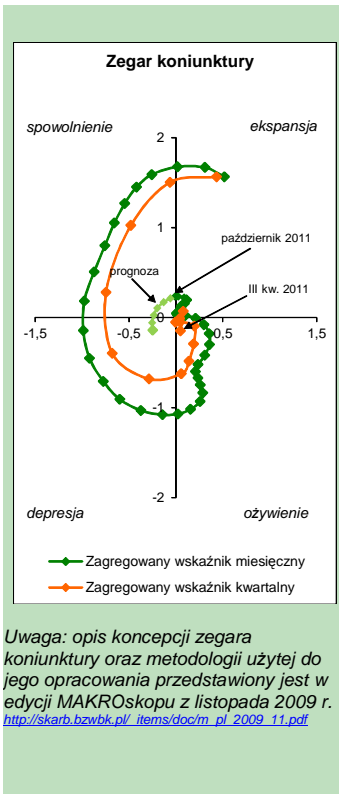


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2011



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Finansowanie potrzeb pożyczkowych 2012	
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: polityka pieniężna	9
Pod lupą: polityka fiskalna	11
Monitor rynku	13
Przegląd międzynarodowy	14
Kalendarz makroekonomiczny	15
Dane i prognozy ekonomiczne	16

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Agnieszka Decewicz
022 586 8341

Marcin Luziński
022 586 8362

Marcin Sulewski
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Koniec roku bez przełomu

▪ **Najbliższe miesiące pokażą czy inwestorzy uwierzyli, że podjęte na zakończonym szczycie UE decyzje wystarczą do opanowania sytuacji w strefie euro. Na dziś, nie wydaje się, aby na rynki miał powrócić optymizm.** Warto zauważyć, że skutki przestrzegania dyscypliny fiskalnej będą widoczne dopiero za kilka lat, podczas gdy rok 2012 będzie bardzo trudny dla wchodzącej w recesję gospodarki strefy euro, dodatkowo obciążonej wprowadzanymi pakietami oszczędnościowymi. Może to wzbudzić obawy inwestorów, że uzgodnione działania nie będą w stanie uspokoić sytuacji w najbliższych miesiącach, tym bardziej, że Europejski Bank Centralny wciąż odrzuca gotowość skupowania obligacji państw strefy euro na szeroką skalę. Jeśli nadchodzące dane ekonomiczne nie przyniosą poprawy, a implementacja (niewystarczających) postanowień szczytu będzie się przeciągać, na rynkach finansowych może wciąż dominować negatywny nastrój. Dlatego też, zdecydowaliśmy zmienić prognozy kursu walutowego na przyszły rok. Prognozujemy, że po możliwym umocnieniu złotego na koniec tego roku (na skutek wzmożonej aktywności BGK), kurs EURPLN ponownie wzrośnie w pierwszej połowie roku (średnio powyżej 4,50), a bardziej zdecydowane umocnienie polskiej waluty może przyjść dopiero w dalszej części 2012 r.

▪ **Dokonyjemy również delikatnej rewizji w dół prognozy tempa wzrostu PKB w przyszłym roku (z 2,7% na 2,3%).** Pomimo stosunkowo dobrych dotychczasowych wyników polskiej gospodarki sądzimy, że kolejne kwartały przyniosą pogorszenie koniunktury. Słabsze perspektywy dla gospodarki strefy euro (prawdopodobna recesja w najbliższych kwartałach) negatywnie wpłyną na dynamikę polskiego eksportu. Ponadto, w ostatnich danych widać oznaki słabnącego popytu konsumpcyjnego. Spowolnienie gospodarcze sygnalizują również pogarszające się wskaźniki aktywności ekonomicznej w kraju i w strefie euro (jak zwykle, szczegółowe prognozy przedstawione są w tabeli na końcu raportu).

▪ **W Temacie miesiąca przedstawiamy analizę dotyczącą finansowania potrzeb pożyczkowych w przyszłym roku.** Rok 2011 Ministerstwo Finansów zakończyło pod tym względem sukcesem i już od września przygotowywało się do prefinansowania potrzeb na 2012 r. Ministerstwo ma więc sporą nadwyżkę płynnościową w postaci środków zgromadzanych na rachunkach (na koniec listopada było to 49 mld PLN), co daje duży komfort przy ustalaniu podaży SPW w przyszłym roku. Głównym czynnikiem ryzyka dla planów podaży będzie zachowanie inwestorów zagranicznych. Niemniej, w naszej ocenie, przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe zostaną sfinansowane przez sektor pozabankowy zarówno krajowy, jak i zagraniczny. Podaż obligacji hurtowych może pozostać w cieniu sytuacji na globalnych rynkach finansowych, która w większym stopniu może mieć przełożenie na rentowności tych instrumentów. W sumie, oczekujemy przesunięcia krzywej w górę w pierwszej części roku i spadku rentowności w II połowie 2012.

Na rynku finansowym 9 grudnia 2011 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,98	USDPLN	3,3875
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,85	EURPLN	4,5195
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,27	EURUSD	1,3342

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.12.2011 r.

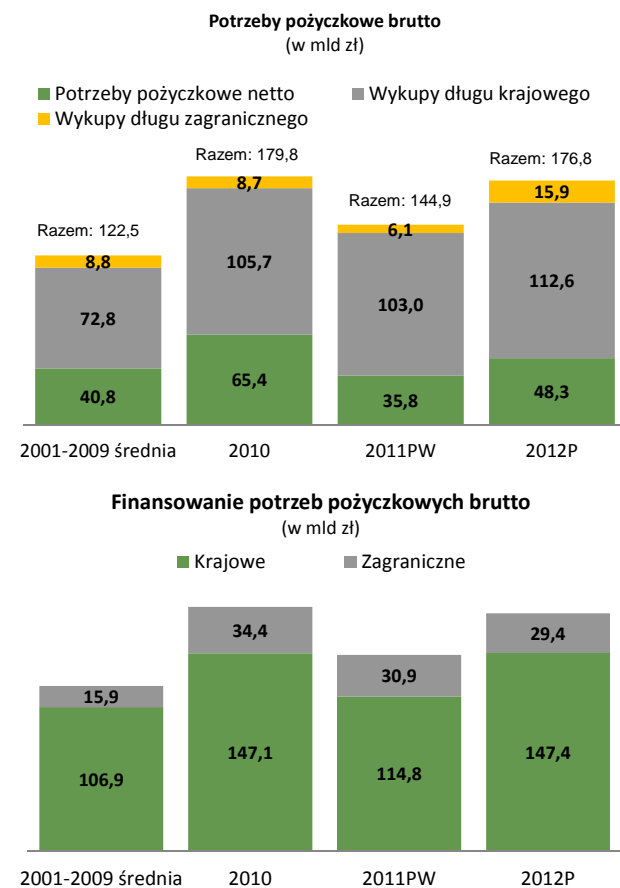
Temat miesiąca

Finansowanie potrzeb pożyczkowych w 2012 r.

Rok 2011 kończy się sukcesem ministerstwa

Ministerstwo Finansów może zaliczyć rok 2011 do bardzo udanych pod względem emisji SPW. Potrzeby pożyczkowe brutto zostały sfinansowane w 101% na koniec października, a co więcej już we wrześniu resort finansów rozpoczął proces prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych w ramach aukcji zamiany. Od września do listopada Ministerstwo Finansów skupiło obligacje zapadające w pierwszych miesiącach 2012 r. (w styczniu i w kwietniu) o łącznej wartości 11,6 mld zł, co zmniejszyło pierwotną wartość wykupywanych w przyszłym roku obligacji hurtowych o około 11%. Utrzymywana przez resort finansów „nadwyżka płynnościowa” w wysokości 49 mld zł (dane na koniec listopada) w formie zgromadzonych na rachunkach złotych i walutowych środków, umożliwiła resortowi finansów ograniczenie emisji SPW w grudniu do warunkowej aukcji zamiany (kluczowe dla przeprowadzenia tej aukcji będą warunki rynkowe) oraz do przeprowadzenia aukcji odkupu bonów skarbowych zapadających w 2012 r. o wartości około 16,75 mld zł.

Potrzeby pożyczkowe brutto i ich finansowanie



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

2012 - potrzeby pożyczkowe w górę, więcej wykupów

Szacujemy, że przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe brutto wyniosą 176,8 mld zł. Byłoby to tylko nieznaczne przekroczenie poziomu założonego w nowym projekcie budżetu na 2012 r. (176,1 mld zł). Jednocześnie, byłby to wyraźny wzrost wobec 144,9 mld zł w tym roku. Na potrzeby pożyczkowe brutto w 2012 roku złożą się: potrzeby pożyczkowe netto w wysokości 48,3 mld zł, wykupy długu krajowego na poziomie około 112,6 mld zł oraz wykupy długu zagranicznego (obligacje i kredyty łącznie) w wysokości 15,9 mld zł.

W porównaniu do 2011 r. potrzeby pożyczkowe netto rosną o około 35% (tj. o 12,5 mld zł), co wiąże się z wyższym deficytem budżetowym. W 2012 r. przewidujemy, że deficyt nie będzie wyższy niż 35 mld zł wobec tegorocznej realizacji na poziomie około 28 mld zł (a być może jeszcze niżej co sugerują przedstawiciele Ministerstwa Finansów). Nasze szacunki odnośnie przyszłorocznego deficytu centralnego zostały potwierdzone przez przedstawicieli resortu finansów – w nowym projekcie budżetu na 2012 r. zmieniono założenia makroekonomiczne (m.in. obniżając wzrost PKB do 2,5% r/r z 4,0% r/r planowanych wcześniej), przy czym utrzymano deficyt budżetowy na niezmiennym poziomie. Warto przypomnieć, że w tym roku znaczący wpływ na zmniejszenie potrzeb pożyczkowych netto miało zarządzanie płynnością sektora finansów publicznych. W ramach zarządzania wolnymi środkami sektora, resort finansów zgromadził około 23,2 mld zł (dane na koniec października), więcej niż planował (19,8 mld zł). W 2012 r. wpływ z tego tytułu na potrzeby pożyczkowe netto będzie neutralny. Niemniej, warto zwrócić uwagę, że Ministerstwo Finansów planuje rozmowy z samorządami oraz kolejnymi jednostkami sektora finansów publicznych odnośnie lokowania przez nich wolnych środków na rachunkach Ministerstwa. Zakończenie sukcesem tych rozmów mogłoby więc istotnie zmniejszyć przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe netto. Dane NBP wskazują, że samorzady na rachunkach bankowych (depozyty bieżące i długoterminowe) mają około 24 mld zł (średnia wartość w okresie styczeń-październik 2011 r.). Dodatkowym czynnikiem wpływającym na potrzeby pożyczkowe netto są przychody prywatyzacyjne. W ostatnich latach proces prywatyzacji uległ wyraźnemu przyspieszeniu, a realizowane przychody były bliskie planów. Na przyszły rok zaplanowano wpływy z tego tytułu na poziomie 10 mld zł. W naszej ocenie poziom ten jest realny do osiągnięcia, tym bardziej, że w ofercie znajdują się kolejne mniejszościowe pakiety akcji PKO BP, PZU SA, ale również spółki z sektora energetycznego. Główny czynnik ryzyka upatrujemy w niepewnej sytuacji rynkowej.

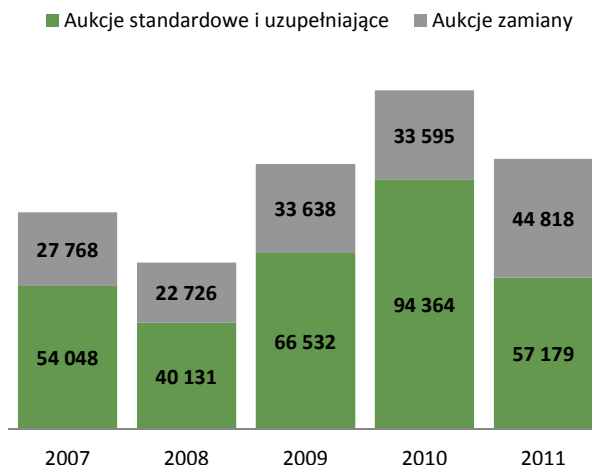
Jeśli chodzi o wykupy krajowe, w przyszłym roku wyniosą one około 112,6 mld zł, tj. o około 9% więcej niż w 2011 r. Jest to mniej niż przyjęto we wrześniowym projekcie budżetu na 2012 r., co jest związane z lepszym niż wcześniej sądzono wynikiem rozpoczętego we wrześniu procesu prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych w formie aukcji zamiany. W tym roku wartość odkupionych obligacji zapadających w 2012 r. wyniosła 11,6 mld zł, więcej niż w 2010 r. (wówczas wartość odkupionych obligacji zapadających w 2011 r. wyniosła około 9 mld zł). W przyszłym roku znacząco rosną z kolei wykupy zagranicznego długu. W porównaniu z 2011 r. ich wartość jest ponad dwukrotnie wyższa. Nasze szacunki odbiegają od założeń przedstawionych w projekcie budżetu na 2012 r., co wynika głównie z kursu walutowego. Według naszych szacunków wyniosą one około 15,9 mld zł.

