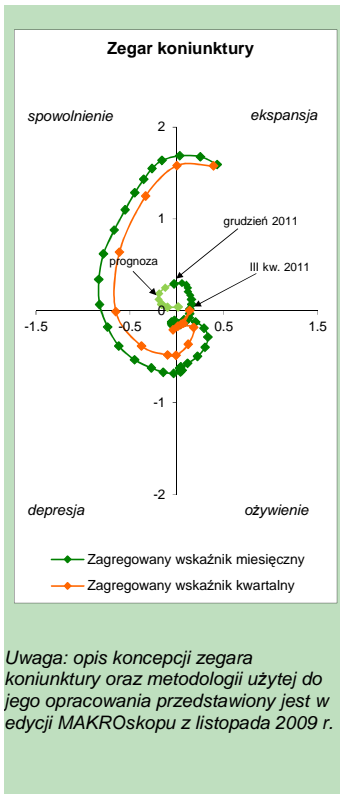


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Luty 2012



## W tym miesiącu:

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

### Maciej Reluga

Główny Ekonomista  
22 586 8363

### Piotr Bielski

22 586 8333

### Agnieszka Decewicz

22 586 8341

### Marcin Luźniński

22 586 8362

### Marcin Sulewski

22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Za wcześnie na zmiany

▪ **Początek roku przyniósł wyraźną poprawę nastrojów gospodarczych i rynkowych. Sporo publikacji danych ekonomicznych było lepszych od oczekiwań, a aktywa postrzegane jako bardziej ryzykowne zyskały na wartości.** Poprawa ta była widoczna również na naszym rynku. Jeśli chodzi o dane, to wstępny szacunek PKB za 2011 rok (4,3%) okazał się być powyżej większości oczekiwań (choć zgodny z naszą prognozą), a styczniowy wskaźnik koniunktury PMI wzrósł bardzo wyraźnie, wbrew większości prognoz (również naszej). Z kolei na polskim rynku finansowym mieliśmy do czynienia z bardzo krótkotrwałym osłabieniem złotego na początku roku, po którym nastąpiło znaczące nieprzerwane umocnienie o niemalże 40 groszy wobec euro. Na poprawie globalnych nastrojów skorzystały również polskie obligacje, pomimo zaostżenia tonu przez Radę Polityki Pieniężnej, która nie wyklucza podwyżki stóp procentowych.

▪ **Czy zaobserwowana ostatnio poprawa wskaźników gospodarczych daje podstawę do zmiany scenariusza na cały 2012 rok?** W istocie wzrost styczniowego PMI był imponujący i jeśli dołożymy do tego odbicie wskaźnika koniunktury OECD, to może się wydawać, że przed nami poprawa sytuacji gospodarczej. Naszym zdaniem jednak, w kilku obszarach widać jednocześnie kontynuację negatywnych tendencji. Po pierwsze, trendy obserwowane na rynku pracy (spadek zatrudnienia, wzrost bezrobocia, wzrost płac poniżej inflacji) nie napawają optymizmem. Po drugie, widać już przełożenie tego na tempo wzrostu konsumpcji. O ile dane za cały 2011 rok były optymistyczne, to jednak struktura wzrostu pokazała pewne istotne zmiany. O ile inwestycje pokazały w IV kwartale dwucyfrową roczną dynamikę, to konsumpcja prywatna wzrosła zaledwie o ok. 2%, a konsumpcja ogółem miała dynamikę niższą niż w 2009 roku. Ponieważ tak niska dynamika konsumpcji prawdopodobnie się utrzyma, a inwestycje w trakcie tego roku będą spowalniały, trudno jest oczekiwać, że tempo wzrostu gospodarczego będzie wciąż na poziomie bliskim 4%. Utrzymujemy nasze prognozy na ten rok. Podstawą do ewentualnej zmiany byłaby pozytywna niespodzianka w danych za luty i marzec (dane za styczeń będą dobre), co oznaczałoby, że pierwszy kwartał mógłby pokazać dynamikę wyraźnie wyższą niż 3% r/r.

