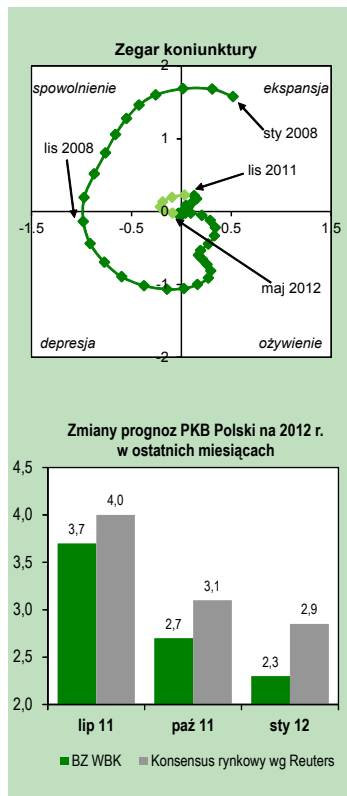


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Styczeń 2012



2012 – nowy rok, stare problemy

▪ Choć polska gospodarka zakończyła rok 2011 w dość dobrej kondycji, **wszystko wskazuje na to, że w rok 2012 nie zobaczymy kontynuacji stosunkowo wysokiego wzrostu gospodarczego**. Strefa euro najprawdopodobniej wkroczyła w nowy rok będąc w recesji, co już znajduje odzwierciedlenie w polskich statystykach handlu zagranicznego oraz wskaźnikach koniunktury. Widać również wyraźnie, że pogorszenie perspektyw zamówień spowodowało zmianę sytuacji na rynku pracy – spadek zatrudnienia w niektórych sektorach. Uważamy, że trendy te nasilą się w najbliższych kwartałach i prognozujemy spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w 2012 roku do 2,3%. Utrzymujemy jednak prognozę delikatnego wzrostu inwestycji i kredytu, których tendencje w roku 2011 były zgodne z naszą prognozą sprzed roku. Podobnie zresztą jak w przypadku prognozy wzrostu PKB nieco powyżej 4% na cały 2011.

▪ **Problemy związane z kryzysem zadłużeniowym strefy euro, które towarzyszyły nam w ubiegłym roku, pozostają aktualne**. Dlatego też, prognozujemy utrzymanie podwyższonej awersji do ryzyka, przynajmniej w pierwszej połowie roku. Oznaczać to będzie, według nas, dalsze osłabienie złotego oraz wzrost rentowności obligacji. Choć na przestrzeni całego roku Ministerstwo Finansów nie powinno mieć problemu ze sfinansowaniem potrzeb pożyczkowych, nie można wykluczyć przejściowych okresów wyraźnego odpływu kapitału z polskiego rynku (również kapitałowego). Przy założeniu pewnego ustabilizowania sytuacji w strefie euro i ożywienia w tamtejszej gospodarce, zakładamy, że trend na umocnienie złotego może pojawić się w drugiej połowie roku. Stąd prognoza kursu EURPLN na koniec 2012 na poziomie 4,20. Umocnienie złotego do franka szwajcarskiego może być nawet w wyraźniejszej skali, gdyż tendencje recesyjno-deflacyjne mogą spowodować podwyższenie poziomu EURCHF przez SNB.

▪ **Pomimo zgodnego z naszymi oczekiwaniami zacieśnienia polityki pieniężnej w 2011 roku (cztery podwyżki), rok 2012 rozpoczyna się z inflacją wyraźnie przekraczającą nie tylko cel inflacyjny NBP, ale również górną granicę dopuszczalnych wahań wokół celu**. Cel 2,5% nie zostanie w tym roku osiągnięty, choć jest szansa, że niektóre miesiące pokażą inflację poniżej 3,5%. W pierwszej połowie roku kurs złotego będzie wciąż negatywnie wpływał na inflację, ale w dalszej części roku efekt słabego popytu (wraz z umocnieniem złotego) przełoży się powinien na wyraźniejszy spadek inflacji. Zdajemy sobie sprawę, że otoczenie inflacyjne będzie wciąż stawiało RPP przed dylematem: czy prowadzić bardziej ekspansywną politykę pieniężną w sytuacji gdy inflacja jest (wyraźnie) powyżej celu, przy jednoczesnym (wyraźnym) spowolnieniu gospodarczym? Może się okazać, że ponownie (podobnie jak pod koniec 2010 r.) kilku członków RPP będzie miało trudność z podjęciem wyprzedzającej decyzji, bo będą skupieni głównie na bieżącym wskaźniku inflacji. Zakładamy jednak, że w Radzie znajdzie się większość, aby odpowiedzieć na oznaki pogorszenia sytuacji gospodarczej (zapowiadające spadek inflacji w kolejnych kwartałach) i dojście do dwóch obniżek stóp procentowych po 25 pkt bazowych (pierwsza z nich najwcześniej w połowie roku).

W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Rynek nieruchomości	4
Pod lupą: polityka pieniężna	5
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Rynek walutowy	7
Rynek stopy procentowej	8
Monitor rynku	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

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

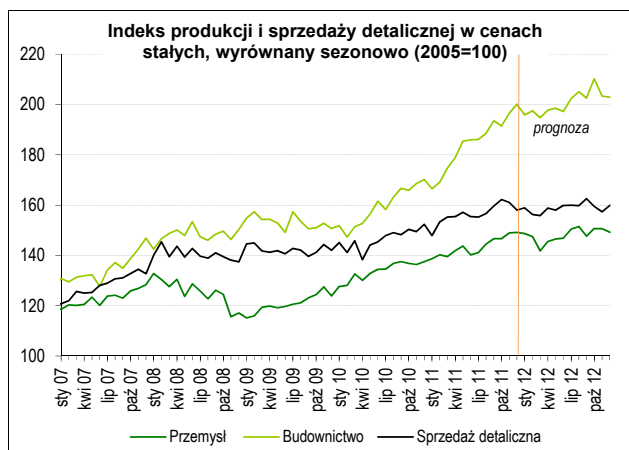
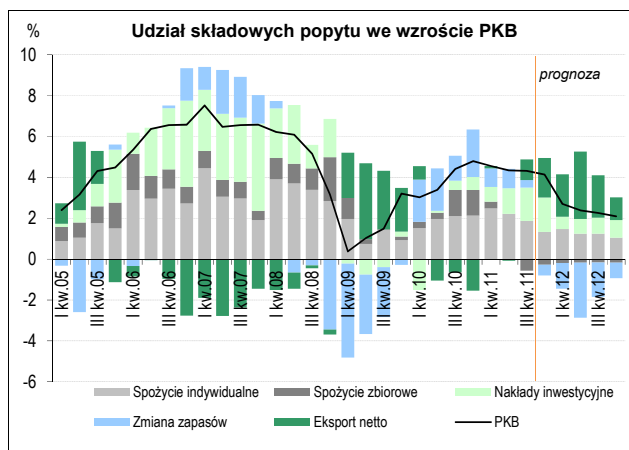
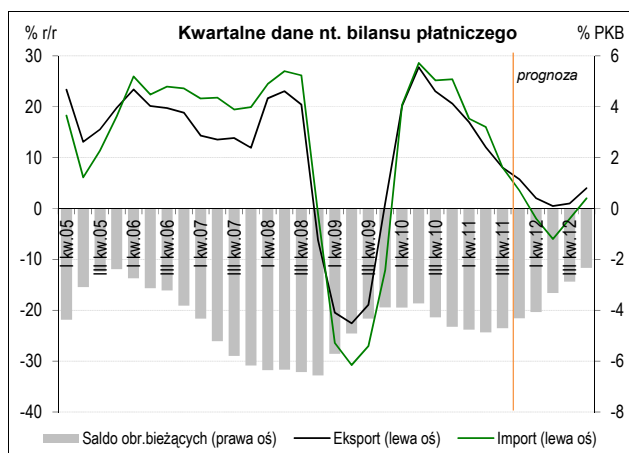
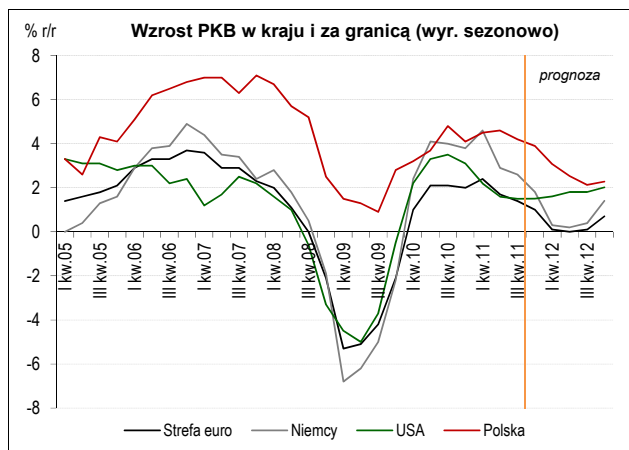
Email: ekonomia@bzwbk.pl

Na rynku finansowym 4 stycznia 2012 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,99	EURPLN	4,4753
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,79	USDPLN	3,4320
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,33	CHFPLN	3,6714

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 4.01.2012 r.

Gospodarka Polski

**Spowolnienie na skutek sytuacji globalnej...**

▪ Nasza optymistyczna prognoza na 2011 z raportu sprzed roku, która była powyżej konsensusu rynkowego, zakładała tempo wzrostu gospodarczego w Polsce powyżej 4%. Wszystko wskazuje na to, że taki właśnie będzie całoroczny rezultat, a może on nawet wynieść 4,2-4,3%. Struktura wzrostu PKB okazała się być spójna z naszymi oczekiwaniami, konsumpcja wzrosła najprawdopodobniej nieco powyżej 3%, nastąpiło również ożywienie w inwestycjach, choć w mniejszej skali niż prognozowaliśmy. Zgodnie z naszym założeniem, nastąpiło wyraźne spowolnienie wzrostu obrotów w handlu zagranicznym. Było to odzwierciedleniem pogorszenia sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych. Niestety, wszystko wskazuje na to, że te tendencje będą kontynuowane w 2012 roku.