Oferta obligacji w 2012 zależna od aukcji zamiany

Potrzeby pożyczkowe brutto w 2012 r., podobnie jak i w poprzednich latach, będą finansowane głównie emisjami na rynek krajowy. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że środki przechodzące z 2011 r. wyniosą około 10 mld zł. Jest to założenie ostrożne – przedstawiciele ministerstwa wskazują na sfinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych na poziomie kilkunastu procent, a stopień tego prefinansowania na koniec roku oraz poziom środków przechodzących na 2012 r. uzależniony będzie od realizacji budżetu w grudniu oraz operacji finansowych przeprowadzonych w tym miesiącu. Przy takim założeniu szacujemy, że finansowanie krajowe poprzez emisje SPW wyniesie 137,4 mld zł, a finansowanie zagraniczne 29,4 mld zł. Finansowanie na rynku krajowym będzie odbywało się w głównej mierze poprzez sprzedaż obligacji hurtowych na aukcjach standardowych i aukcjach zamiany. Jak wiadomo, aukcje zamiany stanowią istotny element w zarządzaniu długiem Skarbu Państwa. Sprzedaż obligacji hurtowych w ramach tych aukcji stanowiła średnio około 30% sprzedaży ogółem obligacji hurtowych w latach 2007-2010. Pod tym względem dość nietypowy jest obecny rok, kiedy to w ramach aukcji zamiany na rynku uplasowano obligacje o wartości około 45 mld zł (w okresie styczeń-listopad), co stanowiło około 44% wartości sprzedaży ogółem. Aukcje te będą również kluczowe w 2012 r. To od ich wyników uzależniona będzie podaż obligacji hurtowych na aukcjach standardowych. W ramach tegorocznych aukcji zamiany resortowi finansów udało się ograniczyć wykup obligacji OK0112 do 14,8 mld zł z 24,4 mld zł (tj. 60% pierwotnego zadłużenia) oraz obligacji PS0412 do 25,5 mld zł z 27,5 mld zł (około 93% pierwotnego zadłużenia). Znacząco ogranicza to ryzyko refinansowania długu przede wszystkim w styczniu, co daje resortowi finansów „trochę oddechu”, tym bardziej, że zazwyczaj

pierwsze miesiące roku charakteryzują się dochodami niższymi od wydatków.

Sprzedaż obligacji hurtowych na rynku krajowym (w mln zł)



*/ Dla 2011 r. uwzględniono sprzedaż obligacji hurtowych za okres 11 miesięcy

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

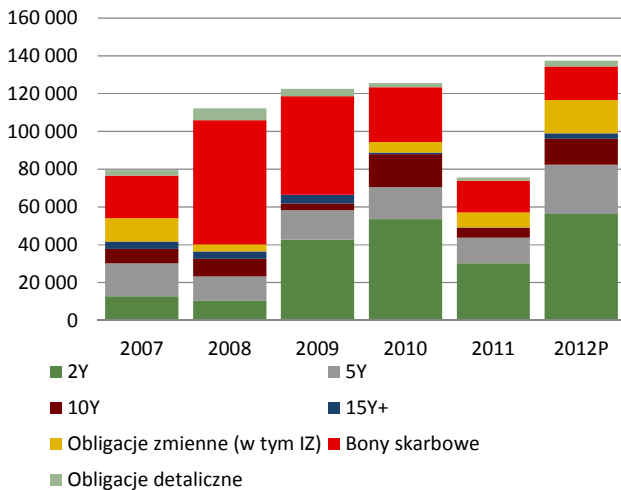
... oraz od sytuacji rynkowej

Obok wyników aukcji zamiany, kluczowa dla oferty obligacji hurtowych na aukcjach standardowych będzie sytuacja rynkowa. Spodziewamy się, że podobnie jak i w poprzednich latach, Ministerstwo Finansów wykaże się dużą elastycznością, dopasowując oferty nie tylko do oczekiwań rynkowych, ale także odpowiadając na zgłaszany popyt przez inwestorów. Duży komfort przy ustalaniu ofert w przyszłym roku zostanie umożliwiony resortowi finansów przez wspomniany wyżej zgromadzony bufor finansowy w postaci nadwyżki płynności.

Ze względu na dużą niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji na globalnych rynkach finansowych, zakładamy, że główny udział w ofercie będą miały obligacje 2-letnie, które w niepewnych czasach, traktowane mogą być jako bezpieczniejsze instrumenty. Ponowny wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych w 2012 r. (naszym zdaniem, w przyszłym roku RPP zdecyduje się na dwie obniżki stóp łącznie o 50 pkt. bazowych) będzie wspierał popyt na obligacje z krótkiego końca krzywej. Spodziewamy się, że oczekiwania na poluzowanie polityki monetarnej w połączeniu z korzystnymi informacjami odnośnie polityki fiskalnej (implementacja zapowiadanych przez premiera Donalda Tuska reform strukturalnych, dalsza konsolidacja finansów publicznych, informacje o lepszym wykonaniu deficytu budżetowego) będą wspierały sektor 5-letni, ale również 10-letni, co może skłonić resort finansów do zwiększenia emisji tych instrumentów. Niemniej, emisje tych instrumentów będą głównie zależały od globalnych nastrojów na rynkach finansowych. Początek roku może z kolei okazać się sprzyjający dla obligacji o zmiennym oprocentowaniu (WZ, IZ), choć sądzimy, że papiery te mogą być przede wszystkim oferowane na aukcjach zamiany (w tym IZ na

zyczenie klientów). Utrzymywanie się stawek 6M WIBOR na wysokim poziomie na przełomie roku może skutkować utrzymaniem kuponu w kolejnym okresie odsetkowym rozpoczynającym się w styczniu na wysokim poziomie, co powinno wspierać popyt na obligacje serii WZ. Z drugiej strony, przewidywane przez nas miesięczne zmiany wskaźnika inflacji nie powinny negatywnie wpływać na wycenę obligacji IZ. Sądzymy, że w strukturze emisji znacznemu zmniejszeniu może ulec oferta bonów skarbowych, co będzie konsekwencją realizacji strategii zarządzania długiem na lata 2012-2015. Udział tych instrumentów będzie dość elastyczny i jeśli zajdzie taka konieczność (przy wzroście awersji do ryzyka) udział ten może ulec zwiększeniu (głównie kosztem emisji na długim końcu krzywej). Finansowanie krajowe poprzez emisję obligacji detalicznych, podobnie jak i w poprzednich latach, będzie bardzo niskie. Szacujemy udział sprzedaży tych instrumentów na około 2% sprzedaży ogółem w 2012 r.

Struktura oferty SPW na rynku krajowym (w mln zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

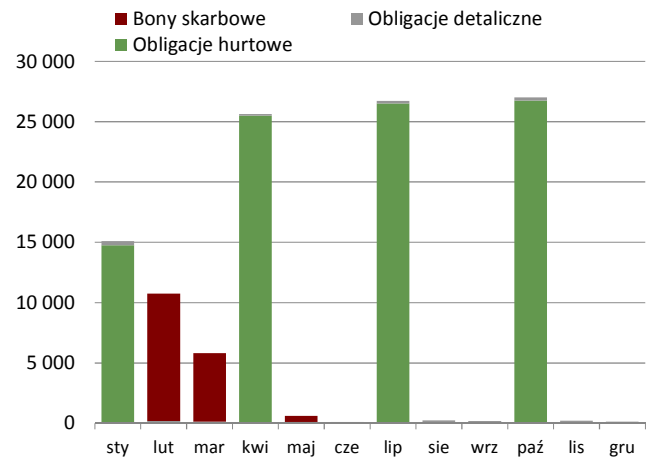
W 2012 roku, obok obligacji rządowych, na aukcjach standardowych inwestorzy będą mogli kupić również obligacje infrastrukturalne emitowane przez BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego. Spodziewamy się, podobnie jak to miało miejsce w poprzednich latach, kontynuacji emisji obligacji 5- i 10-letnich. BGK szacuje, że przyszłoroczna emisja obligacji infrastrukturalnych będzie niższa niż w tym roku (około 10,7 mld zł) i wyniesie około 7 mld zł. Pierwszego przetargu tych instrumentów należy oczekiwać najwcześniej na przełomie kwietnia-maja.

Równomierne rozłożenie oferty w kwartałach

Rozłożenie ofert papierów skarbowych na poszczególne miesiące będzie ściśle zależne zarówno od sytuacji rynkowej i wyników aukcji zamiany, jak i od harmonogramu wykupów. Dane na koniec listopada pokazuje spiętrzenie wykupów w I kwartale (ze względu na wykup obligacji hurtowych i bonów skarbowych) oraz w kwietniu, lipcu i październiku, kiedy to

będą wykupywane odpowiednio papiery PS0412, OK0712 i OK1012. Wyższych ofert można oczekiwać właśnie w tych miesiącach oraz, podobnie jak w tym roku, w momencie wprowadzania nowych benchmarków (w poszczególnych segmentach rynku), co może się zbiec również z wykupami obligacji, czy też płatnościami odsetkowymi.

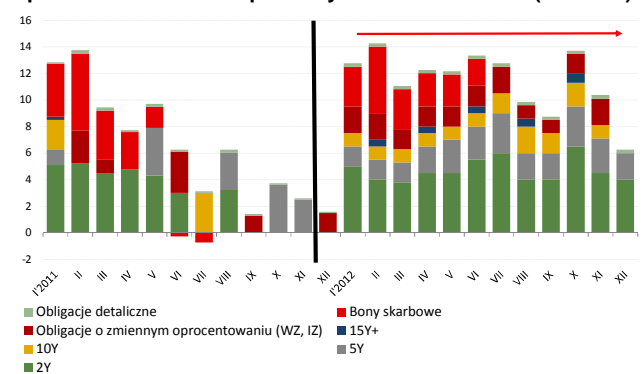
Wykupy SPW w 2012 r. (w mln zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

W bazowym scenariuszu zakładamy, że łączna wartość oferty obligacji hurtowych wyniesie około 116,5 mld zł, co oznacza wzrost o około 14% w porównaniu z tym rokiem. Ze względu na niestabilną sytuację rynkową zdecydowaliśmy się na prognozę mniej więcej równomiernego rozłożenia ofert tych instrumentów w poszczególnych kwartałach. To powoduje dość znaczący wzrost podaży obligacji hurtowych w drugiej połowie przyszłego roku w porównaniu z tym rokiem. W tym roku oferta tych instrumentów została znacząco ograniczona w wyniku niższej realizacji deficytu budżetowego, ale również dzięki dobrym wynikom aukcji zamiany, co umożliwiło znaczące ograniczenie wykupów w tym okresie. W przyszłym roku możemy mieć do czynienia z sytuacją odwrotną, gdyż w pierwszej połowie roku wciąż na rynkach możemy obserwować zwiększoną awersję do ryzyka.

Sprzedaż SPW w 2011 i przewidywana oferta w 2012 (mld PLN)



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Kwartalna oferta obligacji hurtowych w latach 2010-2012P

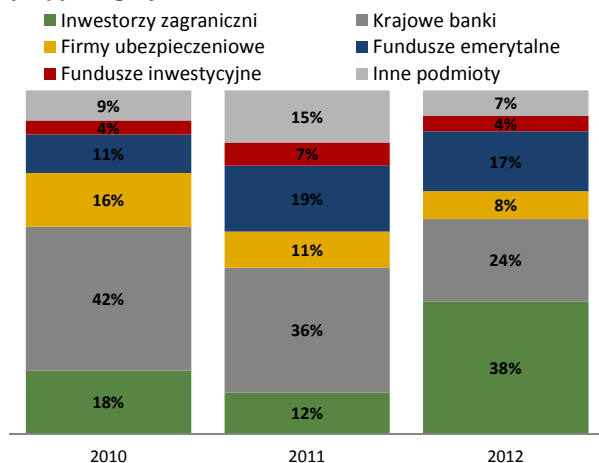
	2010	2011PW	2012P	Zmiana (%)	
				2011PW / 2010	2012P / 2011PW
Q1	43,8	26,7	26,3	-38,9	-1,6
Q2	28,3	33,8	30,1	19,4	-11,1
Q3	34,6	23,9	30,6	-30,9	28,1
Q4	21,3	17,5	29,6	-17,6	68,4
Razem	128,0	102,0	116,5	-20,3	14,2

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Wysokie zaangażowanie inwestorów zagranicznych

Rzecz jasna, kluczowym elementem, obok strony podażowej, który wpływać będzie na sytuację na rynku i rentowności obligacji, będzie strona popytowa. Rok 2012 będzie o tyle ciekawym, że 38% wartości obligacji zapadających w przyszłym roku na rynku krajowym znajduje się w portfelach zagranicznych inwestorów (dla porównania w latach 2010 i 2011 było to odpowiednio 18% i 12%). Instrumenty te znajdują się przede wszystkim w portfelach zagranicznego pozabankowego sektora finansowego (81% wartości ogółem, tj. około 39 mld zł wykupywanych w przyszłym roku obligacji), a w mniejszym stopniu w bankach zagranicznych (około 17%).