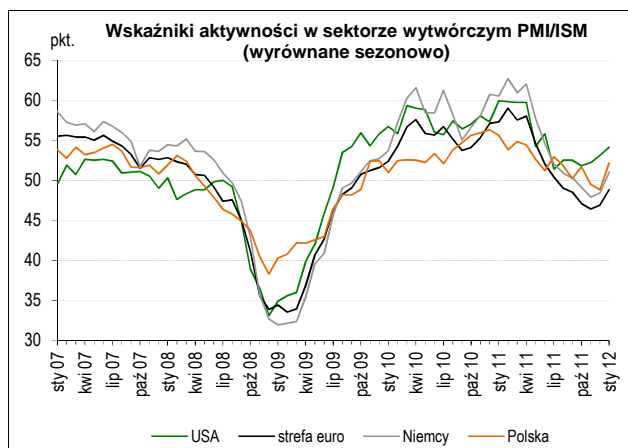
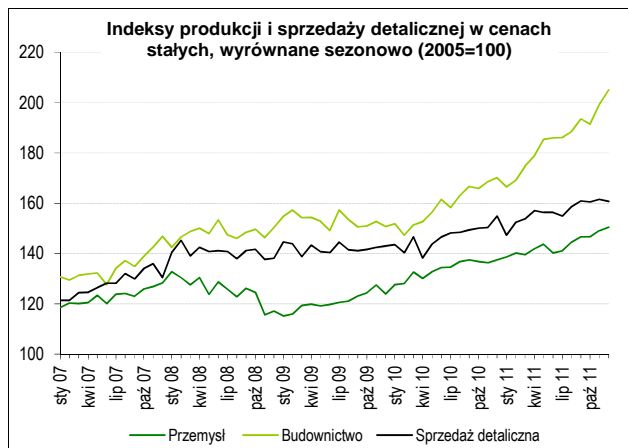
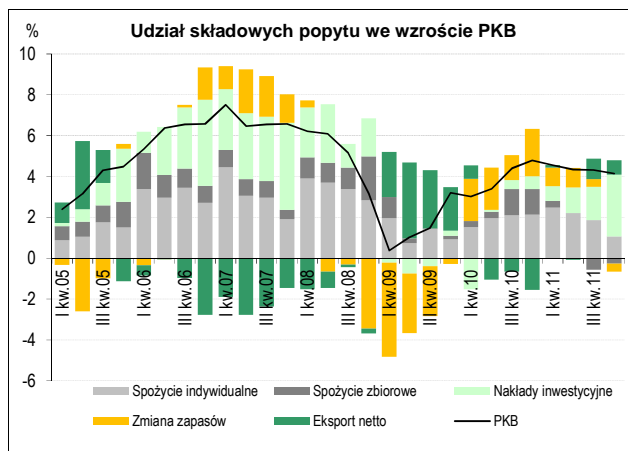
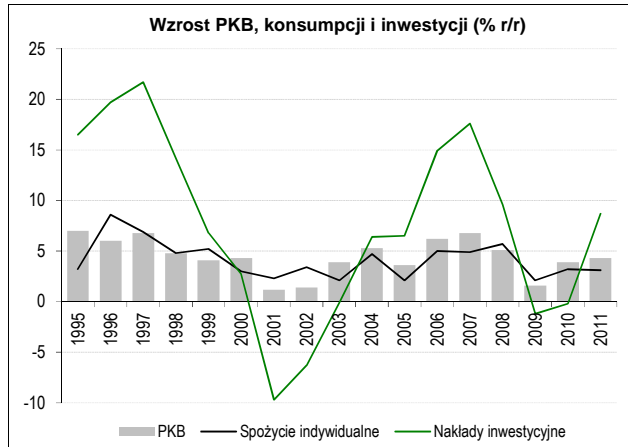
▪ **Czy poprawa globalnych nastrojów rynkowych może okazać się trwała i zmienia scenariusz dla kursu złotego na 2012 rok?** Wydaje nam się, że za wcześnie jest, aby ogłosić, że strefa euro problemy zadłużeniowe ma za sobą, a co za tym idzie wciąż widzimy poważne ryzyko wyraźnego osłabienia złotego do euro (i jednoczesnego spadku kursu EURUSD). Nasza prognoza kursu EURPLN na koniec lutego to 4,30 i taki scenariusz spowodowałby również zapewne korektę na rynku obligacji. Wyraźny spadek inflacji w styczniu (i dalszy w lutym-marcu) powinien ograniczyć oczekiwania na podwyżki stóp przez RPP, a być może również zmienić nieco retorykę wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej.

### Na rynku finansowym 10 lutego 2012 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,98	EURPLN	4,2048
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,69	USDPLN	3,1703
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,05	CHFPLN	3,4752

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.02.2012 r.