▪ Strefa euro prawdopodobnie już znajduje się w fazie recesji, a tempo wzrostu gospodarczego w całym roku będzie zbliżone do zera. Wyraźne spowolnienie w porównaniu z rokiem 2011 nastąpi również w Niemczech. W konsekwencji, prognozujemy, że polski eksport będzie rósł w niskim jednocyfrowym tempie (w ujęciu euro). Jednocześnie, na skutek wolniejszego wzrostu popytu krajowego import może być nawet niższy niż w roku 2011, co przyczyni się do pozytywnego wpływu eksportu netto na PKB i zmniejszenia deficytu obrotów bieżących.

▪ Wolniejszy wzrost popytu krajowego będzie, według naszych prognoz, wynikał ze spowolnienia konsumpcji (słabszy rynek pracy – szczegóły na następnej stronie) i spowolnienia inwestycji. Prognozujemy wzrost inwestycji o zaledwie kilka procent, głównie na skutek większej niepewności globalnej oraz ze względu na mniejszy wpływ niż w 2011 projektów infrastrukturalnych. Ponadto, zmiana zapasów nie doda aż tyle do wzrostu gospodarczego jak to miało miejsce w 2011 roku (0,8 pkt proc. vs. 1,1).

... ale nie będzie aż tak źle jak w 2009

▪ Pomimo dość wyraźnego spowolnienia i naszej prognozy wzrostu PKB poniżej średniej rynkowej (2,3% vs ok. 3%), warto podkreślić, że prognozowana przez nas sytuacja gospodarcza wciąż nie będzie na tyle zła, aby porównywać ją z rokiem 2009.

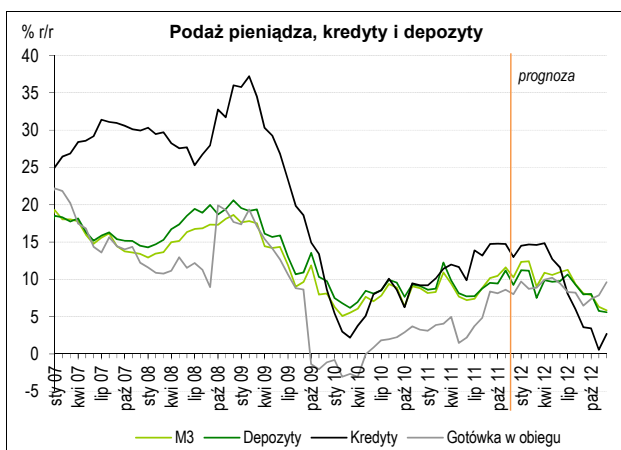
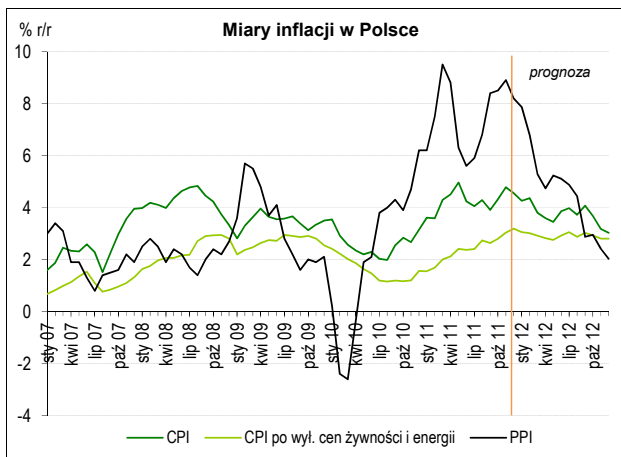
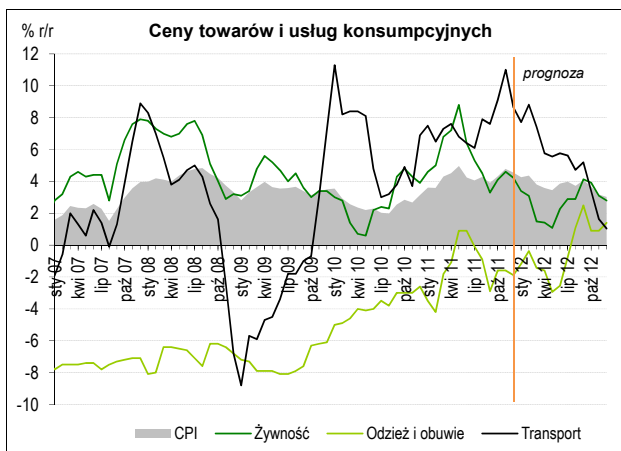
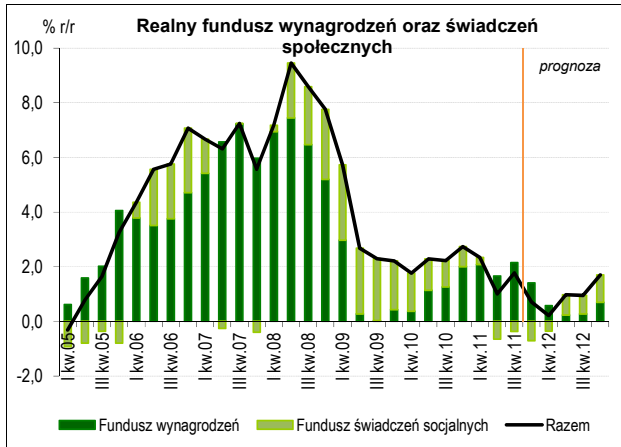
▪ Nie spodziewamy się spadku popytu krajowego ani spadku inwestycji. W roku 2009 spowolnienie gospodarcze wyniosło prawie 6 pkt proc. w ciągu czterech kwartałów (PKB bliski zera w I kw. 2009). Teraz oczekujemy obniżenia dynamiki PKB o ok. 2 pkt proc., przy założeniu pewnego odbicia koniunktury w strefie euro w drugiej połowie roku. Niemniej, w pierwszej połowie roku słabe dane oraz utrzymywanie się niepewności odnośnie przyszłości strefy euro będą powodować dalsze zamieszanie na rynkach finansowych - więcej szczegółów na temat prognoz rynkowych w dalszych rozdziałach.

Budowlanka lepiej niż przemysł

▪ Po stronie podażowej gospodarki spodziewaliśmy się, że sektor budowlany przejmie pałeczkę od przemysłu jako główny motor wzrostu w 2011 roku. Tak też się stało, choć przyznać musimy, że wzrost w budowlance o prawie 15% mocno przekroczył nawet nasze optymistyczne prognozy (ponad 8%). Naszym zdaniem, trudno będzie tak dobry wynik utrzymać w roku bieżącym, w szczególności ze względu na wolniejsze tempo wzrostu publicznych inwestycji infrastrukturalnych.

▪ Jeśli chodzi o sytuację w przemyśle, wszystko wskazuje na to, że spowolnienie rozpoczęte w 2011 będzie kontynuowane. Sektor zorientowany na eksport nie będzie się już cieszył takim wzrostem zamówień, na co wskazuje chociażby wskaźnik PMI. Niemniej, nie prognozujemy spadku produkcji przemysłowej, jak to miało miejsce w 2009.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

Dalszy ciąg pogorszenia sytuacji na rynku pracy

▪ Pogorszenie sytuacji na rynku pracy, które rozpoczęło się w 2011 roku stało to w sprzeczności z naszymi prognozami dalszego wzrostu zatrudnienia i spadku stopy bezrobocia. Kiepskie informacje z sektora przedsiębiorstw zaczęły napływać już w połowie 2011 i nie napawa to za bardzo optymizmem, jeśli chodzi o dalszy rozwój sytuacji w roku bieżącym.

▪ Spodziewamy się dalszego wzrostu stopy bezrobocia (choć nie w takim tempie jak w 2009). Jeśli w ogóle nastąpi wzrost zatrudnienia w całej gospodarce, to będzie on niewielki. Przy jednoczesnym niewielkim tempie wzrostu płac, niewiele przekraczającym stopę inflacji, będzie to oznaczało dość niski wzrost realnych dochodów do dyspozycji oraz słaby wzrost konsumpcji (ok. 2%). Nie zakładamy też, aby zwiększyć się miała wyraźnie skłonność do konsumpcji kosztem oszczędności.

Jak duży spadek inflacji w 2012?

▪ Według naszych prognoz sprzed 12 miesięcy, rok 2011 miał stać pod znakiem wyraźnego wzrostu inflacji, również inflacji bazowej. Miało być to efektem zarówno podwyżki VAT, wysokich cen surowców, wzrostu cen żywności, jak i presji popytowej. Nasze prognozy okazały się nawet zbyt optymistyczne, a wzrost inflacji był kontynuowany w drugiej połowie roku, co w znacznej mierze wynikało ze słabszego złotego w porównaniu z naszymi założeniami.

▪ Rok 2012 rozpoczyna się z inflacją znacznie powyżej nie tylko celu inflacyjnego, ale również górnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu. Naszym zdaniem, cel 2,5% nie zostanie w tym roku osiągnięty, ale jest szansa, że niektóre miesiące pokażą inflację poniżej 3,5%. Pierwszy kwartał może przynieść spadek inflacji poniżej 4% ze względu na tzw. efekt bazy statystycznej (brak podwyżki VAT). W pierwszej połowie roku słabszy złoty będzie wciąż negatywnie wpływał na inflację (nasze prognozy walutowe szerzej przedstawiamy na dalszych stronach raportu). Jednakże, w drugiej połowie roku, efekt słabego popytu (wraz z pewnym umocnieniem złotego) przełoży się powinny na wyraźniejszy spadek inflacji.