Wykupy obligacji w latach 2010-12



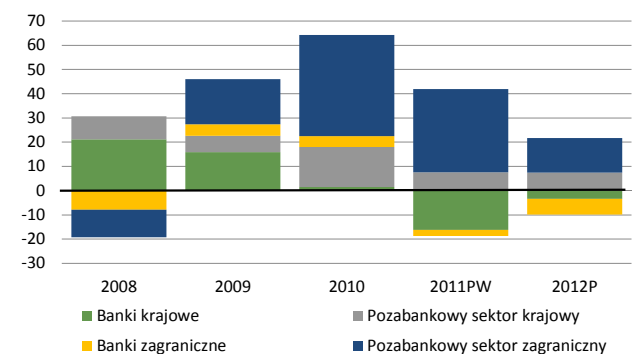
Uwaga: Dane na koniec października 2011

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Biorąc pod uwagę dane dotyczące zaangażowania w polskie SPW poszczególnych grup inwestorów, można powiedzieć, że historycznie struktura finansowania na rynku krajowym ewaluowała w kierunku przeniesienia ciężaru finansowania na inwestorów zagranicznych. Od 2009 r. finansowanie w największym stopniu dokonuje się poprzez inwestorów zagranicznych oraz krajowy sektor pozabankowy (fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne). Jednak udział tego drugiego sektora maleje z roku na rok, głównie w wyniku redukcji zaangażowania w SPW przez zakłady ubezpieczeniowe i fundusze inwestycyjne oraz w związku z obniżeniem w tym roku transferów do OFE. W naszej ocenie rok 2012 nie przyniesie znaczących zmian w strukturze finansowania na rynku krajowym - podobnie jak i w tym roku, finansowanie to dokona się poprzez

inwestorów zagranicznych oraz krajowy sektor pozabankowy. Z jednej strony, spodziewamy się kontynuacji tendencji obserwowanych w tym roku, kiedy to banki zagraniczne zaczęły stopniowo redukować swoje zaangażowanie w polskich aktywach. Bazując na bieżącej sytuacji na rynkach finansowych można wręcz założyć, że zagraniczne banki nie wezmą udziału w rolowaniu polskiego długu. Będzie to efektem nałożonych na nie ograniczeń i konieczności podwyższenia wskaźników wypłacalności powyżej 9% do końca czerwca 2012 r. Z drugiej strony jednak, zagraniczny sektor pozabankowy zwiększył zaangażowanie na polskim rynku obligacji o ok. 30 mld zł (dane na koniec października). W sumie, uważamy, że skala w jakiej banki zagraniczne zmniejszą zaangażowanie może zostać z nawiązką zrekompensowana przez zagraniczny pozabankowy sektor finansowy. Nasz optymizm co do dalszego łącznego wzrostu zaangażowania zagranicy (choć w mniejszej skali niż w tym roku) wynika z założenia pewnej stabilizacji sytuacji na rynkach finansowych w drugiej połowie roku. Biorąc pod uwagę polskie perspektywy gospodarcze oraz plany dotyczące polityki fiskalnej zapowiadane przez rząd, sądzimy, że Polska będzie pozytywnie wyróżniać się na tle innych krajów, co powinno zwiększać atrakcyjność inwestycyjną. Szczególnie, że przy utrzymaniu podwyższonych poziomów rentowności (i złotego) na początku 2012 roku, mogą one okazać się atrakcyjne dla inwestorów długoterminowych.

Finansowanie krajowe – strona popytowa (dane w mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Dodatkowo, korzystnie oceniamy przyszłoroczną sytuację płynnościową (środki z wykupów i płatności odsetkowych). Łącznie na rynek wpłynie około 131 mld zł, czyli mniej od szacowanego przez nas finansowania krajowego ogółem o zaledwie ok. 6 mld zł. Zakładamy, że krajowe banki zrolują dług posiadany w swoich portfelach w 85%. W naszej ocenie wystarczy to do utrzymania takiego poziomu zaangażowania w papiery rządowe, aby pozostać *market makerem* na rynku długu oraz korzystać z instrumentów oferowanych przez NBP pod zastaw papierów skarbowych. Jeśli pozabankowi inwestorzy krajowi i zagraniczni w pełni zrolowaliby posiadany w swoich

portfelach dług Skarbu Państwa, to wówczas do sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto pozostałoby około 22 mld zł. Wartość ta jest wyraźnie niższa od utrzymywanej przez resort finansów rezerwy płynnościowej, co daje resortowi finansów komfort działania na rynku długu w przyszłym roku. Zakładamy, że 1/3 tej kwoty (tj. około 7,5 mld zł) zostanie sfinansowana ze źródeł krajowych (głównie przez fundusze emerytalne), natomiast pozostałe 2/3 tej kwoty (tj. około 14 mld zł) sfinansują pozabankowi inwestorzy zagraniczni.

Jak napisaliśmy powyżej, przy bardziej negatywnym rozwoju sytuacji rynkowej i przy utrzymywaniu się awersji do ryzyka przez dłuższy okres, nie wykluczamy zmiany struktury oferty SPW na rynek krajowy poprzez zwiększenie udziału bonów skarbowych w podaży ogółem. Mogłoby to wpłynąć na zmianę w strukturze finansowania. Zwiększona emisja bonów skarbowych mogłaby zachęcić banki krajowe do ulokowania części swojej nadwyżki płynnościowej (obecnie wynosi ona około 90 mld zł) w tych instrumentach, co obserwowaliśmy w 2008 i 2009 r. Niemniej, w naszej ocenie realizacja takiego scenariusza wydaje nam się stosunkowo mało prawdopodobna. Podobnie jak scenariusz zakładający, że Ministerstwo Finansów wykorzystuje środki z elastycznej linii kredytowej z MFW w wysokości 30 mld \$. Takie działanie, przy braku znaczącego pogorszenia sytuacji na rynkach zagranicznych, inwestorzy mogliby uznać jako obniżające wiarygodność kraju.

Finansowanie zagraniczne z emisji obligacji

Jak wspominaliśmy powyżej, emisje na rynki zagraniczne i kredyty od międzynarodowych instytucji finansować będą około 17% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto. Główny udział w finansowaniu zagranicznym będą miały emisje obligacji, których wartość szacujemy na około 22 mld zł. Zgodnie ze „Strategią zarządzania długiem finansów publicznych w latach 2012-2015” Ministerstwo zamierza utrzymać udział długu w walutach obcych w przedziale 20-30% z „możliwością przejściowych odchyłeń od tego przedziału w przypadku znaczących zmian kursów walutowych”. Ministerstwo pozostanie elastyczne pod względem wyboru waluty i miejsca emisji. Niemniej, dalsza eskalacja kryzysu zadłużeniowego w strefie euro może ograniczać emisję długu denominowanego w euro.

Wystromienie krzywej rentowności obligacji

Emisja skarbowych papierów wartościowych na rynek krajowy oraz globalne nastroje będą głównymi wyznacznikami kształtowania się rentowności obligacji. Ostatnie tygodnie pokazały, że sytuacja na globalnych rynkach jest decydująca, a krajowe czynniki pozostają w jej cieniu. Niepewność co do uzyskania konsensusu w

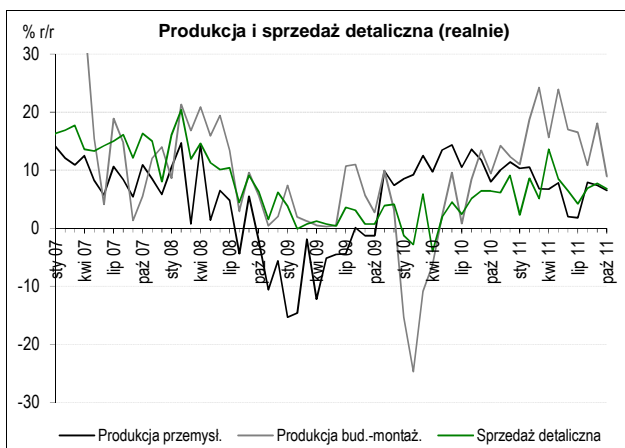
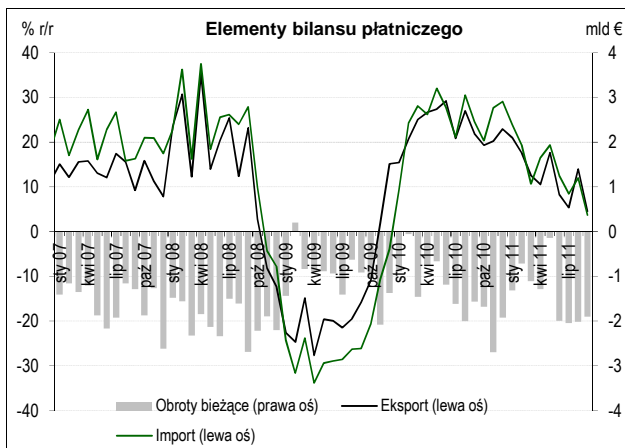
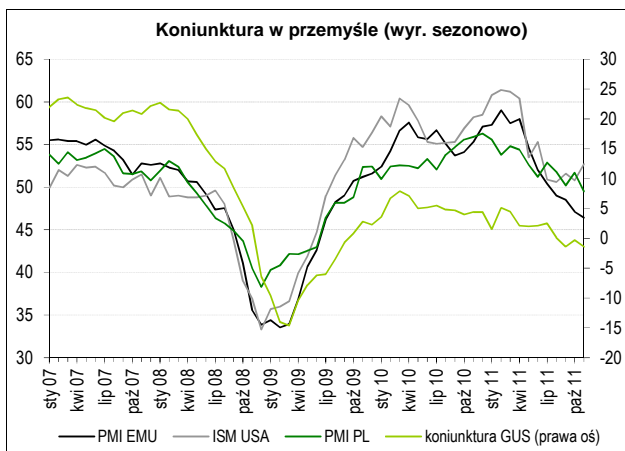
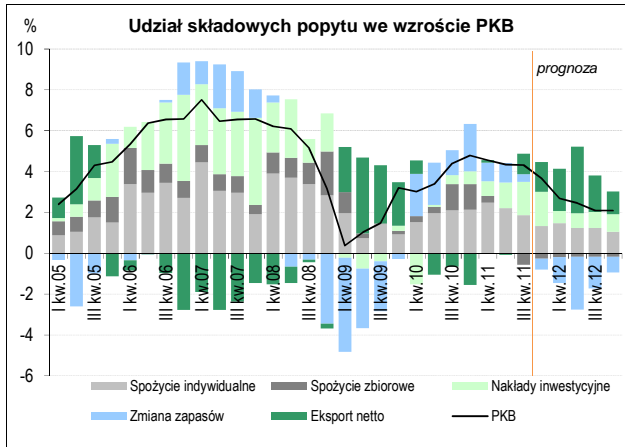
kwestii rozwiązania kryzysu zadłużeniowego w strefie euro coraz bardziej przekłada się na wzrost awersji do ryzyka. W związku z tym uważamy, że pierwsza połowa 2012 r. może charakteryzować się wciąż wysoką awersją do ryzyka, co przyczyni się nie tylko do osłabienia złotego w relacji do głównych walut, ale również wzrostu rentowności wzdłuż krzywej, w szczególności na środku i długim końcu krzywej. Znacząca nadwyżka płynnościowa Ministerstwa Finansów może sprzyjać stabilizacji rentowności, a przy poprawie nastrojów rynkowych wspierać długi koniec krzywej. Jednak, krzywa rentowności obligacji będzie prawdopodobnie bardziej stroma. Tym bardziej, że oczekiwane przez nas redukcje stóp oficjalnych NBP (pierwsza obniżka o 25 pb w drugim kwartale) powinny oddziaływać w kierunku obniżenia rentowności na krótkim końcu krzywej.

Podsumowanie

Nasze szacunki dotyczące podaży oraz możliwego zachowania poszczególnych grup inwestorów na rynku obligacji w roku przyszłym skłaniają do wniosku, że Ministerstwo Finansów nie powinno mieć większych problemów ze sfinansowaniem przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Kluczowe znaczenie dla finansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto mogą mieć aukcje zamiany, które będą główną determinantą podaży obligacji hurtowych na aukcjach standardowych. Spodziewamy się, że główny udział w ofercie SPW w 2012 r. będą miały obligacje 2-letnie (około 41%). Zakładamy, że w 2012 r. finansowanie krajowe, podobnie jak i w poprzednich latach, będzie dokonywało się poprzez inwestorów zagranicznych (sektor pozabankowy) oraz przez krajowy pozabankowy sektor (głównie fundusze emerytalne). Czynnikiem, który będzie stabilizował równowagę między popytem i podażą, będzie korzystna sytuacja płynnościowa - na rynek wpłynie ok. 131 mld zł z wykupów i płatności odsetkowych. Dodatkowym zabezpieczeniem dla Ministerstwa Finansów jest nadwyżka płynnościowa w postaci zgromadzonych środków złotych i walutowych, jak również utrzymywana przez rząd Polski elastyczna linia kredytowa w MFW w wysokości 30 mld \$.

Podaż obligacji hurtowych może pozostać w cieniu sytuacji na globalnych rynkach finansowych, która w większym stopniu może mieć przełożenie na rentowności tych instrumentów. W sumie, oczekujemy przesunięcia krzywej w górę w pierwszej części roku i spadku rentowności w II poł. 2012. Oczekiwane przez nas poluzowanie polityki pieniężnej w 2012 r. może szczególnie wpłynąć pozytywnie na krótki koniec krzywej, a co za tym idzie, przyczynić się do wystromienia krzywej rentowności.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Reuters, obliczenia własne

Dane o PKB w III kw. nadal nieźle, ale nadchodzi spowolnienie

Wzrost PKB w III kw. 2011 r. wyniósł 4,2% r/r po wzroście o 4,3% w II kwartale. Głównym motorem wzrostu pozostał popyt krajowy. O ile w przypadku inwestycji zanotowano oczekiwane przez nas przyspieszenie (do 8,5% r/r), to wzrost konsumpcji indywidualnej spowolnił do 3% r/r. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB wyniósł 1pp (wobec -0,1pp w II kw), głównie dzięki przyspieszeniu wzrostu eksportu.

Wyrównany sezonowo wzrost PKB w ujęciu kwartalnym wyniósł 1% (wobec 1,2% w II kw.); wzrost inwestycji wyniósł 2,3%, tyle co w I kwartale i najczęściej od początku 2008 r. W naszej ocenie odzwierciedla to spodziewane od dłuższego czasu ożywienie inwestycji prywatnych (czego potwierdzeniem jest m.in. mocny wzrost popytu firm na kredyty inwestycyjne).