## Gospodarka Polski

**Oslabienie konsumpcji, ożywienie inwestycji w IV kw. 2011**

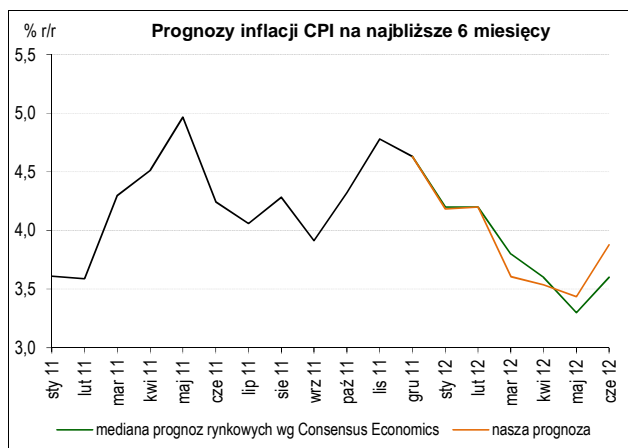
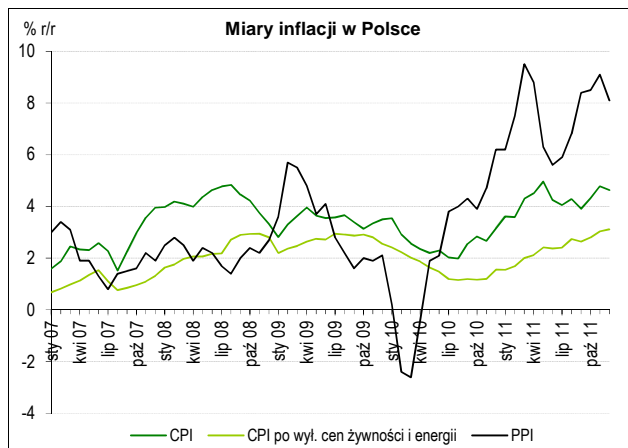
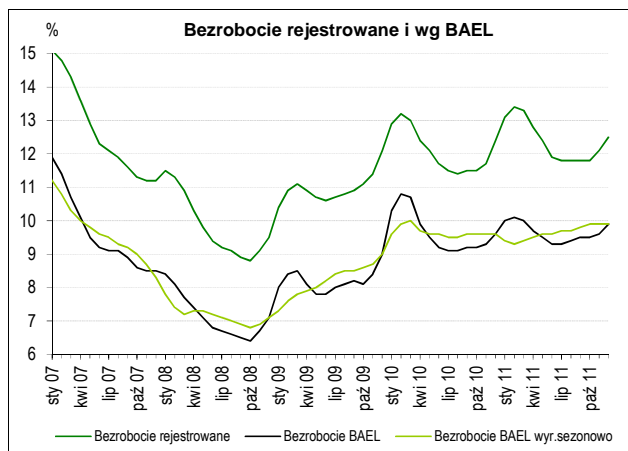
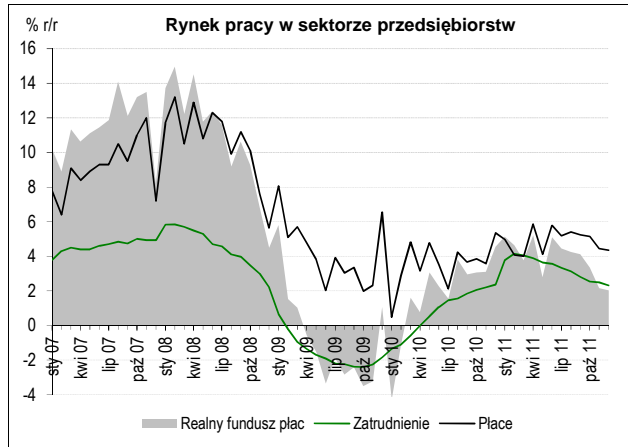
- Wg wstępnych danych GUS, wzrost PKB w Polsce w 2011 r. wyniósł 4,3%; popyt krajowy ogółem wzrósł o 3,8%, spożycie indywidualne zwiększyło się o 3,1%, a inwestycje wzrosły o 8,7%.
- Na podstawie danych rocznych szacujemy, że wzrost PKB w IV kwartale wyniósł 4,1% r/r, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami (GUS opublikuje dane kwartalne dopiero pod koniec marca). Pewnym zaskoczeniem była jednak struktura tego wzrostu.
- Wzrost spożycia indywidualnego spowolnił do zaledwie 2,0% r/r, a spożycia ogółem w jeszcze większym stopniu, do ok. 1% (co jest najniższym tempem wzrostu tej kategorii od kiedy dostępne są kwartalne statystyki PKB, czyli 1995 r.). Odzwierciedla to efekt zatrzymania pozytywnych tendencji na rynku pracy widocznego od połowy 2011 r., a także zacieśnienia fiskalnego. Oba czynniki będą nadal negatywnie oddziaływały na popyt konsumpcyjny w 2012 r.
- Jednocześnie, wzrost nakładów inwestycyjnych brutto zanotował kolejny kwartał wyraźnego przyspieszenia, do niemal 11% r/r (najwyższa dynamika od II kw. 2008). Podtrzymujemy opinię, że mocne ożywienie inwestycji to w coraz większym stopniu efekt wzrostu aktywności w sektorze prywatnym (czego potwierdzeniem jest nadal przyspieszający wzrost zadłużenia firm z tytułu kredytów inwestycyjnych – w grudniu niemal 28% r/r). Nadal jednak uważamy, że w obliczu większej niepewności globalnej, ostrożniejszej polityki kredytowej banków i malejącej skali projektów infrastrukturalnych finansowanych ze środków publicznych, wzrost inwestycji wyraźnie spowolni w 2012 r.
- W IV kw. 2011 wyraźnie skurczyło się ujemne saldo wymiany z zagranicą, którego dodatni wkład do dynamiki PKB był jednak nieco mniejszy niż zakładaliśmy i wyniósł niespełna 1 pp. Poprawa salda handlu zagranicznego będzie naszym zdaniem kluczową składową wzrostu PKB w tym roku, podczas gdy wzrost popytu krajowego ulegnie mocnemu wyhamowaniu.