▪ Zakładamy, że mniejsza presja na ceny konsumpcyjne będzie również wywierana ze strony surowców. Prognozujemy mniejszą skalę wzrostu cen żywności oraz tylko niewielki wzrost cen paliw przy utrzymaniu średniej ceny baryłki ropy na podobnym poziomie jak w 2011 (choć należy pamiętać o ryzyku geopolitycznym dla cen ropy). Inflacja bazowa (CPI bez cen żywności i energii) powinna utrzymać się średnio w roku nieco poniżej poziomu 3%.

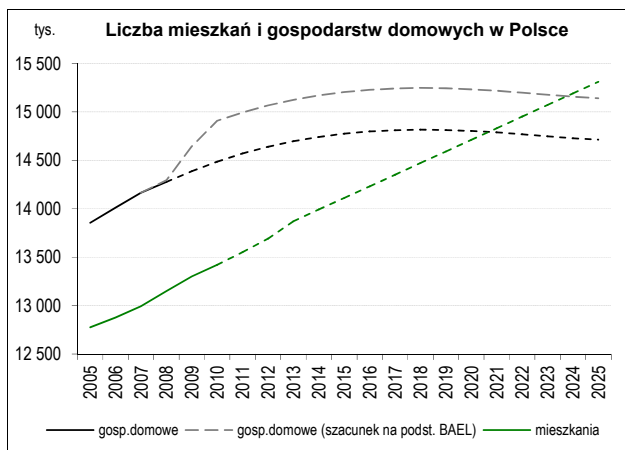
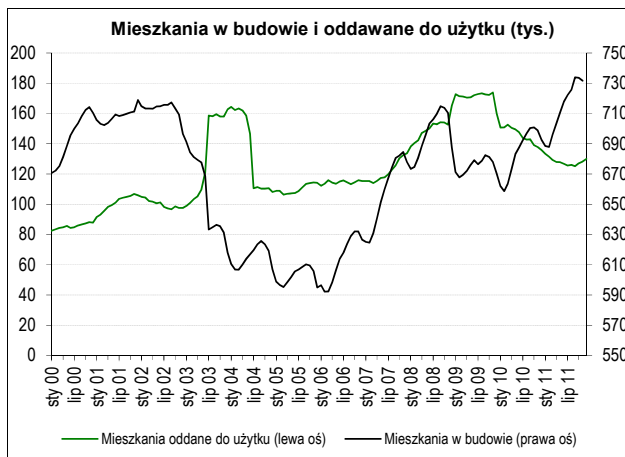
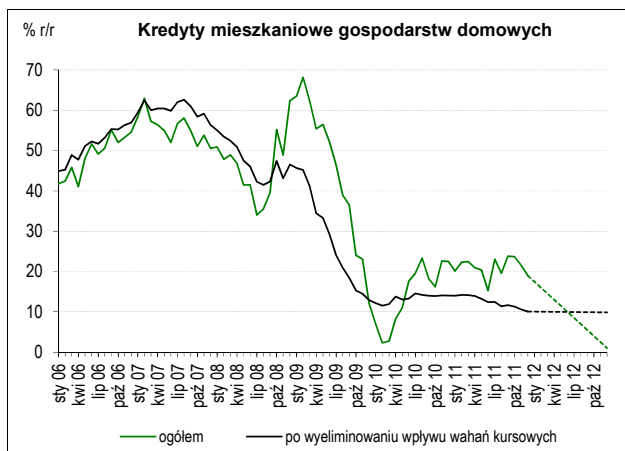
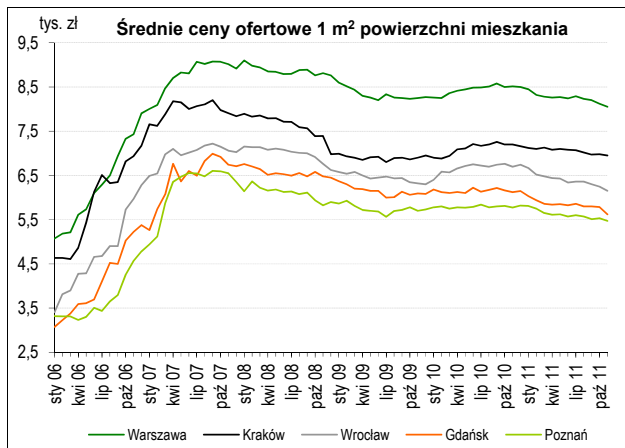
▪ Jeśli chodzi o ceny producenta, po wyraźnym wzroście w 2011 roku (przekraczającym nasze prognozy), spodziewamy się spadku inflacji PPI, głównie w drugiej połowie 2012 roku, przy założeniu umocnienia polskiej waluty.

Spowolnienie gospodarki = spowolnienie kredytów

▪ Sprawdziły się nasze prognozy na 2011 odnośnie podaży pieniądza i wzrostu kredytów. Przede wszystkim, zakładaliśmy wyraźne ożywienie w kredytach dla firm (wzrost dwucyfrowy wobec spadku w 2010). Prognozowaliśmy też stosunkowo szybki (szybszy niż nastąpił) wzrost kredytów mieszkaniowych (po eliminacji efektu kursowego) i stagnację w konsumpcyjnych.

▪ W roku 2012 wraz ze spowalniającą gospodarką, tempo wzrostu kredytów również spowolni, prawdopodobnie dość wyraźnie. Jeśli chodzi o segment gospodarstw domowych, nie spodziewamy się zmiany sytuacji na rynku kredytów konsumpcyjnych oraz prognozujemy wzrost kredytów mieszkaniowych o niecałe 10% (bez efektu kursowego). Po stronie przedsiębiorstw, nie zakładamy aż tak kiepskiej sytuacji jak w latach 2009-10 (spadki), ale kredyty mogą rosnąć w niskim jednocyfrowym tempie.

Rynek nieruchomości



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

Ograniczony popyt, spadające ceny

Rok 2011 minął na rynku mieszkaniowym pod znakiem ograniczonego popytu i stopniowego spadku cen. Skala spadków była mocno zróżnicowana geograficznie; największa przecena wg danych szybko.pl dotknęła Łódź (-14%), Wrocław (-11%) i Gdańsk (-9%). Znacznie mniejsze obniżki cen zanotowano w mniejszych miastach. W mniejszym stopniu niż ceny ofertowe obniżyły się ceny transakcyjne. Popyt gospodarstw domowych na nieruchomości wzrósł, choć nie nastąpiło przyspieszenie w zakładanej przez nas skali, mimo wzrostu dochodów i większej dostępności mieszkań. Wolniej niż zakładaliśmy zwiększał się portfel kredytów hipotecznych w sektorze bankowym, skorygowany o wahania kursowe (choć liczbą aktywnych umów kredytowych po raz pierwszy w historii przekroczyła 1,6 mln). Zapewne nie bez znaczenia było ograniczenie przez banki oferty kredytów walutowych, przy jednoczesnym wzroście oprocentowania kredytów złotych i spadku przeciętnej zdolności kredytowej.

Kolejny rok na rynku nieruchomości niestety nie zapowiada się bardziej optymistycznie z punktu widzenia popytu. Oczekiwane spowolnienie gospodarcze przełoży się negatywnie na dochody gospodarstw domowych i ich skłonność do podejmowania śmiałych decyzji inwestycyjnych. Polityka kredytowa banków pozostanie ostrożna w obliczu wymagających uwarunkowań makroekonomicznych, a dodatkowo od stycznia obowiązują nowe, zaostrzone kryteria szacowania zdolności kredytowej. Kolejnym czynnikiem ograniczającym wzrost popytu gospodarstw domowych będzie zaostrzenie kryteriów programu Rodzina Na Swoim (choć perspektywa wygaszenia programu po 2012 r. może spowodować przejściowe ożywienie zainteresowania klientów przed końcem roku).

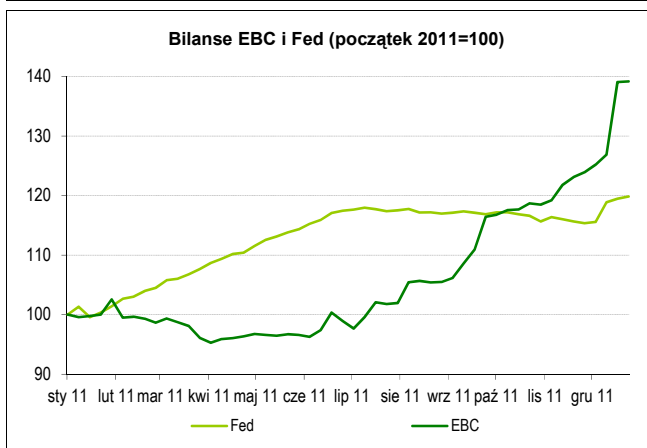
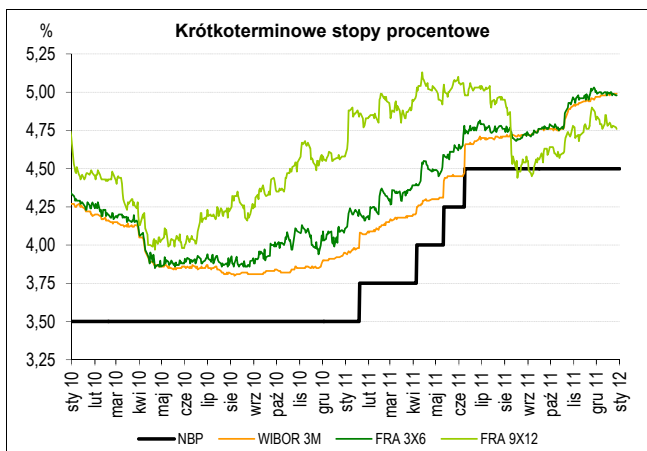
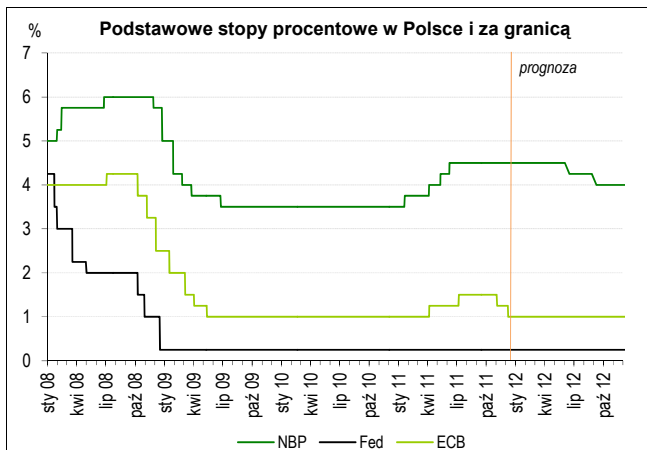
Rośnie podaż mieszkań, ale również liczba gospodarstw