Mimo dobrych dotychczasowych wyników polskiej gospodarki sądzymy, że kolejne kwartały przyniosą pogorszenie koniunktury – w IV kw 2011 jeszcze dość umiarkowane, ale w 2012 r. należy się liczyć z mocnym wyhamowaniem wzrostu PKB. Pogorszenie perspektyw dla gospodarki strefy euro (prawdopodobna lekka recesja w najbliższych kwartałach), które negatywnie wpłynie na dynamikę polskiego eksportu, oraz słabnący popyt konsumpcyjny skłaniają nas do ponownej rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego na 2012 r. do ok. 2,3% (szczegóły w tabeli na końcu raportu).

Oslabienie wzrostu sygnalizują m.in. pogarszające się wskaźniki aktywności ekonomicznej w kraju i w strefie euro. Indeks PMI dla polskiego przemysłu mocno rozczarował w listopadzie spadając do 49,5 pkt. – po raz pierwszy od października 2009 poniżej neutralnej granicy 50 pkt. Największy negatywny wpływ na odczyt miał wyraźny spadek zamówień, przede wszystkim eksportowych. Spośród pięciu składowych indeksu, jedynie dwa (produkcja i zatrudnienie) utrzymały się powyżej granicy 50 pkt.

... które już jest widoczne w handlu zagranicznym

Spadek zamówień eksportowych, sygnalizowany przez firmy w badaniach koniunktury, potwierdzają dane nt. handlu zagranicznego. We wrześniu roczne dynamiki eksportu i importu (mierzonego w euro) mocno wyhamowały, do odpowiednio 4,6% i 3,7% r/r. Jednocześnie, dynamika eksportu i importu w złotych pozostała wysoka dzięki osłabieniu złotego (co wskazuje, że wyniki finansowe eksporterów nie powinny mocno ucierpieć).

Mocniejsze spowolnienie importu niż eksportu sugeruje, że – podobnie jak w okresie ostatniego kryzysu – silne osłabienie kursu sprzyja poszukiwaniu tańszych substytutów dla towarów importowanych, co będzie się przyczyniać do wyraźnej poprawy salda eksportu netto w kolejnych kwartałach, mając pozytywny wpływ na dynamikę PKB. Wg naszych prognoz deficyt obrotów bieżących powinien się obniżyć z obecnego poziomu ok. 5% PKB o ponad 2 pkt proc. w 2012 r.

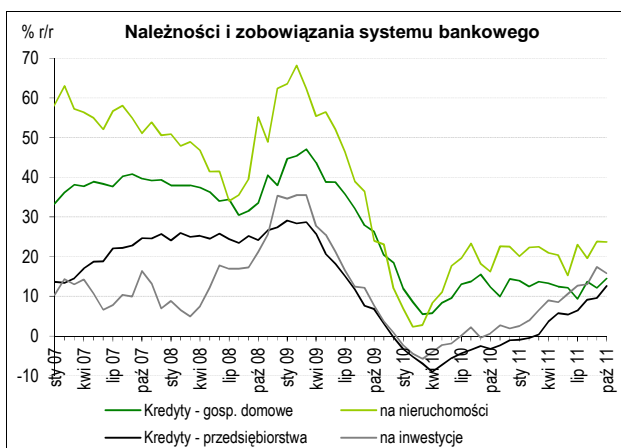
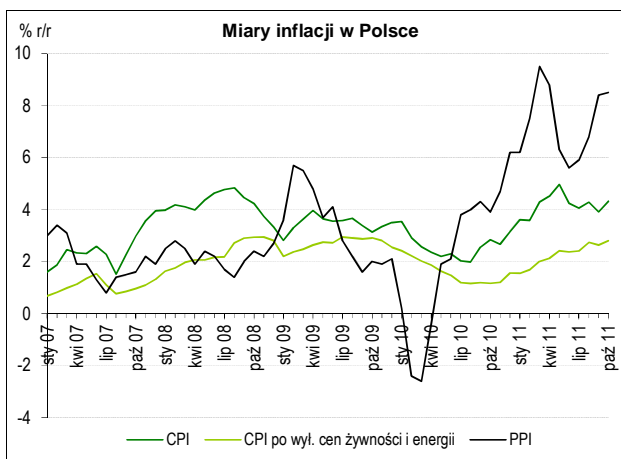
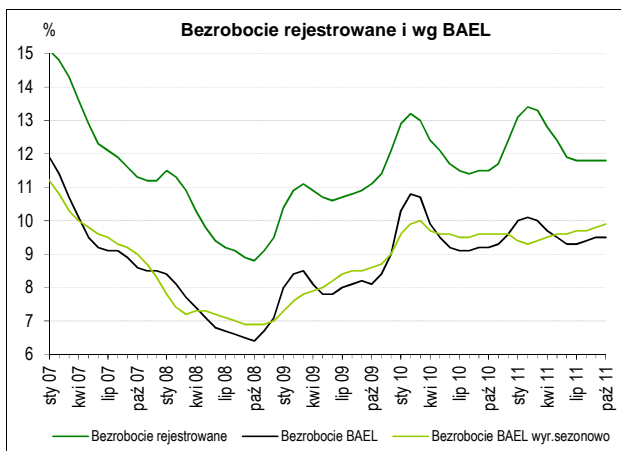
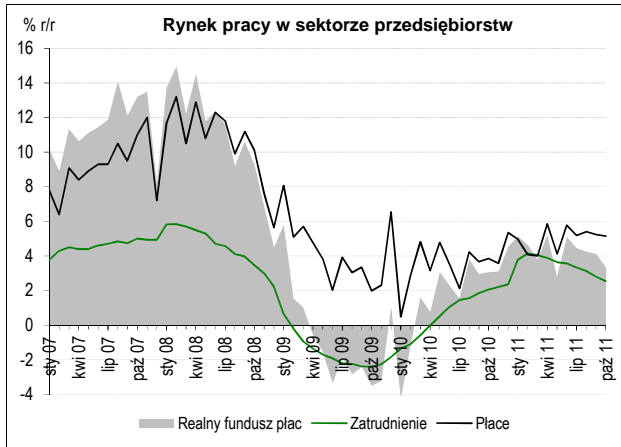
... ale jeszcze nie w danych o produkcji i sprzedaży

Wzrost produkcji przemysłowej wyniósł w październiku 6,5% r/r, wobec 7,4% we wrześniu, ale po korekcie sezonowej dynamika przyspieszyła z 6,7% do 7% r/r. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 8,9% r/r, a po korekcie sezonowej o 14,9% r/r.

Wzrost sprzedaży detalicznej spadł w październiku do 11,2% r/r z 11,4% we wrześniu. Wg naszych szacunków sprzedaż po wyłączeniu samochodów i paliw wzrosła o 7,6% r/r, najszybciej od maja br. W większym stopniu obniżyła się realna dynamika sprzedaży (6,8% r/r wobec 7,7% we wrześniu), co wskazuje, że dobre dane to w części efekt rosnących szybko cen.

Dane potwierdzają, że osłabienie dynamiki PKB w IV kw. będzie zapewne umiarkowane.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

Bezrobocie wzrośnie

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw ponownie obniżyło się w październiku wobec poprzedniego miesiąca (co oznacza trzeci miesiąc spadku z rzędu). Skala redukcji była jednak wyraźnie mniejsza niż ostatnio – liczba etatów obniżyła się o 3 tys. Co ciekawe, w odróżnieniu od poprzednich miesięcy zatrudnienie nie spadło w nastawionym na eksport przetwórstwie przemysłowym. Roczne tempo wzrostu zatrudnienia spowolniło zgodnie z naszymi oczekiwaniami do 2,5% r/r.

Płace w sektorze firm wzrosły w październiku o 5,1% r/r, lekko spowalniając w porównaniu z poprzednim miesiącem. W efekcie, wzrost funduszu płac wyhamował w październiku do 7,8% r/r nominalnie i 3,3% r/r w ujęciu realnym. Wraz z niską dynamiką funduszu świadczeń społecznych zapowiada to osłabienie wzrostu dochodów gospodarstw domowych w IV kwartale, co może przełożyć się na dalsze osłabienie wzrostu konsumpcji.

Stopa bezrobocia rejestrowanego po ostatnich rewizjach od lipca utrzymuje się bez zmian na poziomie 11,8%. Co ciekawe, zrewidowane dane Eurostatu nt. bezrobocia wg metodologii BAEL po korekcie sezonowej wskazują na wzrostowy trend, w wyniku którego stopa bezrobocia wyniosła w październiku 9,9%, najwięcej od 20 miesięcy.

Uwagę zwraca utrzymanie spadkowej tendencji liczby ofert pracy; na koniec października liczba ofert pracy obniżyła się do 40 tys., co oznacza spadek o około 20% m/m. W naszej ocenie kolejne miesiące mogą przynieść stopniowy wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego do ok. 12,5% w grudniu, do czego obok efektu sezonowego przyczyni się dalsze wyhamowanie pozytywnych tendencji na rynku pracy. W przyszłym roku przewidujemy stabilizację przeciętnego zatrudnienia w firmach, co przełoży się na lekki wzrost stopy bezrobocia do ok. 13%.

Inflacja ponownie powyżej 4%

Inflacja CPI wzrosła w październiku z 3,9% do 4,3% r/r. W największym stopniu w porównaniu z wrześniem wzrosły ceny żywności i napojów bezalkoholowych, paliw oraz odzieży i obuwia. Wzrost cen towarów w październiku dodatkowo wzmocniony był efektem osłabienia złotego widocznego od września, powodującym wzrost cen towarów importowanych.

Wpływ osłabienia złotego widoczny jest również w dynamice PPI, która wzrosła w październiku do 8,5% r/r. Wzrosły też wszystkie miary inflacji bazowej, w tym CPI po wyłączeniu cen energii i żywności do 2,8% r/r.

W listopadzie inflacja jeszcze wzrośnie i do końca roku pozostanie powyżej 4%, ale od stycznia zacznie się obniżać pod wpływem efektów wysokiej bazy. Niemniej, wpływ osłabienia złotego na ceny importowane może spowolnić ten proces, co nie będzie zachęcało RPP do szybkich obniżek stóp.

Kredyty nadal szybko rosną

Dane z sektora bankowego wskazują na kontynuację silnego wzrostu popytu firm na kredyty. W październiku zadłużenie firm było o ok. 12,5% wyższe niż przed rokiem, a po wyeliminowaniu wpływu zmian kursowych wzrost wyniósł ok. 10,5%, najwięcej od 2,5 roku. Nieznacznie osłabił się (choć pozostał wysoki) wzrost kredytów na inwestycje, wynosząc 15,8% r/r (po korekcie kursowej 13,5%, drugi najlepszy wynik w ostatnich 2 latach).

Zadłużenie gospodarstw domowych w sektorze bankowym wzrosło o 14,5% r/r, podobnie jak we wrześniu. W największym stopniu przyczynił się do tego wciąż silny wzrost kredytów mieszkaniowych (ok. 24% r/r). W tym przypadku po korekcie związanej z efektem kursowym widać jednak stopniowe hamowanie – do 11,3% r/r w październiku wobec ok. 14% na początku tego roku.

Pod lupą: polityka pieniężna

Fragmety grudniowego komunikatu RPP

W III kw. wzrost gospodarczy w strefie euro ukształtował się na niskim poziomie. Równocześnie dane wskazują na możliwe dalsze pogorszenie się koniunktury w strefie euro. (...) Z kolei w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w III kw. nieznacznie przyspieszył, choć wskaźniki koniunktury – mimo pewnej poprawy w ostatnim okresie – nadal znajdują się na historycznie niskim poziomie. (...) Spowolnienie aktywności gospodarczej na świecie wraz z problemami fiskalnymi niektórych krajów strefy euro powodują utrzymywanie się napięć na światowych rynkach finansowych. Awersja do ryzyka pozostaje podwyższona, co wpływa na wzrost zmienności cen aktywów, w tym kursów walutowych.

W Polsce, dane o PKB w III kw. potwierdziły, że w okresie tym utrzymało się relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego, zbliżone do odnotowanego w II kw. br. Do zwiększenia PKB przyczyniał się głównie wzrost popytu krajowego, wynikający zarówno z rosnącego spożycia indywidualnego, jak i pewnego przyspieszenia wzrostu inwestycji, jednak w porównaniu z poprzednimi kwartałami istotnie zwiększył się wkład eksportu netto do wzrostu PKB. (...) Wskaźniki koniunktury nadal sygnalizują możliwość pewnego obniżenia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, co w dużej mierze związane jest z oczekiwanym spowolnieniem wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski.

W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI będzie nadal kształtować się na podwyższonym poziomie, co jest związane głównie z wcześniejszym silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych oraz osłabieniem kursu złotego w ostatnich miesiącach. Wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz efektów znacznych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r., będzie oddziaływało w kierunku obniżenia inflacji na początku 2012 r.

W ocenie Rady, w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez stopniowo malejącą dynamikę popytu krajowego w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia inwestycji publicznych, a także dokonanego w I połowie br. podwyższenia stóp procentowych NBP oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen pozostaje wpływ sytuacji na globalnych rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

W ocenie Rady, dokonane w I połowie br. zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Polityka pieniężna w fazie wyczekiwania

▪ RPP utrzymała w grudniu stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 4,50%. W ocenie Rady bilans ryzyk nie zmienił się od poprzedniego miesiąca, ponieważ pogorszenie perspektyw wzrostu za granicą i efekt osłabienia złotego mniej więcej się kompensują.