**Czy pozostaniemy odporni na spowolnienie za granicą?**

- Mimo wyraźnego spowolnienia obserwowanego za granicą (wg wstępnych danych niemiecka gospodarka wyhamowała w IV kw. 2011 mocniej od prognoz, kurcząc się o 0,25% kw/kw), grudniowe wyniki polskiego przemysłu ponownie były lepsze od prognoz, Wyrównany sezonowo wzrost produkcji przyspieszył w grudniu do najwyższego poziomu od roku (9,5% r/r).
- Bardzo dobre wyniki zanotowało też budownictwo, gdzie wzrost produkcji po korekcie sezonowej (20,5% r/r) był w grudniu najszybszy od kwietnia 2007 r. Umiarkowane wyhamowanie wzrostu widoczne było za to w sprzedaży detalicznej (8,6% r/r nominalnie, 4,2% realnie), choć w dużej części wynikało ono z wysokiej bazy grudnia 2010 r. (mocny wzrost sprzedaży przed zapowiedzianą podwyżką VAT).
- Pierwsze dane za 2012 rok również były dość dobre. Zaskakująco mocny wzrost zanotował indeks PMI, rosnąc do najwyższego poziomu od 6 miesięcy. Po raz pierwszy od 8 miesięcy wzrosły zamówienia eksportowe. Pozytywnym sygnałem było też odbicie w górę wskaźnika wyprzedzającego OECD dla Polski, choć w tym przypadku trudno przesądzać odwrócenie trendu, gdyż dane mogą być znacząco rewidowane.
- Dobre wskaźniki koniunktury były spójne z informacjami płynącymi z głównych światowych gospodarek, gdzie zanotowano poprawę indeksów aktywności ekonomicznej w przemyśle i usługach. Lepsze od oczekiwań wyniki z końca 2011 r. oraz pozytywne sygnały z badań koniunktury wskazują na pewne ryzyko w górę dla prognoz wzrostu gospodarczego na 2012 r. Naszym zdaniem, jak na razie są to zbyt kruche podstawy do zmiany centralnego scenariusza. Dane za styczeń najprawdopodobniej również będą dość pozytywne (szybki wzrost produkcji i sprzedaży) i dopiero w informacjach za luty-marzec będziemy dopatrywać się solidnych podstaw do ewentualnej zmiany prognoz.