Podaż mieszkań na rynku pierwotnym rosła w 2011 r., chociaż wolniej niż się spodziewaliśmy na początku roku. Na podstawie dostępnych danych z pierwszych jedenastu miesięcy można szacować, że w całym roku oddano do użytku ok. 130 tys. mieszkań, o niemal 6 tys. mniej niż w 2010 i o 30 tys. mniej niż w 2009. Jednocześnie jednak, wyraźnie wzrosła liczba nowych pozwoleń na budowę i liczba rozpoczętych inwestycji, zapowiadając znaczne ożywienie podaży na rynku pierwotnym w horyzoncie kilku kwartałów. Liczba mieszkań w budowie osiągnęła w ostatnim kwartale 2011 r. najwyższy poziom od początku transformacji gospodarczej, przekraczając 730 tys. Dalszemu wzrostowi podaży mieszkań sprzyja utrzymująca się na wysokim poziomie rentowność działalności deweloperskiej.

Kontynuacja wzrostu podaży mieszkań przy niewielkich szansach na ożywienie popytu gospodarstw domowych w okresie spowolnienia gospodarczego sugeruje, że przed nami dalszy spadek przeciętnych cen nieruchomości mieszkaniowych.

Czynnikami, który naszym zdaniem pozwala z nieco większym optymizmem patrzeć na perspektywy rynku mieszkaniowego w dłuższej perspektywie, jest nadal utrzymująca się strukturalna nierównowaga pomiędzy liczbą dostępnych mieszkań a liczbą gospodarstw domowych. Bazując na założeniach prognozy gospodarstw domowych GUS opublikowanej w 2010 r. można szacować, że niedobór liczby dostępnych mieszkań w Polsce zmniejszył się z rekordowego poziomu 1,2 mln w 2007 r. do ok. 1 mln w 2011 r. Niemniej, dane z badań BAEL sugerują, że liczba gospodarstw domowych w ostatnich dwóch latach rosła znacznie szybciej niż zakładała prognoza GUS, co oznaczałoby, że niedobór mógł się de facto powiększyć do ok. 1,4 mln. Domknięcie nierównowagi na polskim rynku mieszkaniowym, nawet przy optymistycznych założeniach nt. podaży, zajmie naszym zdaniem przynajmniej kolejną dekadę.

Pod lupą: polityka pieniężna



W 2011 podwyżki, w 2012 obniżki

▪ Rok temu pisaliśmy, że spóźniona nieco w swych decyzjach Rada Polityki Pieniężnej dokona czterech podwyżek po 25 pkt bazowych w roku 2011. Nasza prognoza zmaterializowała się już w pierwszej połowie roku, po tym jak RPP zaczęła zacieśniać politykę pieniężną w styczniu. W drugiej połowie roku, przy inflacji utrzymującej się wyraźnie powyżej celu i przy presji na osłabienie złotego, Rada nie zmieniła nieformalnego restrykcyjnego nastawienia.

▪ Teoretycznie RPP mówi więc dziś, że wciąż bardziej prawdopodobne są podwyżki niż obniżki stóp procentowych. Wydaje nam się jednak, że rok 2012 w praktyce będzie wyglądał inaczej i po zmianie nastawienia w najbliższych miesiącach na neutralne, dojdzie następnie do obniżek stóp. Niemniej, zdajemy sobie sprawę, że otoczenie inflacyjne będzie wciąż stawiało RPP przed dylematem: czy prowadzić bardziej ekspansywną politykę pieniężną w sytuacji gdy inflacja jest (wyraźnie) powyżej celu, przy jednoczesnym (wyraźnym) spowolnieniu gospodarczym? Może okazać się, że ponownie (podobnie jak to miało miejsce w końcu 2010 r.) kilku członków RPP będzie miało trudność z podjęciem wyprzedzającej decyzji, bo będą skupieni głównie na bieżącym wskaźniku inflacji. Zakładamy jednak, że w Radzie znajdzie się większość, aby odpowiedzieć na oznaki pogorszenia sytuacji gospodarczej (zapowiadające spadek inflacji w kolejnych kwartałach).

▪ Dodatkowym elementem, który z pewnością będzie wpływał na decyzje o stopach procentowych, będzie sytuacja na rynku walutowym. Obniżki będą zapewne możliwe przy pewnej stabilizacji na rynkach. Stąd zakładamy, że do pierwszej (z dwóch prognozowanych) obniżek o 25 pkt bazowych może dojść najwcześniej w połowie roku.

Polityka interwencji będzie kontynuowana

▪ Jeszcze w kwietniu 2010 roku NBP interweniował na rynku walutowym, aby osłabić złotego, a zaledwie kilka kwartałów później był aktywny na rynku (wraz z BGK), ale starając się nie dopuścić do nadmiernej deprecjacji. Według naszych szacunków, NBP przeznaczył na to w 2011 ok. 1-2 mld €.

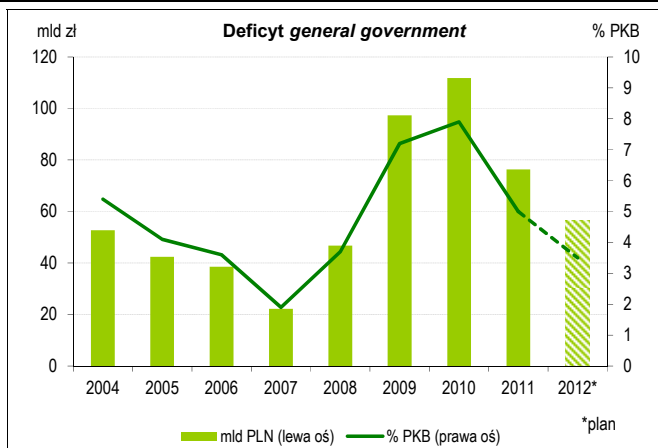
▪ Ponieważ zakładamy, że w pierwszej połowie roku globalnie może dominować awersja do ryzyka i złoty może wciąż pozostawać pod presją, NBP pozostanie prawdopodobnie aktywny na rynku. Będzie to na takich samych zasadach jak w 2011 - brak obrony określonego poziomu kursu, ale uczestnictwo na rynku w sytuacji nadmiernych wahań. Podobnie jak w 2011, na rynku obecny będzie również BGK, co może zmniejszać potencjał do osłabienia złotego w warunkach pogorszenia nastrojów.

Za granicą stopy bez zmian, uwaga na QE

▪ Na rok 2011 zakładaliśmy niewielkie podwyżki przez EBC i choć rzeczywiście one nastąpiły, to szybko okazało się, że były błędem i zostały zniwelowane dwoma obniżkami. Jeśli chodzi o Fed, nie tylko stopy pozostały bez zmian, ale podtrzymanie tej sytuacji zostało zapowiedziane na kolejne dwa lata. W 2012 możliwe są co prawda kolejne obniżki stóp EBC, ale mogłoby to raczej nastąpić w scenariuszu głębokiej recesji.

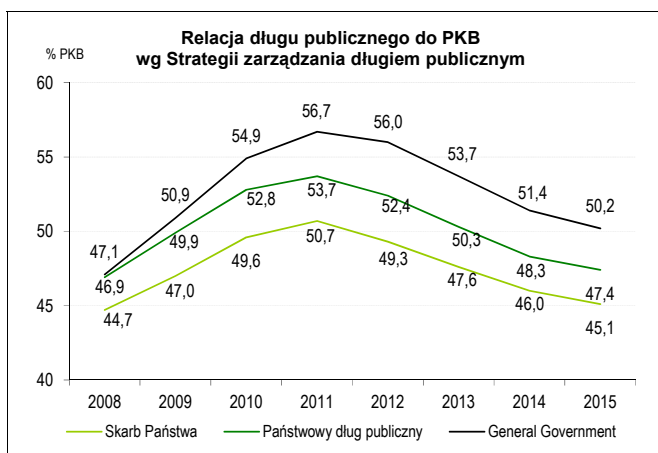
▪ W sumie, w dyskusji o polityce banków centralnych w 2012 więcej miejsca poświęca się skali ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (QE) niż stopom oficjalnym. Oczywiście EBC nie ogłosił formalnie polityki QE, jednak zakup obligacji krajów strefy euro na rynku wtórnym oraz zasilenie sektora bankowego w płynność na ogromną skalę sprawiły, że bilans EBC rósł w 2011 roku szybciej niż bilans Fedu (wykres obok).