▪ Rada zwróciła uwagę na pogarszającą się koniunkturę na świecie i ryzyko dalszego spowolnienia gospodarczego w strefie euro, a także na utrzymujące się napięcia na światowych rynkach finansowych. W odniesieniu do polskiej gospodarki, Rada odnotowała relatywnie dobre ostatnie dane makroekonomiczne, dostrzegając jednocześnie ryzyko „pewnego obniżenia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach”, głównie za sprawą spowolnienia wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski.

▪ RPP oczekuje, że inflacja pozostanie na podwyższonym poziomie w najbliższym czasie (m.in. ze względu na efekt osłabienia złotego), chociaż na początku 2012 r. wygasanie wpływu podwyżki VAT i mocnych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r. będą oddziaływały w kierunku obniżenia dynamiki CPI. Utrzymano również ocenę, że w średnim okresie inflacja powinna powrócić do celu dzięki dokonaniu wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej.

▪ Wynik posiedzenia RPP i jej komunikat nie zmieniają naszej oceny perspektywy polityki pieniężnej. Nadal spodziewamy się, że w 2012 r. Rada zdecyduje się na dwie obniżki stóp procentowych, każda po 25 pb. Jednak ze względu na pogorszenie perspektyw dla złotego (wyższa przewidywana ścieżka EURPLN w I półroczu 2012), co wpłynie na spowolnienie tempa powrotu inflacji do celu w przyszłym roku, naszym zdaniem pierwsza redukcja stóp nastąpi dopiero pod koniec II kwartału 2012.

300 mln € poszło na interwencje w listopadzie

▪ Oficjalne rezerwy walutowe wyniosły na koniec listopada 74,3 mld € (wobec 73,3 mld € na koniec października). Jednocześnie, wartość rezerw w dolarach obniżyła się do 98,7 mld \$ z 102,7 mld \$ przed miesiącem. Zmiany wynikały w dużym stopniu z wahań kursu EURUSD, który obniżył się w ciągu miesiąca o ponad 5%. Wg naszych szacunków po wyeliminowaniu wpływu efektu kursowego stan rezerw walutowych zmniejszył się w listopadzie o ok. 300 mln € – jak widać skala „ostrzegawczej” interwencji NBP była mniej więcej pięciokrotnie mniejsza niż interwencji we wrześniu.

▪ Jeśli weźmiemy pod uwagę poziom krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego, czy obrotów importu, stan rezerw walutowych Polski nie jest na tyle wysoki, aby NBP mógł pozwolić sobie na interwencje w dużej skali.

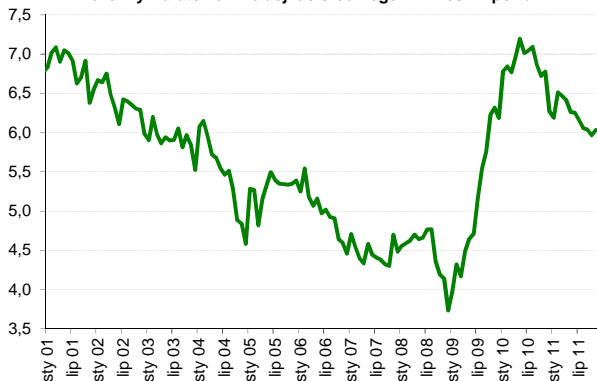
Jak silny będzie wpływ kursu na inflację?

▪ Badania NBP wskazują, że efekt przeniesienia zmian kursu na inflację (pass-through) zmienia się w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego, kierunku zmian kursu i jego zmienności.

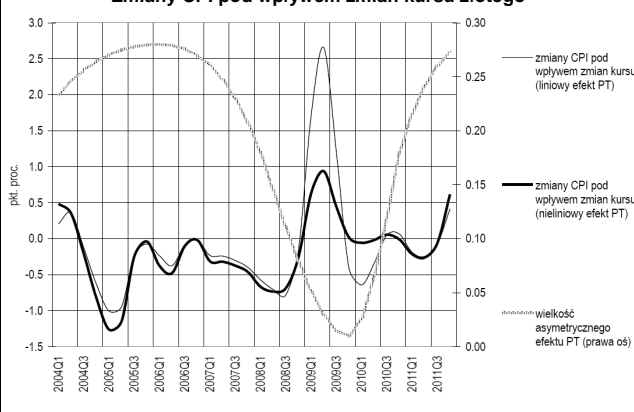
▪ O ile przeciętnie efekt pass-through wynosi ok. 0,18 (tj. 10% osłabienie złotego powoduje wzrost inflacji o 1,8 pp), to skala tego oddziaływania spada znacznie (niemal do zera) w fazie recesji. Dodatkowo, efekt przeniesienia jest znacznie słabszy w okresach wysokiej zmienności kursu i wyższy w przypadku deprecjacji niż aprecjacji kursu.

▪ Biorąc pod uwagę obecną i przewidywaną na najbliższe kwartały sytuację ekonomiczną, oceniamy, że zaburzenia na rynku walutowym nie powstrzymają umiarkowanego spadku inflacji w 2012 r., co najwyżej spowolnią ten proces.

Rezerwy walutowe w relacji do średniego 12-mies. importu

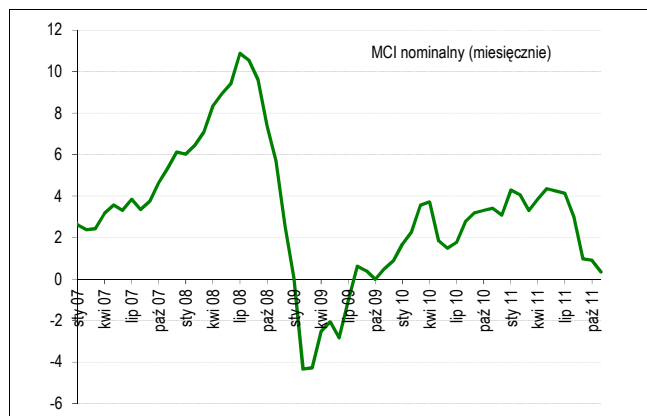


Zmiany CPI pod wpływem zmian kursu złotego*



Źródło: NBP, szacunki własne; * Źródło: Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku? NBP, 2011

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Restrykcyjność polityki pieniężnej w trendzie spadkowym

- Nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej spadł w listopadzie szósty miesiąc z rzędu. Czynnikiem odpowiadającym za zmniejszenie wartości indeksu było znaczne osłabienie złotego, które nie zostało skompensowane przez silny wzrost trzymiesięcznej stawki WIBOR.
- Stawki rynku pieniężnego mogą pozostać na podwyższonym poziomie do końca tego roku ze względu na niechęć banków do pożyczania sobie pieniędzy. Natomiast na początku przyszłego roku spodziewamy się ich spadku. Złoty wciąż będzie pozostawał pod presją, w związku z czym oczekujemy dalszego spadku wartości nominalnego indeksu MCI w nadchodzących miesiącach.



Rzońca (1,58)

Winiecki (1,45)

Hausner (1,45)

Bratkowski (1,42)

Zielińska-Głębocka (1,42)

Kaźmierczak (1,08)

Gilowska (1,08)

Głapiński (1,00)

Belka (1,00)

Chojna-Duch (0,75)



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Liczby przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone od początku obecnej kadencji Rady i prezesa NBP.

Kierunek osi restrykcyjności wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Kurs złotego nadal bardzo istotnym czynnikiem dla Rady

W ostatnich tygodniach członkowie RPP utrzymali jastrzębi wydzwięk swoich wypowiedzi, co naszym zdaniem miało na celu zapewnienie wsparcia złotemu wobec znacznej awersji do ryzyka i presji deprecyjnej. Potwierdzają to m.in. słowa Marka Belki, Andrzeja Kaźmierczaka i Anny Zielińskiej-Głębockiej, którzy podkreślali, że słabość złotego jest jednym z głównych czynników utrudniających walkę z inflacją i uniemożliwiających poluzowanie polityki monetarnej. Zdaniem niektórych członków Rady krajowa waluta nie ma obecnie potencjału aprecjacyjnego. Prezes NBP przyznał w trakcie konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu RPP, że osłabienie złotego negatywnie wpływa na perspektywy inflacji, co jednak mniej więcej jest kompensowane pogarszającymi się perspektywami wzrostu gospodarczego za granicą. W efekcie, w ocenie Rady bilans ryzyk dla przyszej inflacji nie zmienił się od ostatniego posiedzenia.

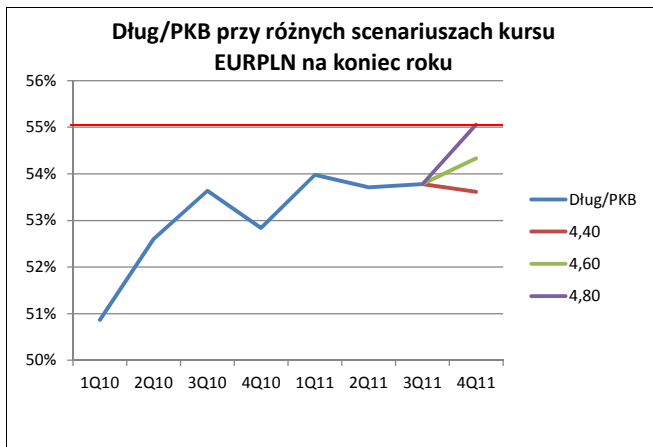
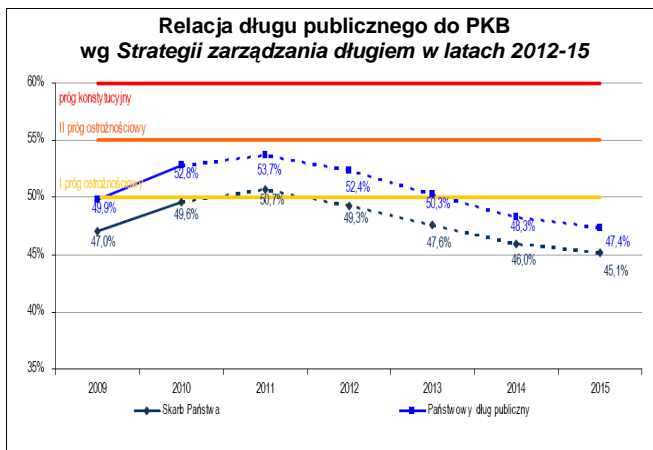
Jednocześnie przedstawiciele NBP (Belka, Kozirski) podkreślają, że celem ostatnich interwencji walutowych nie była obrona określonego poziomu kursu, a jedynie jego stabilizacja. Sugeruje to, że polskie władze monetarne wciąż starają się wzmocnić polską walutę przede wszystkim za pomocą retoryki, a nie kosztownych interwencji rynkowych, które mają pełnić funkcję jedynie pomocniczą. Prezes NBP podkreślił jednak, że obecnie „interwencja jest absolutną normą, brak interwencji – ekstrawagancją”, wobec czego bank centralny nie będzie się wahał, gdy uzna, że jego działania są potrzebne. Według Belki NBP będzie kontynuować interwencje walutowe według tych samych zasad jak do tej pory, tj. interweniując w momentach, gdy uzna, że na rynku występuje destabilizacja, tak aby „w bilansie ryzyk uczestników rynków ryzyko zderzenia z NBP było obecne”.

Obawy o inflację przeważają nad obawami o wzrost

Członkowie Rady zwrócili także uwagę w ostatnich wypowiedziach na wzrost inflacji bazowej, który świadczy o utrzymującej się popytowej presji inflacyjnej i zwiększa prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych. Innym czynnikiem proinflacyjnym jest planowany na przyszły rok wzrost niektórych cen administrowanych oraz akcyzy. Andrzej Kaźmierczak i Adam Głapiński są zdeterminowani, by walczyć z inflacją bez względu na jej przyczyny i stwierdzili wprost, że będą poważnie rozważać podwyżki stóp, jeśli inflacja utrzyma się powyżej 4% na początku przyszłego roku (nawet kosztem wzrostu gospodarczego). Kaźmierczak zasugerował także, że Rada może zwrócić uwagę na realną stronę gospodarki dopiero wtedy, gdy inflacja spowolni do 3,5%. Natomiast zdaniem prezesa NBP, dobry projekt i wykonanie budżetu państwa w przyszłym roku mogą zwiększyć szansę na poluzowanie polityki pieniężnej. Ogólnie, członkowie Rady wydają się być dość optymistyczni w stosunku do wzrostu PKB, a pesymistyczni, jeśli chodzi o inflację, co ich zdaniem uzasadnia małe prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych NBP. To utwierdza nas w przekonaniu, że Rada nie zdecyduje się na obniżki, dopóki inflacja nie obniży się znacząco.