Źródło: GUS, Reuters, obliczenia własne

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

## Odwrócenie poprawy na rynku pracy

■ Grudzień 2011 r. przyniósł wyhamowanie dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw do 2,3% r/r (spadek o 0,2% m/m) z 2,4% r/r miesiąc wcześniej. W grudniu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyło się aż o 12 tys. etatów, co było największym miesięcznym spadkiem od czerwca 2009 r. Znaczne redukcje miejsc pracy miały miejsce w przetwórstwie (6 tys.) i w budownictwie (4 tys.). Na koniec 2011 r. w firmach pracowało 5503 tys. osób, nieznacznie tylko więcej (o 2 tys.) niż w styczniu, zatem nastąpiło całkowite odwrócenie poprawy na rynku pracy, obserwowanej w pierwszej połowie roku. Mimo wszystko cały 2011 r. był dla rynku pracy korzystniejszy niż poprzedni rok – zatrudnienie wzrosło średnio o 3,2% wobec 0,8% w 2010 r.

■ Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w grudniu do 12,5% (12,4% rok wcześniej). Liczba bezrobotnych na koniec roku wyniosła 1983 tys. osób, z czego 1588 tys. to osoby uprzednio pracujące (wzrost o 2,5% r/r), zaś 394 tys. to osoby wchodzące na rynek pracy (spadek o 2,7% r/r). Te dane pokazują, że maleje przypływ nieaktywnych zawodowo do siły roboczej, a firmy redukują zatrudnienie przygotowując się na spowolnienie gospodarcze. Podobny obraz wyłania się z danych BAEL, według których bezrobocie na koniec roku wyniosło 9,9% (wobec 9,6% w grudniu 2010) a zasób siły roboczej w całym roku wzrósł średnio o 1,0% wobec 2,3% w 2010 r.

■ Wzrost przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2011 r. wyniósł 4,4% r/r, poniżej stopy inflacji, co oznacza spadek realnych płac o 0,3% r/r. W skali miesiąca wynagrodzenia wzrosły o 9,0%, co wynikało m.in. z płatności premii świątecznych. Uwzględniając dane o płacach i zatrudnieniu w firmach szacujemy, że fundusz płac wzrósł o 6,8% r/r w ujęciu nominalnym oraz o 2,1% r/r w ujęciu realnym. Dane te są wciąż wspierające dla popytu konsumpcyjnego.

## Inflacja wciąż wysoko...

■ W grudniu wskaźnik inflacji CPI obniżył się do 4,6% r/r z 4,8% r/r miesiąc wcześniej. W skali miesiąca ceny konsumentów wzrosły o 0,4%. Największy wpływ na kształtowanie się cen ogółem miał wzrost cen żywności, paliw oraz kosztów związanych ze zdrowiem (kontynuacja efektu zmian związanych z cenami leków refundowanych). Średnio w całym roku ceny konsumenta wzrosły o 4,3% wobec wzrostu o 2,6% w 2010 r.

■ Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 3,1% r/r i jest najwyższa od kwietnia 2002 r.

■ Wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu spowolnił w grudniu o 8,1% r/r z 9,1% r/r. W skali miesięcznej przyrost wyniósł 0,3% (spadek dynamiki rocznej był skutkiem efektu wysokiej bazy z grudnia 2010) Wysoka inflacja PPI jest skutkiem słabego złotego i wysokich cen surowców.

## ... ale w kolejnych miesiącach będzie spadać

■ Początek 2012 roku powinien przynieść dalszy spadek CPI, co będzie efektem splotu kilku czynników. Po pierwsze, do obniżenia rocznej dynamiki inflacji przyczyni się wysoka baza z ubiegłego roku, kiedy to ceny wzrosły znacząco pod wpływem podwyżki VAT. Po drugie, umocnienie złotego obserwowane w ostatnich tygodniach powinno nieco złagodzić presję na wzrost cen towarów importowanych (w tym surowców i paliw). Po trzecie, istotny dla poziomu inflacji w pierwszych miesiącach roku będzie termin zatwierdzenia przez URE wniosku PGNiG o podwyżkę taryf gazowych. Wbrew wcześniejszym przewidywaniom, podwyżka nie weszła w życie od początku roku i może zacząć obowiązywać dopiero od marca lub kwietnia.

■ Nadal jest mało prawdopodobne, aby w tym roku udało się zbliżyć inflację do celu, ale jeżeli w marcu CPI zbliży się do 3,5%, a dane ze sfery realnej potwierdzą hamowanie aktywności ekonomicznej, retoryka RPP może ulec istotnej zmianie.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Fragmety lutowego komunikatu RPP

W IV kw. 2011 r. tempo wzrostu gospodarczego na świecie kształtowało się na niskim poziomie. Przyspieszeniu dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych towarzyszyła najprawdopodobniej stagnacja w strefie euro. W większości największych gospodarek wschodzących nastąpiło pewne osłabienie aktywności. Od ostatniego posiedzenia Rady nadal rewidowano w dół prognozy PKB dla większości gospodarek.