Pod lupą: polityka fiskalna



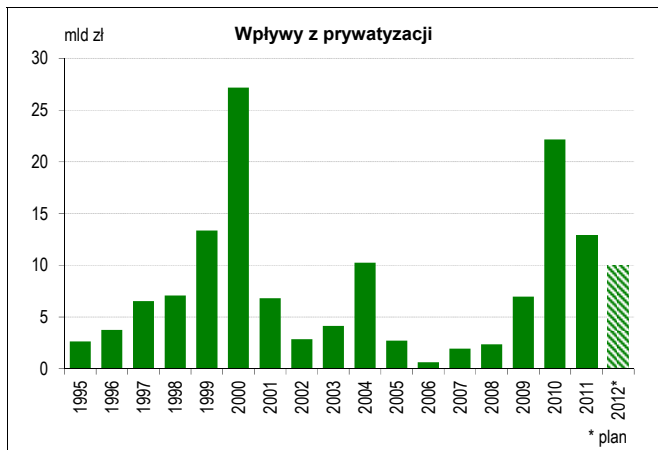
Dalsze obniżenie deficytu fiskalnego

- Realizacja deficytu budżetowego w 2011 była niższa od planu i na szczęście w przeciwieństwie do 2010 roku, przełożyło się to również na spadek deficytu całego sektora finansów publicznych. Zakładaliśmy, że jeśli wejdą w życie zmiany w OFE, to deficyt sektora finansów publicznych spadnie poniżej 6% PKB. Choć trudno na razie powiedzieć, jaka dokładnie była poprawa wyniku sektora (z 7,9% w 2010), to nawet bez „efektu OFE” powinien nastąpić spadek.
- Być może deficyt będzie nawet poniżej założeń rządowych z programu konwergencji (5,6% PKB). Wszystko wskazuje też na kontynuację tego trendu w 2012. Co prawda, trudno jest podzielać optymizm rządowy, że już w tym roku deficyt sektora spadnie poniżej 3% PKB, ale nawet wynik pomiędzy 3-4% nie powinien powodować niepokoju inwestorów.



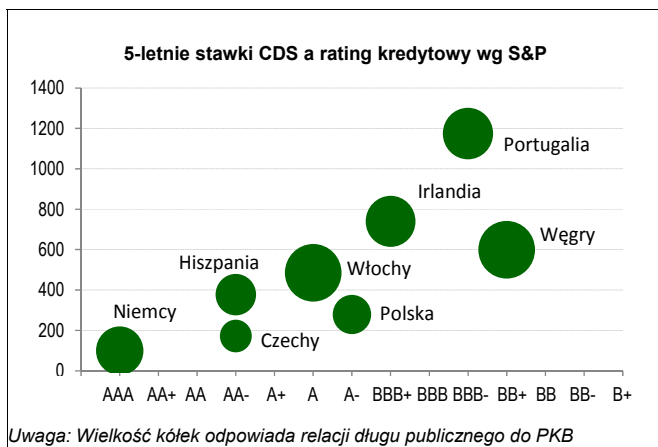
Próg długu 55% PKB wciąż raczej bezpieczny

- Nawet obniżony deficyt sektora finansów publicznych będzie wciąż powodował narastanie długu publicznego w 2012. Jednak ten wzrost w ujęciu nominalnym nie powinien być znacząco szybszy niż nominalny wzrost PKB (nawet przy niskim realnym wzroście PKB, pomoże wyższy poziom inflacji). Zakładamy przy tym, że finansowanie netto na rynku krajowym wyniesie około 30 mld złotych a emisja netto na rynkach zagranicznych to równowartość ok. 14 mld złotych. Dodatkowo przyjmujemy przyrost długu sektora samorządowego i ubezpieczeń społecznych o ok. 10 mld zł.
- Jak zwykle, istotny będzie poziom kursu złotego na koniec roku, choć wciąż nie wiemy czy wejdzie w życie planowana zmiana, aby do wyliczenia długu do PKB brać kurs średni, a nie na koniec roku. Według naszych szacunków, nawet bez korzystnego efektu kursowego na koniec 2012 (my zakładamy EURPLN na poziomie 4,20), nastąpiłby tylko niewielki wzrost długu do PKB. Aby więc ponownie zaistniało ryzyko przekroczenia poziomu bezpieczeństwa 55% PKB, kurs musiałby osłabić się wyraźnie, o niemalże 10% w porównaniu do obecnych poziomów. Rzecz jasna, przy obecnych uwarunkowaniach globalnych nie można takiej sytuacji wykluczyć, jednak wówczas Ministerstwo Finansów zdecydowałoby się prawdopodobnie na mniejsze emisje i zmniejszenie swojej „nadwyżki płynnościowej”.



Dalszy ciąg procesu prywatyzacji

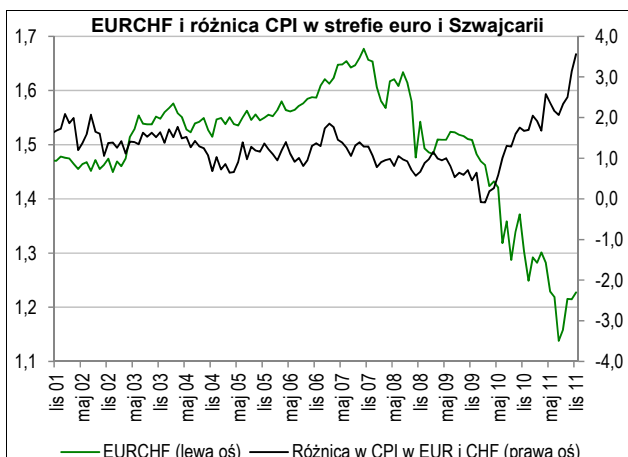
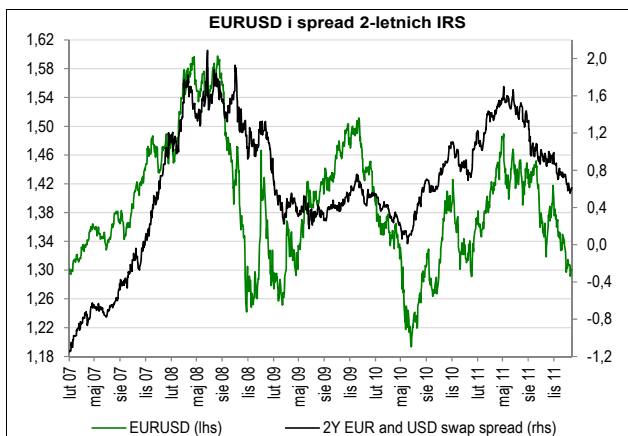
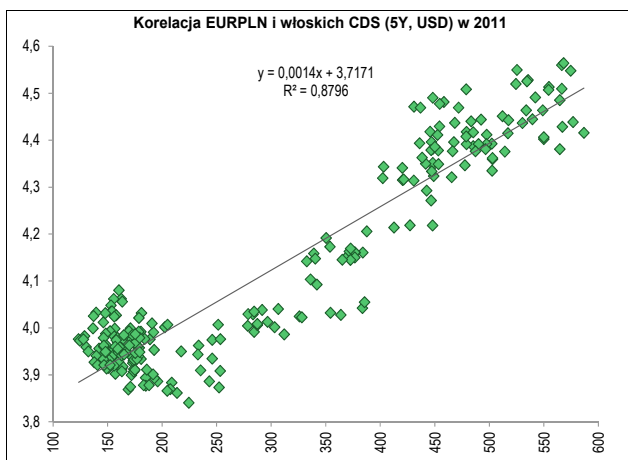
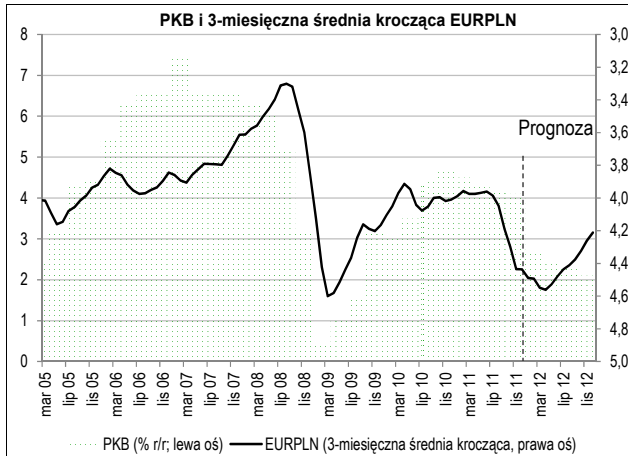
- 2011 był drugim z kolei rokiem wysokich wpływów z prywatyzacji (12,9 mld zł wobec 15 mld zł planu). Jak pisaliśmy w ubiegłym miesiącu, wydaje nam się, że również plan na 2012 (10 mld zł) jest realny do osiągnięcia, tym bardziej, że w ofercie znajdują się kolejne mniejszościowe pakiety akcji PKO BP i PZU, ale również spółki z sektora energetycznego.



Czy Polska będzie się pozytywnie odróżniać?

- Jak pokazaliśmy w *Temacie miesiąca* w grudniowym MAKROskopie, wartość obligacji na rynku krajowym zapadających w 2012, a będących w rękach inwestorów zagranicznych wynosi prawie 40 mld złotych. Dlatego też, kluczowa będzie realizacja planu redukcji deficytu fiskalnego oraz stabilizacji wskaźnika długu do PKB, przy jednoczesnym wprowadzaniu zmian zapowiedzianych w exposé, a mających na celu zmniejszenie deficytu strukturalnego w długim okresie.
- Relatywnie pozytywne postrzeganie Polski na arenie międzynarodowej może również zależeć od decyzji agencji ratingowych. Nie można wykluczyć, że zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami dojdzie do zmiany perspektywy oceny polskiej wiarygodności kredytowej (a być może jednocześnie do pogorszenia w ratingach innych krajów).

Rynek walutowy



Złoty słabszy w I poł. 2012, później szansa na umocnienie

▪ Rok temu nasze prognozy zakładały, że nastąpi umocnienie złotego z korektami związanymi m.in. z problemami fiskalnymi strefy euro. O ile można uznać, że pierwsza połowa roku dawała szansę na realizację takiego scenariusza, to obawy o kryzys zadłużeniowy w pozostałych krajach strefy euro (Włochy) doprowadziły do zmiany trendu i znacznej deprecjacji złotego w drugiej połowie 2011. W połowie grudnia EURPLN wzrósł do najwyższego poziomu od czerwca 2009. Choć interwencje NBP i aktywność BGK sprawiły, że pod koniec roku złoty odrobił część strat, to w sumie, miniony rok nie był udany dla krajowej waluty. W ciągu całego roku złoty osłabił się do euro o 11,5%.