Pod lupą: polityka fiskalna

Podstawowe parametry budżetu wg MF (mld zł)					
	(1)	(2)	(3)	Zmiana (%)	
	2010	2011PW	2012PW	(2)/(1)	(3)/(2)
BUDŻET CENTRALNY					
Dochody	250,3	279,2	293,8	11,6	5,2
Wydatki	294,9	309,4	328,8	4,9	6,3
Saldo	-44,6	-30,2	-35,0	-32,3	15,9
SEKTOR FINANSÓW PUBLICZNYCH					
Dochody	551,1	609,8	668,4	10,7	9,6
Wydatki	635,8	673,1	714,9	5,9	6,2
Saldo	-84,7	-63,3	-46,5	-25,3	-26,5
Saldo (% PKB)	-6,0	-4,2	-2,9	-	-



	Spread vs Bundy (10 lat) w pb			CDS (5 lat, USD)		
	9.12	zmiana od 9.11.2011	zmiana od 31.12.2010	9.12	zmiana od 9.11.2011	zmiana od 31.12.2010
Polska	382	-24	71	264	21	119
Czechy	177	3	79	163	47	73
Węgry	686	21	173	569	28	182
Grecja	3054	-7	2096	7578	2659	6540
Hiszpania	376	-37	127	429	37	80
Irlandia	675	15	49	741	-9	132
Portugalia	1115	106	742	1188	54	688
Włochy	484	-76	293	524	10	291
Niemcy	-	-	-	102	14	44

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, szybko.pl, obliczenia własne

Nowy projekt budżetu na 2012 r. z deficytem 35 mld zł

▪ Rząd przyjął projekt budżetu na 2012 r. z nowymi założeniami makroekonomicznymi (w tym ze wzrostem PKB na poziomie 2,5% wobec 4,0% wcześniej szacowanych) i z deficytem budżetowym na poziomie 35 mld PLN. Przyjęty przez MF wariant jest realistyczny. Minister Rostowski nie wyklucza ewentualnej nowelizacji budżetu gdyby sytuacja gospodarcza w strefie euro dramatycznie się pogorszyła.

▪ Dochody i wydatki budżetowe nie zmieniły się w porównaniu do wrześniowego projektu. Po stronie dochodowej uwagę zwraca podwyższenie wpływów z dywidend o 8,2 mld zł z 2,2 mld zł. Rząd planuje również o miesiąc wcześniej wprowadzić wyższą o 2pp składkę rentową, co ma zwiększyć dochody z tego tytułu (o ok. 700 mln zł). Podobnie jak w tym roku buforem dla dochodów budżetowych może okazać się zysk z NBP

Rząd zdecydowany obniżyć deficyt i dług sektora

▪ Rząd podtrzymał swoją deklarację w dążeniu do obniżenia przyszłorocznego deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB (zgodnie z wcześniejszą rekomendacją KE). Jest to ambitny cel, i przy uwzględnieniu wielu czynników ryzyka może okazać się trudny do osiągnięcia. Szacujemy, że na koniec 2012 r. deficyt zostanie obniżony do ok. 3,5%.

▪ Działania MF koncentrują się na utrzymaniu długu sektora finansów publicznych poniżej drugiego progu ostrożnościowego, tj. 55% PKB. Obok działań mających na celu kontynuację konsolidacji finansów publicznych (zapowiedzianych w expose premiera) MF pracuje nad modyfikacją zasad liczenia długu publicznego. Główna zmiana ma dotyczyć przejścia na średnioroczny kurs w przeliczaniu długu w walutach obcych (a nie jak obecnie z 31 grudnia). Wiceminister Radziwiłł ocenił, że nowe zasady liczenia mogłyby obowiązywać od końca 2012 r.

▪ Niższa ścieżka PKB w latach 2012-2015 przekłada się na wolniejsze tempo obniżania długu sektora finansów publicznych w relacji do PKB. „Strategia...” zakłada, że w 2011 r. dług publiczny wg krajowej metodologii wyniesie 812,3 mld zł, czyli 53,7% PKB, a w 2012 r. ma się obniżyć do 52,4% PKB, a następnie do 47,4% w 2015 r. Główne czynniki ryzyka dla tej ścieżki wynikają z kształtowania się kursu walutowego oraz stóp procentowych.

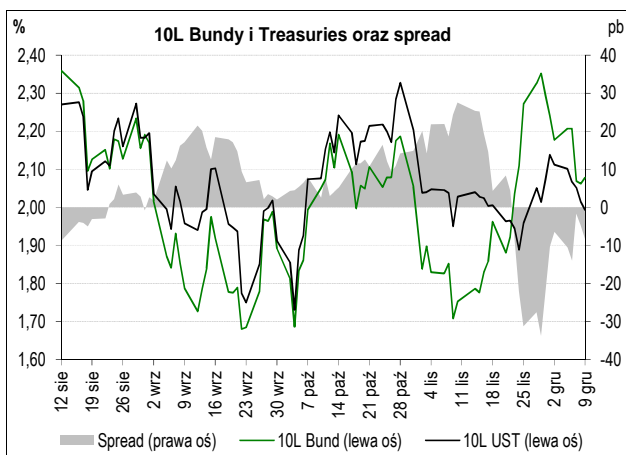
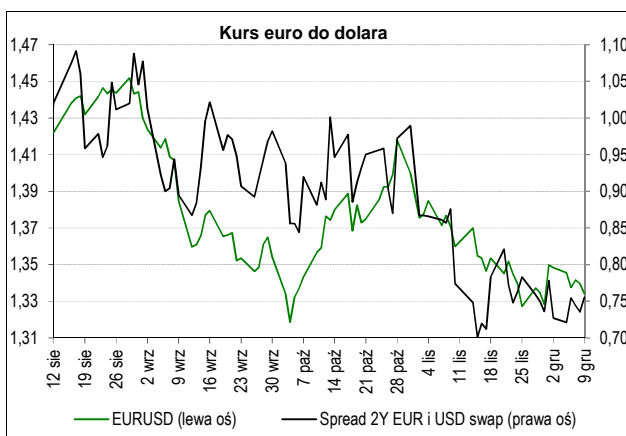
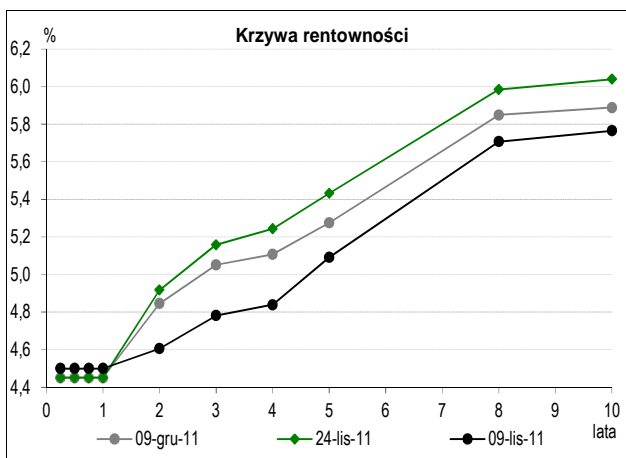
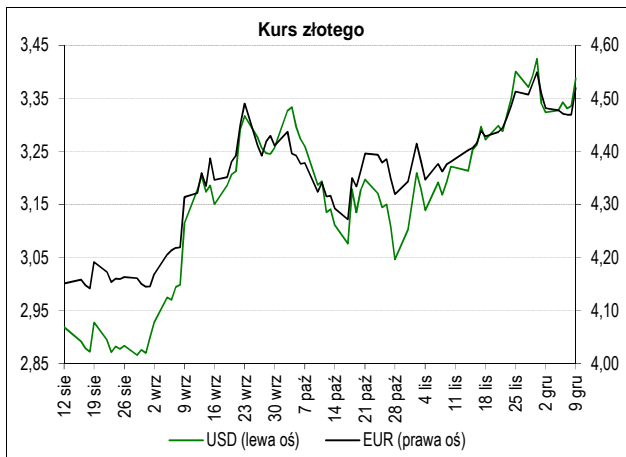
▪ W tym roku ryzyko przekroczenie przez dług państwowy relacji 55% PKB oceniamy jako niskie, ale w 2012 r. ryzyko to zdecydowanie wzrasta. Wg „Strategii...” 10-procentowe osłabienie złotego spowodowałoby podwyższenie długu publicznego w 2012 r. o 1,52pp. Na podstawie założeń dokumentu można oszacować, że kurs EURPLN, przy którym dług sięgnąłby 55% PKB wynosi ok. 4,6 w 2012 r.

Presja na kraje peryferyjne utrzymuje się

▪ Obawy o brak finalnych rozwiązań kryzysu w strefie euro powodowały dalszy wzrost ryzyka fiskalnego. Dopiero skoordynowane działania banków centralnych oraz przyjęcie pakietu oszczędnościowego przez Włochy poprawiło nastroje. To przyczyniło się tylko do zawężenia spreadów do Bundów, szczególnie w przypadku Włoch i Hiszpanii.

▪ Grudniowe ustalenia szczytu UE zostały odebrane jako krok w dobrym kierunku, jednak ograniczona rola EBC w stabilizacji sytuacji na rynkach będzie powodowała dalszą presję na kraje peryferyjne strefy euro. To może powodować utrzymywanie się notowań CDS dla tych krajów na podwyższonym poziomie, tym bardziej w perspektywie możliwych dalszych obniżek ratingów.

Monitor rynku



Złoty mocniejszy, ale tylko w grudniu

- W listopadzie kurs EURPLN poruszał się w silnym trendzie wzrostowym. W konsekwencji eskalacji obaw o sytuację w strefie euro, pod koniec minionego miesiąca kurs był na najwyższym poziomie od czerwca 2009 (4,556). NBP interweniował na rynku i jego działania ograniczyły w pewnym stopniu deprecjację złotego. Dzięki poprawie nastrojów, na początku grudnia krajowa waluta odrobiła część strat.
- Oczekujemy, że w grudniu trend ten będzie kontynuowany. Zgodnie z tym co sam zapowiadał, na rynku pojawiać się będzie BGK i jego aktywność też powinna działać na korzyść złotego. Oczywiście, nadal aktualne są czynniki ryzyka w postaci rozwoju sytuacji w strefie euro, dlatego też wg nas w grudniu nie zostanie zainicjowany trwały trend na umocnienie złotego i spodziewamy się ponownej deprecjacji waluty w I kw. 2012. Jednocześnie, w tym roku nie oczekujemy testowania oporu na 4,57-4,58.

Krajowe obligacje pozostaną pod presją

- Na przestrzeni minionego miesiąca krajowa krzywa rentowności przesunęła się w górę, w większym stopniu na krótkim końcu. Było to głównie skutkiem wzrostu obaw o rozlanie się kryzysu zadłużeniowego na inne kraje strefy euro, wyższego od prognoz CPI za październik oraz jastrzębiego komunikatu RPP z listopadowego posiedzenia. Notowania na rynku FRA były natomiast pochodną zmian na rynku walutowym – osłabienie złotego pchnęło kontrakty na stopę procentową w górę.
- Spodziewamy się, że w grudniu krajowa krzywa rentowności wystromi się w wyniku osłabienia obligacji 5- i 10-letnich. Presję na papiery wywierać będzie awersja do ryzyka oraz niepewność spowodowane nierozwiązanymi problemami w strefie euro. Jeśli złoty faktycznie zyska w grudniu do wspólnej waluty, to może to spowodować korektę spadkową stawek FRA.

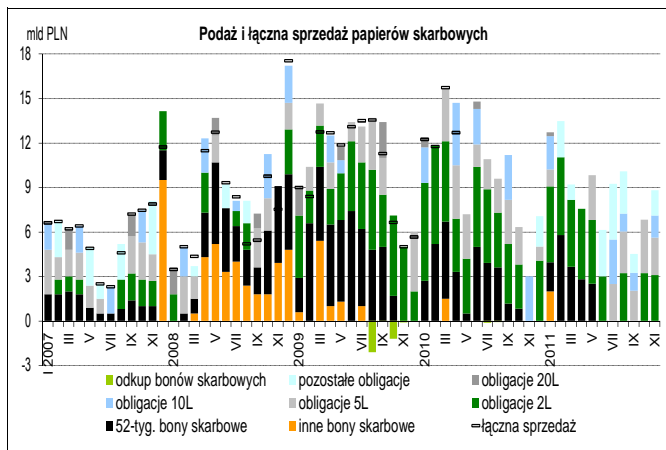
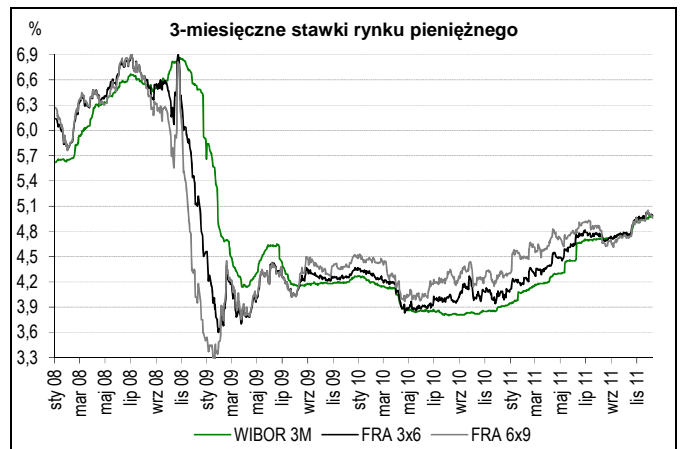
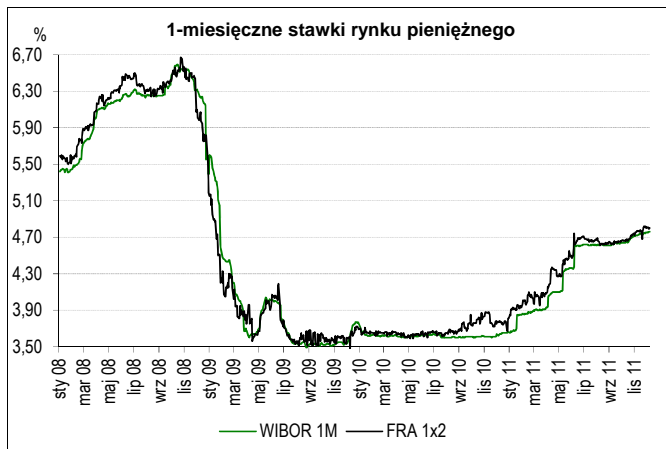
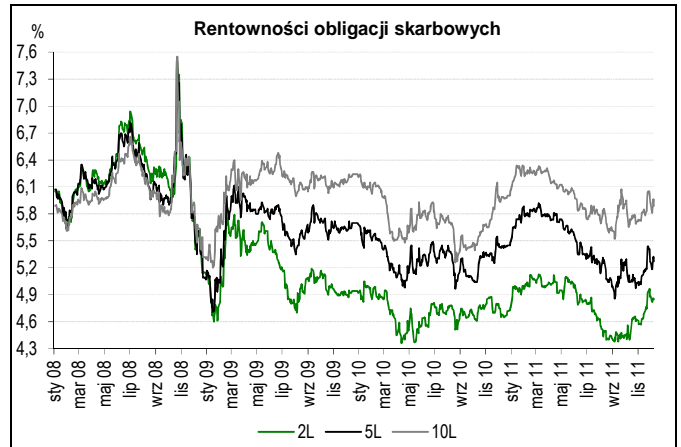
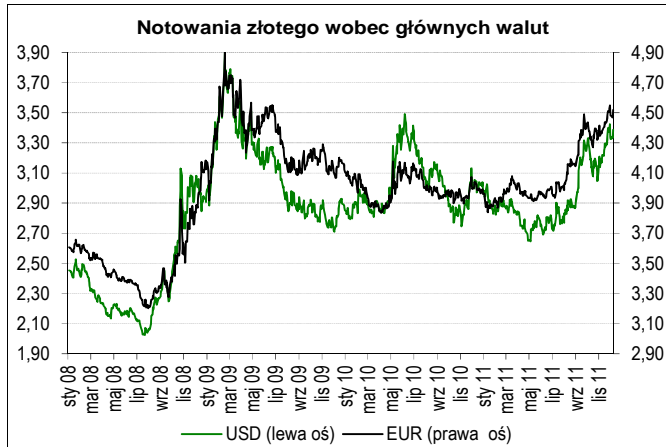
Obawy o strefę euro będą ciężyły wspólnej walucie...