W Polsce, wstępne dane o PKB w 2011 r. potwierdziły, że w IV kw. utrzymał się relatywnie wysoki wzrost gospodarczy. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał najprawdopodobniej popyt krajowy. Nastąpiło jednak dalsze osłabienie dynamiki konsumpcji, przy jednoczesnej kontynuacji ożywienia inwestycji. Stosunkowo niski poziom większości wyprzedzających wskaźników koniunktury – mimo obserwowanej ostatnio poprawy niektórych z nich – sygnalizuje jednak możliwość osłabienia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach.

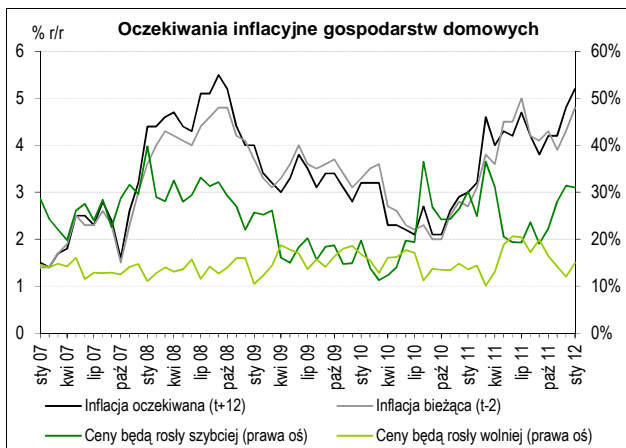
W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI pozostanie na podwyższonym poziomie. Z jednej strony w kierunku obniżenia inflacji na początku 2012 r. będzie oddziaływać wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz efektów znacznych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r. Z drugiej strony wciąż wysokie ceny surowców na rynkach światowych oraz efekty wcześniejszego osłabienia kursu złotego będą czynnikami podtrzymującymi podwyższoną dynamikę cen.

W ocenie Rady, w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez stopniowo malejącą dynamikę popytu krajowego. (...) Czynnikiem niepewności dla przyszłej inflacji pozostaje wpływ sytuacji na globalnych rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego, w szczególności trwałość obserwowanej w ostatnim okresie aprecjacji polskiej waluty.

W ocenie Rady, dokonane w I połowie 2011 r. zacieśnienie polityki pieniężnej sprzyja powrotowi inflacji do celu w średnim okresie, choć ryzyko utrzymania się podwyższonej inflacji w najbliższych miesiącach pozostaje wysokie. Dotychczasowe kształtowanie się krajowej koniunktury wskazuje przy tym, że skala osłabienia popytu w najbliższych kwartałach może być mniejsza niż dotychczas oceniano. Przy ocenie presji inflacyjnej w średnim okresie pomocna będzie marcową projekcją makroekonomiczną NBP. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

