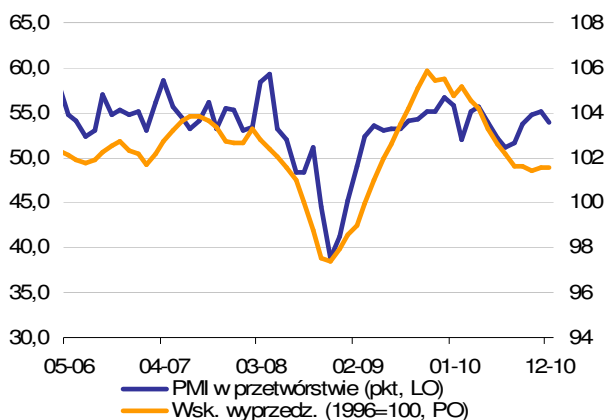
Źródło: Bloomberg.

Jeśli chodzi o kanał kursowy, w czerwcu zeszłego roku Bank Chin ogłosił zakończenie 2-letniego okresu obowiązywania sztywnego kursu juana wobec dolara i dopuszczenie jego „większej elastyczności”, co *de facto* oznaczało zezwolenie na uzasadnioną fundamentami gospodarczymi stopniową aprecjację chińskiej waluty, na co mocno naciskały m.in. USA. W praktyce okazało się, że Bank Chin dopuścił do aprecjacji jedynie w bardzo ograniczonej skali (po ponad pół roku od uwolnienia kursu juana, umocnił się on wobec dolara jedynie o 3,3%), nie mniej jednak działanie to pozostaje istotnym elementem zacieśnienia polityki pieniężnej.

Najpóźniej, bo dopiero w październiku 2010 r., Bank Chin zdecydował się na rozpoczęcie cyklu podwyżek podstawowych stóp procentowych: pożyczkowej i depozytowej (patrz: Wykres 7). Dotychczas miały miejsce dwie podwyżki stóp, łącznie o 50pb (stopa pożyczkowa wzrosła do 5,81%, a depozytowa do 2,75%), natomiast 2011 rok przyniesie najprawdopodobniej ich kontynuację, szczególnie w kontekście ostatnich wypowiedzi przedstawicieli chińskich władz, zapowiadających, że ich głównym priorytetem w 2011 roku będzie walka z inflacją.



Styczeń 2011

**Wykres 8.** Wskaźniki koniunktury w Chinach

Źródło: Bloomberg.

Trwający proces zacieśnienia monetarnego przyczyni się prawdopodobnie do nieznacznego spowolnienia momentum chińskiej gospodarki w bieżącym roku. Taki scenariusz sugerują też wyprzedzające wskaźniki koniunktury, które od dłuższego już czasu znajdują się w trendzie spadkowym (patrz: Wykres 8). Spowolnienie to nie powinno być jednak silne – aktualny konsensus prognoz analityków<sup>1</sup> zakłada dynamikę chińskiego PKB w 2011 r. na poziomie 9%, a więc jedynie lekko poniżej szacowanych za 2010 rok 10%.

*Piotr Piękoś*

<sup>1</sup> Analitycy ankietowani przez agencję Bloomberg.

Styczeń 2011

## EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>2,30%</b> (listopad 2010)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>6,26%</b> (listopad 2010)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>&lt;3,0% PKB</b></li> <li>Dług publiczny: <b>&lt; 60,0% PKB</b></li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>2 lata</b></li> </ul>	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 – wokół kursu z początku okresu obserwacji)
Polska		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>2,7%</b> (listopad 2010)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>5,82%</b> (listopad 2010)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>7,2% PKB</b> (2009)</li> <li>Dług publiczny: <b>50,9% PKB</b> (2009)</li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>nie</b></li> </ul>	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>1,1%</b> (listopad 2010)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>3,59%</b> (listopad 2010)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>5,8% PKB</b> (2009)</li> <li>Dług publiczny: <b>35,4% PKB</b> (2009)</li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>nie</b></li> </ul>	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>4,8%</b> (listopad 2010)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>7,38%</b> (listopad 2010)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>4,4% PKB</b> (2009)</li> <li>Dług publiczny: <b>78,3% PKB</b> (2009)</li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>nie</b></li> </ul>	

\*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). **W naszym zestawieniu** na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