- W listopadzie euro traciło na wartości w wyniku eskalacji obaw o rozlanie się kryzysu zadłużeniowego na kolejne kraje, głównie Włochy. W rezultacie, EURUSD spadł do prawie 1,32 i dopiero decyzja banków centralnych i lepsze dane z USA pomogły euro odrobić część strat. Odeagowanie było jednak chwilowe, wynik szczytu UE rozczarował i euro znalazło się pod presją.
- Sądymy, że w grudniu nierozwiązane problemy zadłużeniowe w dalszym ciągu będą wywierały negatywną presję na wspólną walutę. Nie widzimy zbyt dużych szans na to, by kurs EURUSD znowu testował opór na 1,36 (do którego zbliżył się na początku grudnia). Bardziej realny wydaje się nam spadek poniżej ostatniego minimum na ok. 1,32. Ostatecznie, spodziewamy się, że na koniec roku kurs będzie blisko 1,33, choć widzimy ryzyko w dół dla naszej prognozy.

... a możliwe że również obligacjom niemieckim

- W listopadzie Treasuries były relatywnie stabilne, dużo większe zmiany zaszły w notowaniach obligacji Niemiec, które straciły na wartości. Wzrost rentowności Bundów był w największym stopniu skutkiem nieudanej aukcji 10-letnich papierów, na której popyt był niższy od podaży. Może to oznaczać spadek zaufania inwestorów do aktywów denominowanych w euro. W rezultacie, spread pomiędzy 10-letnimi rentownościami Treasuries a Bundami spadł poniżej zera po raz pierwszy od sierpnia tego roku oraz znalazł się na najniższym poziomie od kwietnia 2009.
- Wyniki unijnego szczytu nie zostały zinterpretowane przez rynek jako przełomowe i zmierzające do rozwiązania kryzysu w strefie euro, co powinno wspierać aktywa uznawane za bezpieczniejsze (obligacje amerykańskie). Sytuacja na rynku obligacji niemieckich pokaże czy mniejszy popyt inwestorów na te papiery utrzyma się również na początku 2012.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
11.04.2011	50-tyg.: 300-600	1536/444
18.04.2011	49-tyg.: 500-1000	1646/771
21.04.2011	48-tyg.: 700-1200	3408/1027
9.05.2011	46-tyg.: 400-600	3560/600
16.05.2011	45-tyg.	2737/709
23.05.2011	44-tyg.	3002/698
30.05.2011	52-tyg.	2667/505
13.06.2011	50-tyg.	odwołany
20.06.2011	Przetarg odkupu	356/256
27.06.2011	52-tyg.	odwołany
11.07.2011	Przetarg odkupu	1498/724
19.12.2011	Przetarg odkupu	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

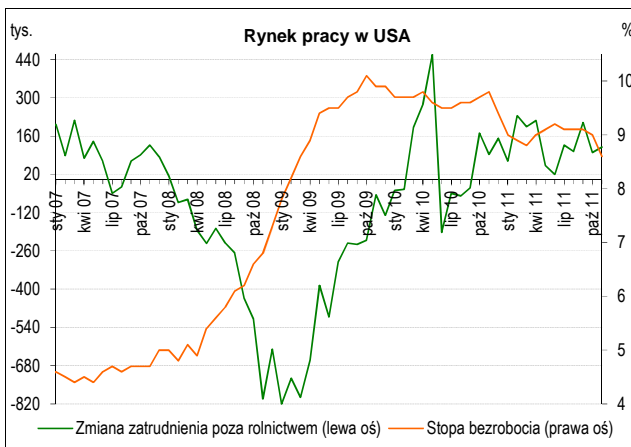
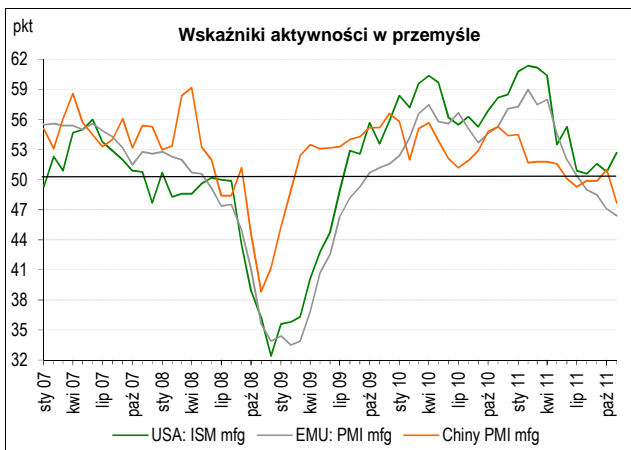
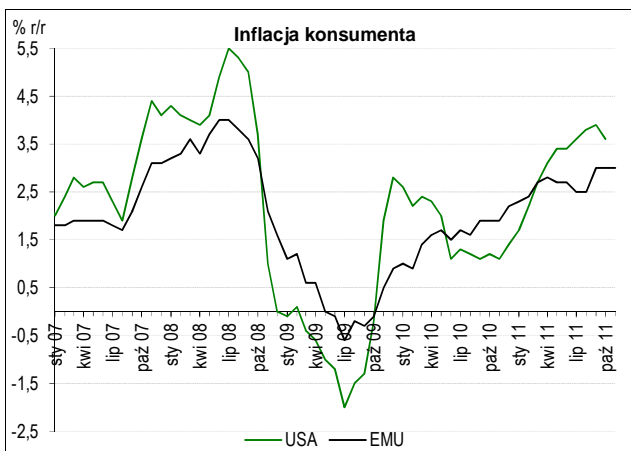
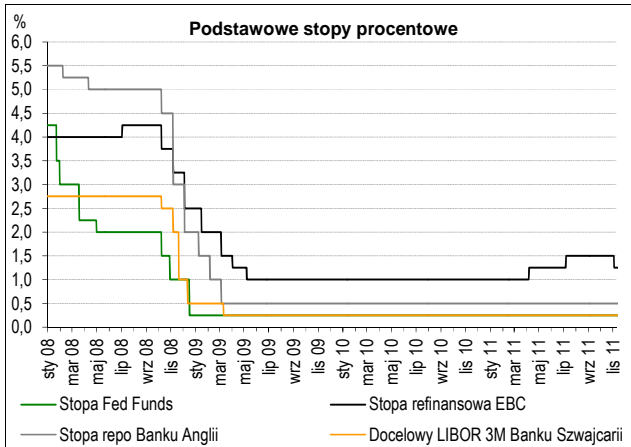
Przetargi obligacji skarbowych w 2010/2011 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	5.01	OK0113/PS0416	4000-6500	6250	12.01	DS1020/WS0429	1000-2500	2500	20.01	OK0711/PS0511	IZ0823
lut	9.02	OK0113	3000-5500	524	16.02	WZ/IŻ	1000-3000	2450	2.02	OK0711/PS0511	PS0416
marzec	9.03	OK0113	3000-4500	4500	16.03	WZ/IŻ	1000-2500	1030	3.03	OK0711/PS0511	PS0416/WZ0115
kwiecień	13.04	OK0713	3000-5500	4759	-	-	-	-	20.04	OK0711/PS0511/IZ0911	PS0416/WZ0115
maj	12.05	OK0713	3000-4500	4306	18.05	PS0416	1500-3000	3000	-	-	-
czerwiec	9.06	OK0713	2000-3000	3000	15.06	WZ0121/IZ0823	1000-5000	3125	1.06	OK0711/WZ0911	PS/DS/WZ
lipiec	21.07	DS1021	1000-3000	3000	-	-	-	-	-	-	-
sierpień	10.08	OK0713/PS0416	2000-5000	5009	-	-	-	-	3.08	WZ/DZ	WZ/DS
wrzesień	22.09	WS/WZ/IZ	1000-3000	1273,5	-	-	-	-	8.09	WZ/DZ/OK	PS0416/DS1021
październik	19.10	PS1016	1000-3500	3638	-	-	-	-	12.10	OK/PS/DZ	OK0114
listopad	16.11	PS1016	1000-2500	2500	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK0/WZ/DS/WS
grudzień	-	-	-	-	-	-	-	-	14.12	OK/PS	WZ/IZ/PS

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja zwykła, *** oferta/sprzedaż

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna

Duże wsparcie ze strony EBC, ale nie dla rynku obligacji

Zgodnie z oczekiwaniami EBC obniżył stopy procentowe o 25 pb. do 1%, ale jak powiedział na konferencji prasowej prezes Mario Draghi, decyzja nie była jednogłośnie. Dodał, że obniżka o 50 pb nie była rozważana. Oprócz obniżenia stóp, bank ogłosił wprowadzenie szeregu innych działań wspierających system bankowy. Przeprowadzone zostaną dwie nieograniczone operacje refinansujące o terminie zapadalności 3 lat, a więc o rok dłuższym niż oczekiwał rynek. Banki będą miały możliwość oddania środków po roku. Pierwsza operacja zostanie przeprowadzona 21 grudnia i zastąpi wprowadzoną na październikowym posiedzeniu jedną z dwóch operacji 1-roczych (pierwsza już się odbyła). Dodatkowo, złagodzone zostały wymagania dotyczące zabezpieczeń przy pozyskiwaniu finansowania w EBC. Kolejnym krokiem w kierunku zwiększenia płynności na rynku międzybankowym było obniżenie stopy rezerw obowiązkowych dla banków z 2% do 1% (decyzja ta wejdzie w życie 18 stycznia 2012). Podkreślono jednocześnie, że wszystkie niestandardowe działania są tymczasowe. EBC obniżył swoje prognozy wzrostu gospodarczego na 2012 r. do -0,4-1,0% (vs 0,4-2,2% poprzednio). Na konferencji prasowej Mario Draghi pytany o różne możliwe formy skupowania obligacji państw strefy euro zdecydowanie odrzucił taką możliwość podkreślając, że bank jest ograniczony przepisami zawartymi w Traktacie UE. Dodał, że EBC nie będzie zabiegał o zmianę tego zapisu. Powiedział też, że bank nie rozważał ustalenia poziomu rentowności obligacji dla jakiegokolwiek z państw strefy euro, do którego przekroczenia starałby się nie dopuścić.

- Minutes z ostatniego posiedzenia Fed pokazały, że zaledwie kilku członków FOMC było zdania, że należy rozważyć dalsze poluzowanie polityki monetarnej. Zastanawiano się jednak nad zmianami w komunikacji z rynkiem, które zwiększyłyby efektywność działań banku centralnego.

Wyraźne spadki PMI dla strefy euro i Chin

- Listopadowe odczyty indeksów aktywności w przemyśle były zgodne z obserwowanymi ostatnio trendami.

- Indeks ISM dla przemysłu USA zanotował solidny wzrost z 50,8 pkt. do 52,7 pkt. W największym stopniu było to spowodowane kontynuacją odbicia w produkcji i nowych zamówieniach. Dane te są spójne z prognozami wskazującymi, że w 2012 amerykańska gospodarka będzie sobie radziła lepiej niż europejska.

- Indeks PMI dla przemysłu strefy euro spadł do 46,4 pkt. z 47,1 pkt., do najniższego poziomu od lipca 2009. Był to już 7. miesiąc spadków. Poniżej neutralnej granicy 50 pkt. są już indeksy dla wszystkich państw strefy euro. Chociaż wzrosty zanotowały PMI tylko dla Grecji i Włoch, to i tak wyniki te są jednymi z najgorszych w całym Eurolandzie (odpowiednio 40,9 pkt. i 44,0 pkt.). Ogólnie, dane za listopad były zgodne z obserwowanym trendem, który wskazuje, że nadchodzące kwartały będą trudne dla gospodarki strefy euro.