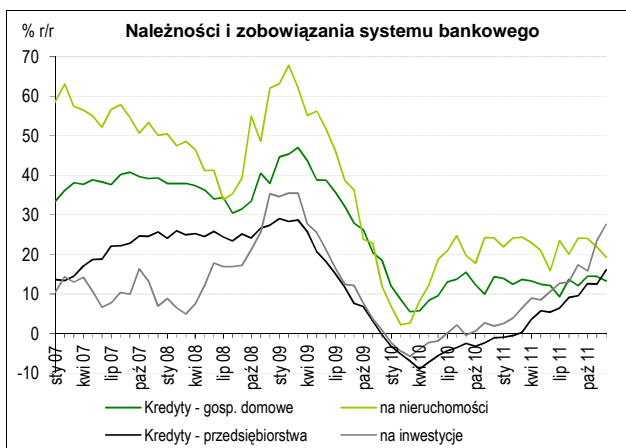
### Stopy i ton komunikatu bez zmian

- Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała w lutym główne stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna NBP od czerwca 2011 r. pozostaje na poziomie 4,50%.
- Ogólny ton komunikatu RPP był w naszej ocenie podobny jak miesiąc wcześniej. Rada odnotowała wprawdzie „pewne osłabienie aktywności” w gospodarkach wschodzących i rewizję w dół prognoz PKB dla większości gospodarek, ale z drugiej strony jej ocena sytuacji ekonomicznej w kraju pozostała dość korzystna (choć nadal nie wyklucza osłabienia aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach).
- Ocena perspektyw inflacji również nie zmieniła się istotnie – w najbliższych miesiącach spodziewane jest utrzymanie CPI na podwyższonym poziomie, a w średnim okresie spadkowi inflacji będzie sprzyjać malejąca dynamika popytu krajowego, niższy wzrost gospodarczy za granicą, zacieśnienie polityki fiskalnej w Polsce i dokonane już podwyżki stóp. Rada zwróciła uwagę na ostatnią aprecjację złotego, jako czynnik wspierający obniżenie inflacji, ale zaznaczyła, że trwałość tej zmiany kursu jest niepewna wobec zawirowań na rynkach finansowych.
- W komunikacie Rada podkreśliła, że w ocenie presji inflacyjnej pomocna będzie marcową projekcją NBP. Nie sądzimy jednak, aby jej wyniki skłoniły RPP do zmiany stóp na najbliższym posiedzeniu, gdyż zestaw danych nt. sytuacji gospodarczej w tym roku będzie w marcu jeszcze bardzo ubogi.
- Nasze przewidywania nt. perspektyw polityki pieniężnej pozostają bez zmian – jeśli RPP zaczeka kilka miesięcy ze zmianą stóp, pojawią się dane potwierdzające spadek aktywności ekonomicznej, a inflacja zbliży się do górnej granicy wahań wokół celu, co istotnie wpłynie na nastawienie Rady. Nadal widzimy szanse na złagodzenie polityki pieniężnej w II połowie roku.



### Oczekiwania inflacyjne najwyższe od 2008 r.

- Miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych wzrosła w styczniu do 5,2% z 4,8% w grudniu. Tak znaczny wzrost wynikał jednak z przyjęcia listopadowej inflacji na poziomie 4,8% jako podstawy obliczeń, podczas gdy struktura odpowiedzi na pytania ankietowe nieco się poprawiła. Obniżył się odsetek respondentów oczekujących szybszego lub takiego samego wzrostu cen, a wzrósł jednocześnie udział konsumentów, którzy spodziewają się wolniejszego wzrostu cen lub ich stabilizacji.
- Poziom oczekiwań jest najwyższy od października 2008. Warto jednak przypominąć, że wówczas po kilku miesiącach spadków inflacji i pogorszenie perspektyw gospodarczych doprowadziły do obniżek stop procentowych. Co prawda nie oczekujemy podobnej skali spowolnienia, jednak oczekiwania inflacyjne powyżej 5% nie powinny zwiększać oczekiwań na podwyżki stóp.

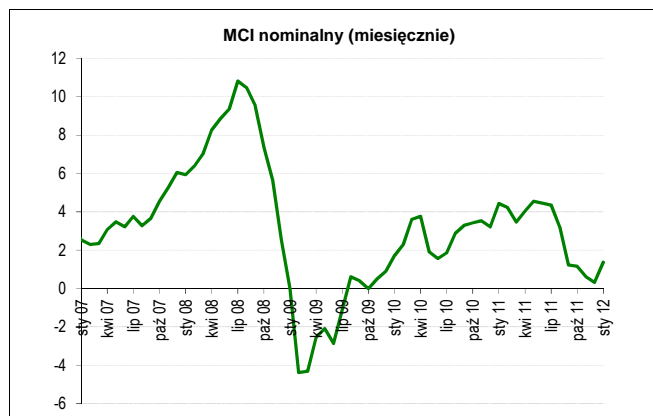


### Kredyty dla firm przyspieszają

- Popyt przedsiębiorstw na kredyty wciąż przyspiesza. W grudniu wartość zobowiązań firm była wyższa o 14,3% r/r po korekcie kursowej (12,9% r/r w listopadzie). Wartość zaciągniętych kredytów inwestycyjnych wzrosła nominalnie o 27,6% r/r (23,6% r/r w listopadzie) i o 24,5% r/r (w listopadzie 20,3% r/r) po uwzględnieniu zmian kursów walutowych. Jednakże, badania koniunktury przeprowadzane przez NBP sugerują, że przedsiębiorcy planują redukcję swoich planów inwestycyjnych na 2012 r., co zapewne ujemnie wpłynie na dynamikę kredytów.
- Z kolei tempo wzrostu kredytów gospodarstw domowych spowalnia, w grudniu wyniosło 6,6% r/r po korekcie kursowej (6,9% w listopadzie). Spowolnienie dotyczy także kredytów na nieruchomości, które w grudniu przyrosły o 10,5% r/r (11,1% w listopadzie). Ten trend będzie zapewne kontynuowany w nadchodzących miesiącach.