Styczeń 2011

## NA RYNKU

**Rynek stopy procentowej**

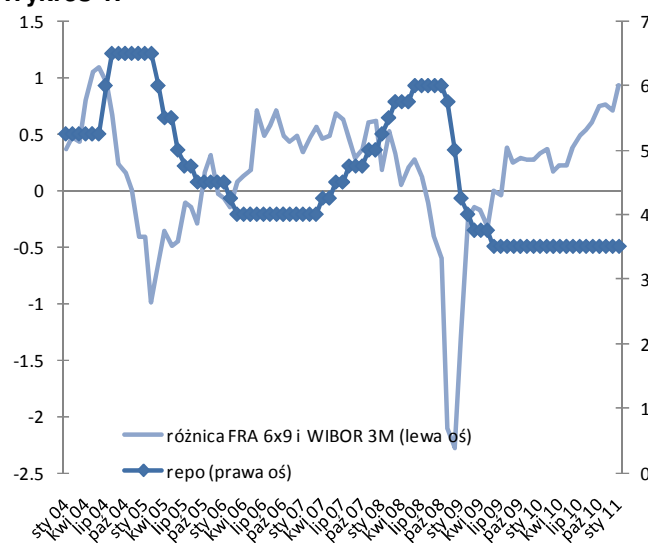
Wyceny instrumentów stopy procentowej zostały w ostatnich tygodniach zdominowane przez dwa czynniki: oczekiwania na podwyżki stóp procentowych oraz brak wiary inwestorów w zdecydowaną reformę finansów publicznych w Polsce. W oczach inwestorów zagranicznych sytuacja gospodarcza w Polsce (relatywnie silny wzrost gospodarczy i rosnąca inflacja) zaczęła idealnie pasować do globalnych strategii bazujących na obawach inflacyjnych i nieuchronności zacieśnienia monetarnego. Wywiad udzielony przez prezesa NBP M. Belkę, w którym sugerował on rozpoczęcie cyklu zacieśnienia (warunkowe względem stabilizacji sytuacji na rynkach finansowych) stał się katalizatorem gwałtownego wzrostu rentowności i wystromienia krzywej FRA. Inwestorzy niemal w 100% zdyskontowali podwyżkę stóp na styczniowym posiedzeniu i niemal 200 pb zacieśnienia w ciągu najbliższych dwóch lat.

Zwrócić uwagę należy na fakt, że wyceniane tempo zacieśnienia monetarnego jest obecnie wyższe niż miało to miejsce bezpośrednio przed rozpoczęciem poprzednich cykli podwyżek. Co ciekawe, umocnienie złotego wywołane bezpośrednio wypowiedzią szefa NBP i w zamyśle mające być substytutem zacieśnienia monetarnego, nie wpłynęło na ograniczenie oczekiwań co do skali przyszłych podwyżek stóp procentowych.

Oceniamy, że obecne poziomy rentowności krótkich obligacji (rentowność obligacji 2-letnich wzrosła do powyżej 5,0%) mogą zostać skorygowane w najbliższym czasie. Jeśli RPP zdecyduje się opóźnić moment pierwszej podwyżki stóp procentowych, obniżeniu uległaby zapewne cała „krótka” krzywa dochodowości. W przypadku podwyżki stóp procentowych moglibyśmy z kolei oczekiwać wyraźniejszej aprecjacji złotego jeśli tylko, zgodnie z osądem prezesa NBP, sytuacja na rynkach finansowych byłaby na tyle stabilna, aby inwestorzy zechcieli zainicjować carry trades na złotym. Oczekiwany antyinflacyjny wpływ mocniejszego złotego powinien wówczas prowadzić do ograniczenia oczekiwań co do skali przyszłego zacieśnienia, znacznego wypłaszczenia krótkiej krzywej dochodowości i w konsekwencji do obniżenia rentowności obligacji dwuletnich. Obecne umocnienie złotego (około 4%) stanowi według modelu NECMOD (używanego do projekcji inflacji) ekwiwalent prawie 50 punktowej podwyżki stóp procentowych (przy czym maksymalna „odpowiedź” inflacji jest osiągana przy impulsie kursowym wcześniej niż w przypadku podwyżki stóp).