- Tylko przez jeden miesiąc PMI dla chińskiego przemysłu zdołał utrzymać się powyżej 50 pkt. W minionym miesiącu zanotował spadek z 51,0 pkt. do 47,7 pkt. Ta największa od 3 lat obniżka zepchnęła indeks do najniższego poziomu od stycznia 2009. W największym stopniu za pogorszenie warunków w przemyśle odpowiadał spadek nowych zamówień. Chińska gospodarka zaczyna odczuwać dokonane w tym roku zacieśnienie polityki pieniężnej. W reakcji na sygnały wskazujące na spowolnienie, tamtejszy bank centralny obniżył stopę rezerw obowiązkowych i podobnych kroków należy oczekiwać w przyszłym roku.

- W listopadzie w USA przybyło 120 tys. miejsc pracy w sektorze pozarolniczym wobec 100 tys. po korekcie. Dane były bliskie oczekiwaniom. Stopa bezrobocia spadła do 8,6% wobec oczekiwanej stabilizacji na 9,0%, co jednak w znacznej mierze wynikało z odpływu zniechęconych bezrobotnych z rynku pracy.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 grudnia	13 <i>PL: Bilans płatniczy (X)</i> <i>PL: CPI (XI)</i> DE: Indeks ZEW (XII) US: Sprzedaż detaliczna (XI) US: Decyzja Fed	14 <i>PL: Podaż pieniądza (XI)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Ceny importu (XI)	15 CN: Wstępny PMI-przemysł (XII) DE: Wstępny PMI-przemysł (XII) EZ: Wstępny PMI-przemysł (XII) EZ: HICP (XI) US: Produkcja przemysłowa (XI) US: Indeks Philly Fed (XII)	16 <i>PL: Płace i zatrudnienie (XI)</i> US: Bazowy CPI (XI)
19 <i>PL: Produkcja przemysłowa (XI)</i> <i>PL: Produkcja budowlano-montażowa (XI)</i> <i>PL: PPI (XI)</i>	20 <i>PL: Inflacja bazowa (XI)</i> DE: Indeks GfK (I) DE: Indeks Ifo (XII) US: Rozpoczęte budowy domów (XI) US: Pozwolenia na budowę domów (XI)	21 US: Sprzedaż domów (XI) EZ: Indeks nastrojów konsumentów (XII)	22 <i>PL: Sprzedaż detaliczna (XI)</i> <i>PL: Stopa bezrobocia (XI)</i> <i>PL: Minutes RPP</i> US: PKB (III kw.) US: Indeks Michigan (XII) US: Wskaźniki wyprzedzające (XI)	23 US: Wydatki konsumentów (XI) US: Dochody osobiste (XI) US: Bazowy PCE (XI) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (XI) US: Sprzedaż nowych domów (XI)
26 Drugi dzień Świąt	27 US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (X) US: Indeks nastrojów konsumentów (XII)	28	29 EZ: Podaż pieniądza (XI) US: Niezakończona sprzedaż domów (XI)	30 <i>PL: Oczekiwania inflacyjne</i> US: Indeks Chicago PMI (XII)
2 stycznia <i>PL: PMI-przemysł (XII)</i> DE: PMI-przemysł (XII) EZ: PMI-przemysł (XII) CN: PMI-przemysł (XII)	3 US: Indeks ISM-przemysł (XII)	4 DE: PMI – usługi (XII) EZ: PMI – usługi (XII) EZ: Wstępny HICP (XII) US: Zamówienia przemysłowe (XI)	5 EZ: Nowe zamówienia przemysłowe (X) US: Raport ADP (XII) US: ISM – usługi (XII)	6 EZ: Rewizja PKB (III kw.) EZ: Sprzedaż detaliczna (XI) EZ: Indeks nastrojów w gospodarce (XII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XII) US: Stopa bezrobocia (XII)
9 DE: Eksport (XI) DE: Produkcja przemysłowa (XI)	10 US: Zapasy hurtowników (XI)	11 <i>PL: Decyzja RPP</i>	12 EZ: Produkcja przemysłowa (XI) EZ: Decyzja EBC GB: Decyzja BoE US: Sprzedaż detaliczna (XII)	13 <i>PL: Bilans płatniczy (XI)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (XII)</i> US: Ceny importu (XII) US: Bilans handlowy (XI) US: Indeks Michigan (I)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2011 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	13	3	3	8	5	9	7	4	8	6	3	8
Posiedzenie RPP	18-19	15	1-2	4-5	10-11	7-8	5-6	23	6-7	4-5	8-9	6-7
Minutes RPP	20	17	17	21	19	16	-	25	22	20	17	22
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja CPI	13	15 ^a	15 ^b	13	13	15	13	12	13	13	15	13
Inflacja bazowa	20	-	22	20	20	22	20	19	20	20	22	20
Ceny producenta	20	18	17	19	20	17	19	18	19	19	21	19
Produkcja przemysłowa	20	18	17	19	20	17	19	18	19	19	21	19
Sprzedaż detaliczna	28	23	23	27	25	22	26	24	23	25	30	-
Płace brutto, zatrudnienie	19	16	16	18	18	16	18	17	16	18	18	16
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	29	-	-	29	-	-	30
Bilans płatniczy	13	11	14	13	16	14	15	11	12	13	15	13
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	14	14
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	21	20	22	22	22	22	21	22	21

*dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		lis 10	gru 10	sty 11	lut 11	mar 11	kwi 11	maj 11	cze 11	lip 11	sie 11	wrz 11	paź 11	lis 11	gru 11
PMI	pkt.	55,9	56,3	55,6	53,8	54,8	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	50,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,0	11,4	10,3	10,5	6,8	6,7	7,8	2,0	1,8	7,9	7,4	6,5	5,8	1,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	14,2	12,3	11,0	18,7	24,2	15,6	23,9	17,0	16,5	10,8	18,1	8,9	7,5	10,0
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	8,3	12,0	5,8	12,2	9,4	18,6	13,8	10,9	8,2	11,3	11,4	11,2	9,9	5,3
Stopa bezrobocia	%	11,7	12,4	13,1	13,4	13,3	12,8	12,4	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	12,0	12,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,6	5,4	5,0	4,1	4,0	5,9	4,1	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	5,1	4,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,2	2,4	3,8	4,1	4,1	3,9	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,3	2,2
Eksport (w euro)	% r/r	20,2	23,0	21,0	17,6	12,5	10,5	17,6	8,3	5,4	14,0	4,6	4,6	2,6	6,1
Import (w euro)	% r/r	27,7	29,1	23,9	19,4	10,6	16,5	19,4	12,5	8,4	12,0	3,7	2,2	1,3	5,3
Bilans handlowy	mln EUR	-1 280	-1 313	-504	-702	-687	-1 126	-975	-1 046	-1 178	-1 083	-454	-486	-1158	-1300
Rachunek bieżący	mln EUR	-2 697	-1 922	-1 313	-714	-1 107	-1 285	-141	-1 994	-2 044	-2 017	-1 901	-1799	-2696	-1819
Rachunek bieżący	% PKB	-4,5	-4,7	-4,7	-4,9	-4,8	-5,0	-4,7	-4,9	-5,0	-5,0	-5,1	-5,1	-5,1	-5,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-42,5	-44,6	-2,8	-14,4	-17,3	-21,6	-23,7	-20,4	-21,1	-20,7	-21,9	-22,5	-25,2	-28,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	81,4	100,0	6,9	35,9	43,1	53,8	59,0	50,7	52,5	51,6	54,5	56,1	62,8	70,1
Inflacja (CPI)	% r/r	2,7	3,1	3,6	3,6	4,3	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,4	4,1
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,2	1,6	1,6	1,7	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,7	2,6	2,8	2,9	3,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,7	6,2	6,2	7,5	9,5	8,8	6,3	5,6	5,9	6,8	8,4	8,5	8,7	7,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,1	8,8	8,2	8,3	10,9	9,4	7,7	7,2	7,4	8,8	10,2	10,3	10,3	9,2
Zobowiązania	% r/r	9,3	9,1	8,6	8,7	12,2	9,9	8,1	7,7	7,7	8,8	9,5	9,4	9,4	8,0
Należności	% r/r	9,5	9,2	9,2	10,1	11,4	12,0	11,7	9,9	13,9	13,2	14,7	14,8	12,8	13,0
USD/PLN	PLN	2,90	3,02	2,91	2,88	2,87	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,27	3,35
EUR/PLN	PLN	3,95	4,00	3,89	3,93	4,01	3,97	3,94	3,97	3,99	4,12	4,33	4,35	4,43	4,45
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	3,50	3,75	3,75	3,75	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa lombardowa ^b	%	5,00	5,00	5,25	5,25	5,25	5,50	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	3,86	3,92	4,01	4,11	4,18	4,27	4,40	4,61	4,70	4,72	4,75	4,80	4,94	4,97
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,10	4,04	4,15	4,41	4,54	4,61	4,61	4,63	4,61	4,53	4,48	4,48	4,48	4,55
Rentowność obligacji 2L	%	4,79	4,70	4,96	5,04	5,04	5,01	5,02	4,87	4,72	4,47	4,43	4,54	4,73	4,85
Rentowność obligacji 5L	%	5,36	5,45	5,72	5,82	5,82	5,76	5,64	5,42	5,30	5,14	5,08	5,09	5,19	5,35
Rentowność obligacji 10L	%	5,82	5,99	6,26	6,27	6,28	6,14	6,06	5,90	5,81	5,71	5,80	5,76	5,85	6,00

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2009	2010	2011	2012	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
PKB	mld PLN	1 343,4	1 415,4	1 522,2	1 603,5	349,3	369,3	375,1	428,5	370,4	388,7	394,7	449,7
PKB	% r/r	1,6	3,9	4,2	2,3	4,5	4,3	4,2	3,7	2,7	2,5	2,1	2,1
Popyt krajowy	% r/r	-1,1	4,6	3,5	0,3	4,4	4,3	3,2	2,2	0,6	-0,8	0,3	1,0
Spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,2	3,2	2,1	3,7	3,6	3,0	2,5	2,2	2,0	2,0	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,2	-0,2	6,8	3,7	5,9	6,9	8,5	6,0	5,0	4,0	4,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-4,5	11,1	6,1	1,8	9,1	5,8	6,1	4,6	1,9	0,7	1,7	3,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	3,8	14,3	5,4	18,7	18,8	15,2	8,9	10,9	2,8	6,2	4,3
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,5	6,1	10,6	4,5	9,4	14,5	10,3	8,6	6,5	4,7	4,6	2,8
Stopa bezrobocia ^b	%	12,1	12,4	12,5	13,2	13,3	11,9	11,8	12,5	14,0	13,3	12,7	13,2
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,4	3,6	4,9	3,3	4,1	5,0	6,1	4,7	3,5	3,2	3,3	3,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,2	0,9	3,3	0,2	4,1	3,5	3,2	2,3	0,6	0,1	0,0	0,3
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	22,8	10,1	1,9	17,0	12,0	7,8	4,4	2,0	0,5	1,0	4,0
Import (w euro)	% r/r	-24,4	24,9	10,8	-2,0	17,7	16,0	8,0	2,9	-2,0	-6,0	-2,0	2,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 893	-10 701	-5 120	-1894,0	-3148,0	-2715,0	-2 944	-504	-667	-1 630	-2 319
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-16 493	-18 838	-9 461	-3135,0	-3427,0	-5962,0	-6 314	-2 115	-592	-3 223	-3 530
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,7	-5,1	-2,6	-4,8	-4,9	-5,1	-5,1	-4,9	-4,2	-3,4	-2,6
Wynik general government	% PKB	-7,3	-7,9	-5,0	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,6	4,2	3,3	3,8	4,6	4,1	4,3	3,5	3,0	3,5	3,1
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,5	3,1	4,1	3,0	4,3	4,2	3,9	4,1	3,1	3,3	3,6	3,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	1,6	2,4	2,7	1,7	2,3	2,6	2,9	2,7	2,5	2,7	2,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,5	4,0	7,7	6,9	7,0	8,2	6,0	4,4	3,4	2,1
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,1	8,8	9,2	6,1	10,9	7,2	10,2	9,2	-	-	-	6,1
Zobowiązania ^b	% r/r	9,8	9,1	8,0	6,0	12,2	7,7	9,5	8,0	-	-	-	6,0
Należności ^b	% r/r	8,6	9,2	13,0	4,1	11,4	9,9	14,7	13,0	-	-	-	4,1
USD/PLN	PLN	3,11	3,02	2,96	3,35	2,88	2,75	2,94	3,27	3,40	3,39	3,37	3,25
EUR/PLN	PLN	4,33	3,99	4,12	4,42	3,94	3,96	4,15	4,41	4,53	4,50	4,40	4,23
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	3,50	4,50	4,00	3,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^b	%	5,00	5,00	6,00	5,50	5,25	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,42	3,94	4,54	4,60	4,10	4,43	4,72	4,90	4,89	4,73	4,47	4,30
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	3,96	4,51	4,26	4,37	4,62	4,54	4,50	4,55	4,44	4,14	3,92
Rentowność obligacji 2L	%	5,17	4,72	4,81	4,74	5,01	4,97	4,54	4,71	4,89	4,82	4,63	4,63
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,44	5,24	5,79	5,60	5,17	5,21	5,45	5,28	5,10	5,12
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,99	5,98	6,27	6,03	5,77	5,87	6,13	6,02	5,88	5,88

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.12.2011 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 022 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	022 586 83 33
Agnieszka Decewicz	022 586 83 41
Marcin Luziński	022 586 83 62
Marcin Sulewski	022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 061 856 58 14
fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 022 586 83 20
fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 071 370 25 87
fax 071 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.