▪ Wykres obok pokazuje cykliczność wahań polskiej waluty – spowolnieniu gospodarczemu w 2009 roku towarzyszyło wyraźne osłabienie złotego. Oczekujemy znacznie mniejszego spadku dynamiki PKB w 2012, a jednocześnie tym razem nie wystąpią niektóre czynniki obecne na przełomie 2008/2009 (np. problem opcji). W sumie, spodziewamy się, że przynajmniej w pierwszej połowie roku złoty pozostanie pod presją.

▪ Będzie to również związane z kontynuacją problemów w strefie euro. O tym jak duży wpływ na krajowy rynek ma rozwój sytuacji na europejskim rynku długu dobrze świadczy analiza korelacji kursu EURPLN ze zmiennymi z globalnego rynku finansowego. Jak pokazuje wykres obok, notowania złotego do euro skorelowane były w 2011 roku w znacznym stopniu np. z włoskim CDS-em. Sytuacja ta utrzyma się prawdopodobnie również na początku tego roku, co przy nierozwiązanych problemach strefy euro oznacza negatywny wpływ na złotego (dalsze osłabienie).

▪ Umocnienie złotego prognozujemy w drugiej połowie roku, przy założeniu zażegnania podstawowych czynników ryzyka w strefie euro oraz poprawy sytuacji gospodarczej (wyjście strefy euro z recesji), co będzie również dawało szansę na pewne ożywienie w Polsce.

Mocniejszy dolar w 2012

▪ W pierwszych miesiącach 2011 dynamiczne osłabienie dolara wobec euro (dzięki jastrzębiemu nastawieniu EBC i pewnym nadziejom na rozwiązanie kryzysu) przełożyło się na wyraźne umocnienie złotego do dolara. Jednak, kryzys w strefie euro spowodował odwrócenie trendu na EURUSD, co przy osłabieniu złotego do euro spowodowało gwałtowny wzrost kursu USDPLN, do najwyższego poziomu od kwietnia 2009.

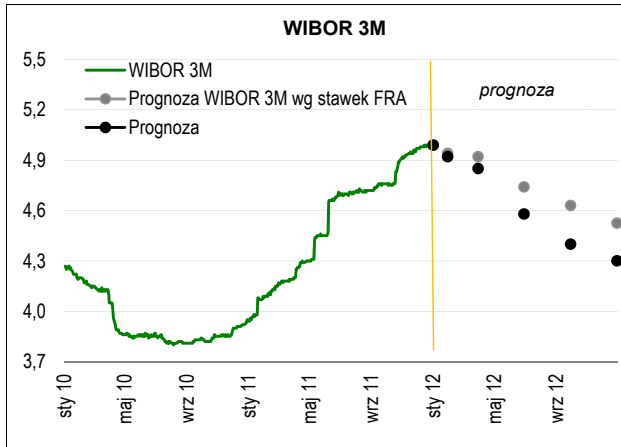
▪ W 2012 spodziewamy się kontynuacji trendu spadkowego EURUSD, ale powinien on być raczej stopniowy, gdyż sporo negatywnych informacji zostało już wycenionych przez rynek. Za mocniejszym dolarem przemawia również szybszy wzrost PKB w USA niż w strefie euro oraz różnica w oczekiwanych stopach procentowych (możliwość obniżki przez EBC). W sumie, prognozujemy spadek EURUSD do 1,26 na koniec 2012.

Czy SNB podniesie limit EURCHF?

▪ Nasilenie się obaw o sytuację w strefie euro wzmocniło popyt na bezpieczne aktywa, co spowodowało spadek kursu EURCHF do 1,01 (najniższego poziomu w historii). Wraz ze wzrostem EURPLN, przyczyniło się to do wzrostu CHFPLN do rekordowego poziomu (4,10). Dopiero ustalenie przez SNB minimalnego kursu 1,20 dla EURCHF spowodowało odrobienie części strat. Na przestrzeni roku złoty stracił do franka 14,3%.

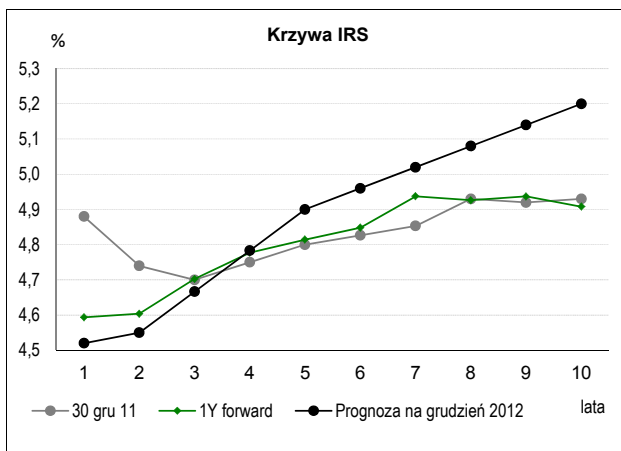
▪ Spodziewamy się, że w 2012 kurs CHFPLN będzie stopniowo spadał (do nieco powyżej 3,0 na koniec roku), ale głównie dzięki działaniom SNB. W sytuacji spowolnienia gospodarczego i sytuacji deflacyjnej w Szwajcarii, frank może być wciąż uznawany za przewartościowany. Jeśli ujemny roczny wskaźnik CPI utrzyma się w I kwartale, to bardzo możliwe jest podniesienie minimalnego progu dla EURCHF do co najmniej 1,30. Oznaczałoby to wyraźniejsze umocnienie złotego do CHF niż do euro w 2012 r.

Rynek stopy procentowej



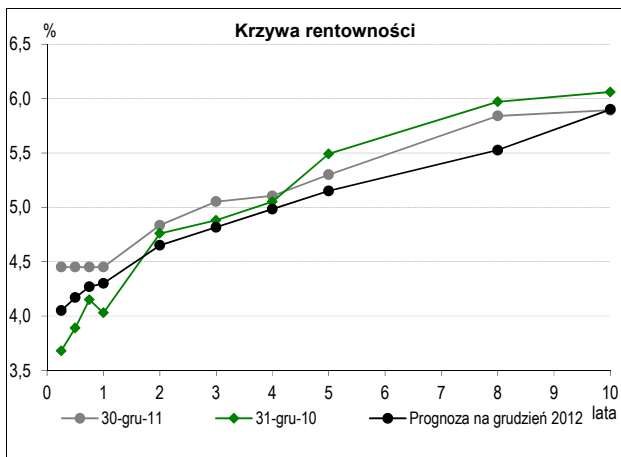
Redukcje stóp wsparciem dla spadku stawek WIBOR

- Rok 2011, zgodnie z oczekiwaniami, przyniósł wzrost stawek do 1 roku, choć w większym stopniu niż przewidywaliśmy. O ile na początku 2012 r. stawki WIBOR będą utrzymywały się na podwyższonym poziomie (z lekką tendencją spadkową), to w połowie roku, w związku z oczekiwaniami na redukcję stóp NBP, oczekujemy bardziej dynamicznego spadku stawek WIBOR.
- Przyspieszenie inflacji oraz komunikaty RPP znacząco schłodziły oczekiwania na obniżki stóp w tym roku, co spowodowało wzrost stawek FRA. Bieżące ich poziomy wskazują, że rynek oczekuje normalizacji sytuacji na rynku pieniężnym w pierwszej połowie roku, a w trzecim kwartale spodziewa się pierwszej redukcji stóp. Jesteśmy nieco bardziej optymistyczni niż rynek oczekując, że pierwsza obniżka może mieć miejsce w czerwcu. Sądymy, że zmiana nastawienia przez RPP da impuls do spadku stawek FRA.



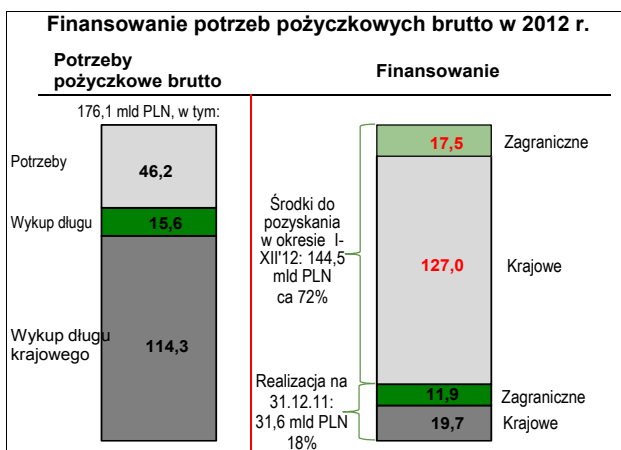
Krzywa IRS ponownie stromiej w 2012

- Rok 2011 był bardzo ciekawy na rynku stopy procentowej i przyniósł wyraźny spadek stawek i spłaszczenie krzywej. Jeszcze na początku ub.r. resort finansów nie wykluczał możliwości wejścia na rynek IRS w celu ustabilizowania krajowego rynku długu. W drugiej poł. 2011 schłodzenie oczekiwań na redukcje stóp NBP oraz wzrost obaw o sytuację w strefie euro, a w konsekwencji i w Polsce, spowodowały wzrost aktywności zagranicznych inwestorów na rynku IRS.
- 2012 może również charakteryzować się dużą zmiennością i przynieść ponowne wystromienie krzywej IRS. Różnica pomiędzy stawkami IRS a rentownościami obligacji może się zwiększyć w pierwszych miesiącach roku (przed wszystkim w sektorach 5Y i 10Y) w związku z awersją do ryzyka. Stawki dla 1-2 lat powinny spaść, głównie w drugiej połowie roku.