O ile za wzrostem rentowności krótkich obligacji stały przede wszystkim oczekiwania na silne zacieśnienie monetarne – a być może i błędy polityki monetarnej

prowadzonej przez RPP – o tyle dłuższe papiery cierpiały podwójnie odzwierciedlając rosnące z wątpienie w sukces konsolidacji fiskalnej w Polsce i nie najlepszy sentyment na globalnym rynku obligacji. Wydaje się, że odwrotnie niż w poprzednich miesiącach polski rząd stracił monopol w kształtowaniu obrazu polskiej gospodarki na zewnątrz. Obecnie to krytycy polityki rządowej oraz analitycy wpływają w coraz większym stopniu na postrzeganie polskiej gospodarki i polityki gospodarczej prowadzonej przez rząd D. Tuska. Co więcej zabiegi rządowe mające poprawić wskaźniki fiskalne, takie jak choćby redukcja składki przekazywanej do OFE, nie zostały dobrze przyjęte przez inwestorów. Pojawiły się coraz bardziej natarczywe pytania o plan naprawy finansów publicznych oraz zarzuty o brak pomysłu na politykę gospodarczą rządzącej ekipy. Podkreślić należy, że wystromienie krzywej dochodowości (pomimo wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp w perspektywie do 2 lat najmocniej wzrosły rentowności obligacji 10 letnich) nie jest obecnie limitowane, tak jak to miało miejsce jeszcze kilka kwartałów temu, oczekiwaniami na potaniecie kosztu kapitału wraz z przystąpieniem Polski do strefy euro.

**Wykres 1.**

Źródło: Bloomberg.

**Rynek walutowy**

Ostatnie tygodnie to demonstracja siły lokalnych czynników w kształtowaniu kursu złotego. Złoty umocnił się z poziomu 3,95 do 3,85 wobec euro pod wpływem wypowiedzi szefa NBP o nieuchronności podwyżek stóp procentowych, a więc bardziej atrakcyjnych carry na polskiej walucie. Co ciekawe, umocnieniu temu nie przeszkodziły zmiany na EURUSD – zazwyczaj wysoka korelacja między parami walutowymi spadła na przestrzeni ostatniego miesiąca do

---

Styczeń 2011

poziomów zbliżonych do zera. Mniej pozytywne informacje fiskalne, wspomniana już awantura wokół zmian w OFE i coraz gorsza prasa polskiego rządu zdają się jednak sprzyjać wygaszaniu efektu Belki. Podkreślić należy również, że epizody w których EURPLN rozkorelowywuje się z EURUSD zazwyczaj są krótkotrwałe. Spodziewane osłabienie europejskiej waluty spowodowane wzrostem obaw o restrukturyzację zadłużenia peryferii strefy euro ma zatem dużą szansę negatywnie oddziaływać na kurs złotego lub ewentualnie zmniejszać tempo jego aprecjacji. Bardziej dynamicznej aprecjacji złotego spodziewalibyśmy się dopiero w sytuacji ustabilizowania europejskiego kryzysu zadłużeniowego, podwyżek stóp procentowych w Polsce lub scenariusza wcześniejszych wyborów, a więc zwiększenia szans na bardziej radykalną reformę finansów publicznych.

*Ernest Pytlarczyk*

## KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Styczeń 2011	Luty 2011	Marzec 2011
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	13	15	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	20	18	17
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	19	16	16
PKB	-	-	2
Koniunktura gospodarcza (GUS)	21	21	22
Podaż pieniądza M3	14	14	14
Bilans płatniczy	13	11	14
Inflacja bazowa	20	-	22
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	7
Posiedzenie RPP	18-19	-	1-2
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	14	28	16
PKB	7	15	3
Wskaźnik koniunktury ZEW	18	15	15
Posiedzenie ECB	13	3	3
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	14	17	17
PKB	28	25	25
Zmiana zatrudnienia poza rolnic- twem i stopa bezrobocia	7	4	4
Zamówienia na dobra trwałe	27	24	24
Wskaźnik koniunktury w prze- twórstwie ISM	3	1	1
Posiedzenie FED	25-26	-	15

Źródło: GUS, NBP, Bloomberg.

Styczeń 2011

**KONTAKT:**  
**Departament Rynków Finansowych**  
**ul. Senatorska 18**  
**00-950 Warszawa**  
**fax: (22) 829 02 05**

**Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami**

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.pl

**Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych**

Inga Gaszkowska-Gębska +48 22 829 12 05 inga.gaszkowska-gebska@brebank.pl

**Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych**

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.pl

**Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych**

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.pl

**Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych**

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.pl

**UWAGA!**

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. BRE BANK S.A. ( LUB JEGO PRACOWNICY ) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIA PISEMNA ZGODA AUTORÓW.