... podobnie jak krzywa obligacji

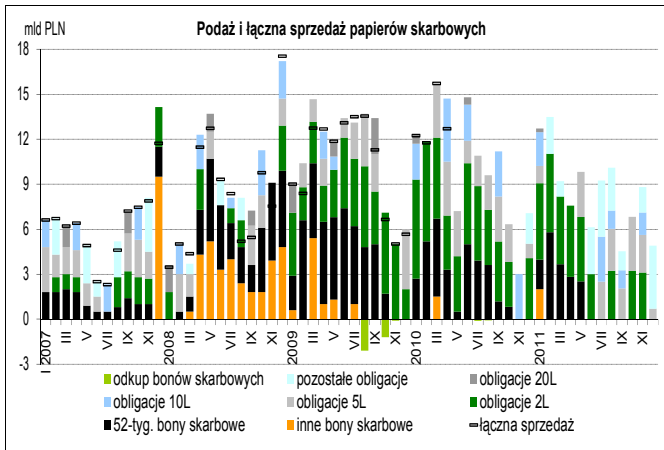
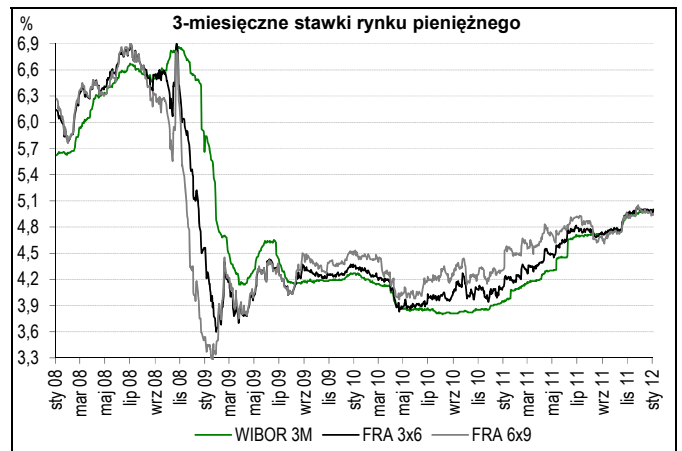
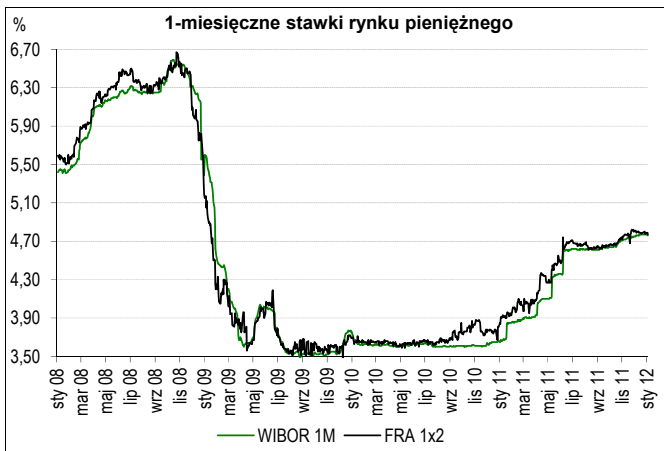
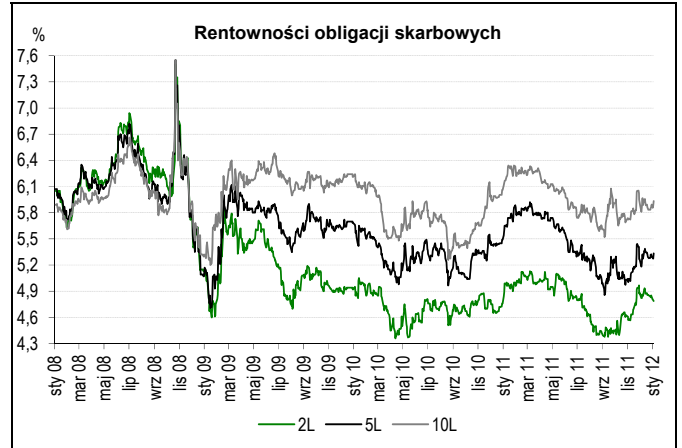
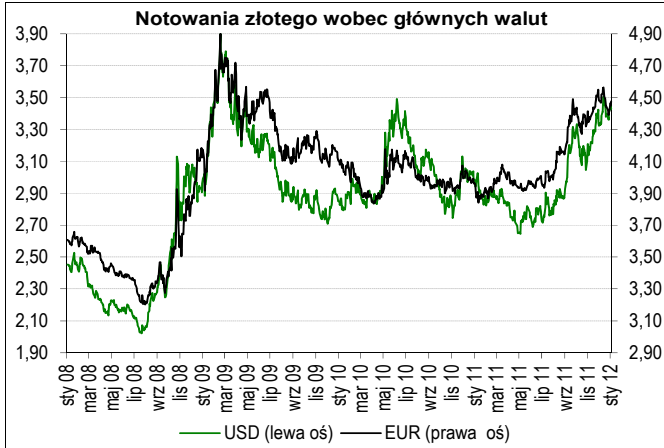
- Początek 2011 przebiegał zgodnie z prognozami. O ile na koniec marca rentowności przewyższyły nasze prognozy, to w kolejnych miesiącach nastąpił ich spadek. W rezultacie 2011 przyniósł nieznaczne tylko wypłaszczenie krzywej, przy różnicy pomiędzy rentownościami 2Y i 10Y powyżej 100pb (na koniec roku). Ograniczona podaż SPW tylko po części neutralizowała negatywny wpływ pogorszenia globalnych nastrojów w związku z „rozłaniem się” kryzysu zadłużeniowego w strefie euro.
- W 2012 spodziewamy się dalszego wystromienia krzywej (10 lat - 2 lata) do około 120pb na koniec roku (wobec 105 pb na koniec 2011). W I kw. różnica ta może być jeszcze wyższa wobec wzrostu awersji do ryzyka. Wsparciem dla krótkiego końca krzywej rentowności będą oczekiwania na redukcję stóp NBP, a przy wzroście awersji do ryzyka papiery te będą traciły mniej niż środek i długi koniec krzywej rentowności.



Finansowanie potrzeb pożyczkowych niższe niż założono

- Dzięki rozpoczęciu procesu prefinansowania już we wrześniu 2011 r. w formie aukcji zamiany/odkupu, tegoroczne wykupy krajowe zostały łącznie ograniczone o 21,6 mld zł (obligacje i bony). To w połączeniu z wyższą od wcześniejszych założen wartością środków przechodzących z 2011 r. daje duży komfort przy ustalaniu podaży SPW w tym roku. Sytuacja płynnościowa (wykupy + płatności odsetkowe) powoduje również, że resort finansów nie powinien mieć większych problemów z uplasowaniem ofert, tym bardziej, że rok 2012 rozpoczyna z realizacją potrzeb całorocznych pożyczkowych na poziomie 18%.
- Od strony popytowej spodziewamy się, że podobnie jak i w 2011 r. potrzeby pożyczkowe zostaną sfinansowane przez zagraniczny (głównie) i krajowy pozabankowy sektor finansowy. Niemniej uwagę zwraca fakt, że krajowe banki aktywne były na aukcjach zamianv prefinansuicvch potrzeb pożyczkowe w 2012 r.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
11.07.2011	Przetarg odkupu	2498/724
19.12.2011	Przetarg odkupu	4331/2247
27.12.2011	Przetarg odkupu	2939/2486
09.01.2012	49-tyg.: 1000-2000	
30.01.2012	52-tyg.: 1000-3000	
06.02.2012	51-tyg.	
13.02.2012	50-tyg.	
20.02.2012	49-tyg.	
27.02.2012	52-tyg.	
05.03.2012	51-tyg.	
12.03.2012	50-tyg.	
19.03.2012	49-tyg.	
26.03.2012	52-tyg.	

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
marzec'11	9.03	OK0113	3000-4500	4500	16.03	WZ/IZ	1000-2500	1030	3.03	OK0711/PS0511	PS0416/WZ0115
	13.04	OK0713	3000-5500	4759	-	-	-	-	20.04	OK0111/PS0511/IZ0111	PS0416/WZ0115
kwiecień											
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	OK/PS/OK	2000-3000	6008,7	-	-	-	-	3.08	WZ/DZ	WZ/DS
wrzesień	22.09	WZ0115/WZ0121	1000-3000	1273,5	-	-	-	-	8.09	WZ/DZ/OK	PS0416/DS1021
październik	19.10	PS1016	1000-3500	3638	-	-	-	-	2.10	OK/PS/DZ	OK0114
listopad	16.11	PS1016	1000-2500	2500	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK/WZ/DS/WS
grudzień	-	-	-	-	-	-	-	-	14.12	OK/PS	WZ/IZ/PS
styczeń'12	12.01	IZ/PS/WS	1000-4000	-	19.01	OK0114	3000-6000	-	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
luty	09.02	OK/PS	-	-	16.02	DS/WS/WZ/IZ	-	-	1.02	PS0412/OK0712	-
marzec	14.03	OK/PS	-	-	21.03	DS/WS/WZ/IZ	-	-	08.03	PS0412/OK0712	-

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
9 stycznia DE: Eksport (XI) DE: Produkcja przemysłowa (XI) EZ: Indeks Sentix (I)	10 US: Zapasy hurtowników (XI)	11 PL: Decyzja RPP US: Beżowa księga Fed	12 EZ: Produkcja przemysłowa (XI) GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC US: Sprzedaż detaliczna (XII)	13 PL: CPI (XII) PL: Bilans płatniczy (XI) PL: Podaż pieniądza (XII) US: Bilans handlowy (XI) US: Wstępny indeks Michigan (I)
16 US: Dzień wolny	17 DE: Indeks ZEW (I) EZ: HICP (XII) US: Indeks NY Fed (I) CN: PKB (IV kw.)	18 PL: Place i zatrudnienie (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (XII)	19 PL: Produkcja przemysłowa (XII) PL: PPI (XII) US: Bazowy CPI (XII) US: Rozpoczęcie budowy domów (XII) US: Pozwolenia na budowę domów (XII) US: Indeks Philly Fed (I)	20 PL: Inflacja bazowa (XII) US: Sprzedaż domów (XII) CN: Wstępny PMI-przemysł (I)
23	24 DE: Wstępny PMI-przemysł (I) EZ: Wstępny PMI-przemysł (I) EZ: Zamówienia przemysłowe (XI)	25 DE: Indeks Ifo (I) US: Niezakończona sprzedaż domów (XII) US: Decyzja Fed	26 PL: Minutes RPP DE: Indeks GfK (II) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (XII) US: Sprzedaż nowych domów (XII)	27 PL: Sprzedaż detaliczna (XII) PL: Stopa bezrobocia (XII) EZ: Podaż pieniądza (XII) US: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) US: Indeks Michigan (I)
30 US: Wydatki konsumentów (XII) US: Dochody osobiste (XII) US: Bazowy PCE (XII)	31 PL: Oczekiwania inflacyjne US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (XII) US: Indeks Chicago PMI (I)	1 lutego PL: PMI-przemysł (I) DE: PMI-przemysł (I) EZ: PMI-przemysł (I) CN: PMI-przemysł (I) EZ: Wstępny HICP (I) US: ISM-przemysł (I) US: Raport ADP (I)	2 EZ: PPI (XII)	3 DE: PMI – usługi (I) EZ: PMI – usługi (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) US: Stopa bezrobocia (I) US: ISM – usługi (I)
6 EZ: Indeks Sentix (II) DE: Zamówienia przemysłowe (XII)	7 DE: Produkcja przemysłowa (XII)	8 PL: Decyzja RPP DE: Eksport (XII) US: Minutes Fed CN: Bilans handlowy (I)	9 GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC CN: CPI (I)	10 US: Wstępny indeks Michigan (II) US: Bilans handlowy (XII)
13 PL: Bilans płatniczy (XII)	14 PL: Podaż pieniądza (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) DE: Indeks ZEW (II) US: Sprzedaż detaliczna (I)	15 PL: CPI (I) EZ: Wstępny PKB (IV kw.) US: Indeks NY Fed (II) US: Produkcja przemysłowa (I) US: Minutes Fed	16 PL: Place i zatrudnienie (I) US: Indeks Philly Fed (II)	17 PL: Produkcja przemysłowa (I) PL: PPI (I) US: Wskaźniki wyprzedzające (I)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2012 roku

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

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

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	sty 12
PMI	pkt.	56,3	55,6	53,8	54,8	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8	49,4
Produkcja przemysłowa	% r/r	11,4	10,3	10,5	6,8	6,7	7,8	2,0	1,8	7,9	7,4	6,4	8,7	5,5	8,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	11,0	18,7	24,2	15,6	23,9	17,0	16,5	10,8	18,1	8,9	13,0	15,7	24,3
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	12,0	5,8	12,2	9,4	18,6	13,8	10,9	8,2	11,3	11,4	11,2	12,6	6,9	11,0
Stopa bezrobocia	%	12,4	13,1	13,4	13,3	12,8	12,4	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	12,1	12,5	13,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	5,4	5,0	4,1	4,0	5,9	4,1	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	4,4	4,5	4,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,4	3,8	4,1	4,1	3,9	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5	2,4	1,2
Eksport (w euro)	% r/r	23,0	21,0	17,6	12,5	11,2	18,1	7,2	4,8	14,1	4,9	3,7	7,4	6,1	6,4
Import (w euro)	% r/r	29,1	23,9	19,4	10,6	16,1	19,4	12,9	8,9	11,6	3,6	2,7	2,7	5,3	8,5
Bilans handlowy	mld EUR	-1 313	-504	-702	-687	-1 004	-932	-1 203	-1 290	-1 036	-387	-652	-789	-1300	-765
Rachunek bieżący	mld EUR	-1 922	-1 313	-714	-1 107	-1 149	-182	-2 023	-1 962	-1 428	-1 346	-1622	-1310	-1738	-1455
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-4,7	-4,9	-4,8	-4,9	-4,7	-4,9	-4,9	-4,8	-4,7	-4,7	-4,3	-4,3	-4,4
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-44,6	-2,8	-14,4	-17,3	-21,6	-23,7	-20,4	-21,1	-20,7	-21,9	-22,5	-21,6	-28,2	-
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	100,0	6,9	35,9	43,1	53,8	59,0	50,7	52,5	51,6	54,5	56,1	53,6	70,1	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,1	3,6	3,6	4,3	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,8	4,6	4,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	1,6	1,7	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,7	2,6	2,8	3,0	3,2	3,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	6,2	6,2	7,5	9,5	8,8	6,3	5,6	5,9	6,8	8,4	8,5	8,9	8,2	7,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,8	8,2	8,3	10,9	9,4	7,7	7,2	7,4	8,8	10,2	10,5	11,6	10,3	12,3
Zobowiązania	% r/r	9,1	8,6	8,7	12,2	9,9	8,1	7,7	7,7	8,8	9,5	9,4	11,2	9,2	11,2
Należności	% r/r	9,2	9,2	10,1	11,4	12,0	11,7	9,9	13,9	13,2	14,7	14,8	14,7	13,0	14,5
EUR/PLN	PLN	4,00	3,89	3,93	4,01	3,97	3,94	3,97	3,99	4,12	4,33	4,35	4,43	4,48	4,50
USD/PLN	PLN	3,02	2,91	2,88	2,87	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,27	3,40	3,49
CHF/PLN	PLN	3,12	3,05	3,03	3,12	3,06	3,14	3,28	3,39	3,68	3,61	3,54	3,60	3,65	3,68
Stopa referencyjna ^b	%	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	4,50
WIBOR 3M	%	3,92	4,01	4,11	4,18	4,27	4,40	4,61	4,70	4,72	4,75	4,80	4,94	4,98	4,95
Rentowność bonów 52-tyg.	%	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	4,55
Rentowność obligacji 2L	%	4,70	4,96	5,04	5,04	5,01	5,02	4,87	4,72	4,47	4,43	4,54	4,73	4,86	4,88
Rentowność obligacji 5L	%	5,45	5,72	5,82	5,82	5,76	5,64	5,42	5,30	5,14	5,08	5,09	5,19	5,30	5,35
Rentowność obligacji 10L	%	5,99	6,26	6,27	6,28	6,14	6,06	5,90	5,81	5,71	5,80	5,76	5,85	5,88	5,97

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	1 525,1	1 615,9	349,3	369,3	375,1	431,4	373,0	391,3	397,7	453,9
PKB	% r/r	1,6	3,9	4,3	2,3	4,5	4,3	4,2	4,1	2,7	2,4	2,3	2,1
Popyt krajowy	% r/r	-1,1	4,6	3,5	0,2	4,4	4,3	3,2	2,2	0,6	-0,9	0,2	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	6,7	2,1	9,1	5,8	6,1	6,9	2,7	1,5	2,5	1,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	3,8	15,6	5,5	18,7	18,8	15,2	12,8	14,7	3,8	7,2	1,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,5	6,1	11,0	4,6	9,4	14,5	10,3	10,0	6,9	5,1	5,0	1,8
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	3,8	4,1	5,0	6,1	4,6	4,0	3,7	3,7	3,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,2	0,9	3,3	0,5	4,1	3,5	3,2	2,5	0,9	0,4	0,3	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	22,8	10,5	1,9	17,0	12,0	8,1	5,7	2,0	0,5	1,0	4,0
Import (w euro)	% r/r	-24,4	24,9	11,0	-2,0	17,7	16,0	8,1	3,5	-2,0	-6,0	-2,0	2,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 893	-10 452	-4 856	-1894,0	-3141,0	-2676,0	-2 741	-504	-660	-1 590	-2 102
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-16 493	-15 874	-8 738	-3135,0	-3359,0	-4709,0	-4 671	-2 108	-563	-2 967	-3 099
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,7	-4,3	-2,4	-4,8	-4,9	-4,7	-4,3	-4,1	-3,4	-2,9	-2,4
Wynik general government	% PKB	-7,3	-7,9	-5,0	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,6	4,3	3,7	3,8	4,6	4,1	4,6	4,1	3,6	3,9	3,3
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,5	3,1	4,6	3,0	4,3	4,2	3,9	4,6	3,8	3,9	4,1	3,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	1,6	2,4	2,9	1,7	2,3	2,6	3,0	3,0	2,8	3,0	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,6	4,5	7,7	6,9	7,0	8,5	6,6	5,0	4,1	2,5
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,1	8,8	10,3	5,8	10,9	7,2	10,2	10,3	9,0	11,0	8,1	5,8
Zobowiązania ^b	% r/r	9,8	9,1	9,2	5,6	12,2	7,7	9,5	9,2	7,5	9,8	8,0	5,6
Należności ^b	% r/r	8,6	9,2	13,0	2,7	11,4	9,9	14,7	13,0	14,6	11,6	3,6	2,7
EUR/PLN	PLN	4,33	3,99	4,12	4,42	3,94	3,96	4,15	4,42	4,54	4,50	4,40	4,23
USD/PLN	PLN	3,11	3,02	2,96	3,44	2,88	2,75	2,94	3,28	3,51	3,49	3,44	3,33
CHF/PLN	PLN	2,87	2,90	3,34	3,41	3,06	3,16	3,56	3,60	3,68	3,53	3,32	3,10
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
WIBOR 3M	%	4,42	3,94	4,54	4,60	4,10	4,43	4,72	4,91	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	4,65	4,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,44	5,23	5,79	5,60	5,17	5,19	5,43	5,31	5,10	5,09
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,98	5,95	6,27	6,03	5,77	5,83	6,06	6,03	5,88	5,82

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 4.01.2012 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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.