Źródło: NBP, szacunki własne

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Tymczasowy wzrost restrykcyjności pieniężnej

- Nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI nieznacznie wzrósł w styczniu. Wynikało to ze znaczącego i zaskakującego wzmocnienia polskiej waluty (średni miesięczny kurs EURPLN spadł o 2,3% w porównaniu do grudnia). Jednocześnie stawki WIBOR utrzymały się na podwyższonym poziomie.
- Wartość indeksu MCI wzrosła po raz pierwszy od maja 2011 r. Spodziewamy się jednak, że było to wydarzenie jednorazowe i w nadchodzących miesiącach restrykcyjność polityki pieniężnej spadnie, najpierw wskutek osłabienia złotego przy utrzymującej się niepewności rynków finansowych, a w drugiej połowie roku także za sprawą niższych stawek rynku pieniężnego po obniżkach stóp NBP.



Rzońca (1,58)

Winiecki (1,45)

Hausner (1,45)

Bratkowski (1,42)

Zielińska-Głębocka (1,42)

Kaźmierczak (1,08)

Gilowska (1,08)

Glapiński (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.

### Rada bardziej „jastrzębia” po styczniowym posiedzeniu

Po styczniowym posiedzeniu RPP, zwięzonym stosunkowo jastrzębim komunikatem, pojawiła się seria wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej, które wskazywały na rosnące prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych. Najpierw dwóch członków (Glapiński, Hausner) nie wykluczyło podwyżki stóp, następnie o możliwości podwyżek powiedział Prezes NBP Marek Belka, po czym dołączył do niego Andrzej Kaźmierczak, stwierdzając, że dość czekania, trzeba działać. Jednocześnie, pojawiły się też inne opinie – Anna Zielińska-Głębocka powiedziała, że jest za wcześnie na zmiany stóp i trzeba poczekać na dane za I kwartał potwierdzające ewentualne spowolnienie oraz na nową projekcję inflacji; z kolei zdaniem Andrzeja Bratkowskiego „najprawdopodobniej stopy w pierwszej połowie roku pozostaną bez zmian”. Co prawda przyznał on, że prawdopodobieństwo podwyżek jest większe niż obniżek, ale jednocześnie zauważył, że „byłoby lekkomyślne, gdybyśmy mieli przestrześcić z restrykcyjnością polityki pieniężnej, tylko po to, żeby inflacja nam o 2 czy 3 miesiące szybciej zeszała do celu”. Warto zwrócić uwagę na fakt, że również ci członkowie, którzy wspominali o podwyżkach (w tym Marek Belka) mówili o tym w trybie mocno warunkowym – „jeśli gospodarka radzi sobie nieźle, złoty odrabia straty, to *może* trzeba *rozważyć* w pewnym momencie, w *pewnych okolicznościach* zacieśnienie polityki pieniężnej”. Niemniej, ogólne nastawienie Rady najwyraźniej stało się przed lutowym posiedzeniem bardziej jastrzębie.

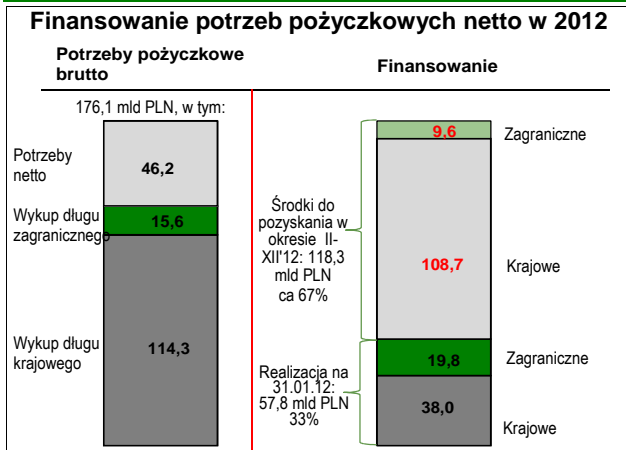
### ... ale raczej zaczeka ze zmianami stóp na dane z I kwartału

W czasie konferencji prasowej po posiedzeniu RPP w lutym prezes NBP Marek Belka powiedział, że w jego ocenie sytuacja nie zmieniła się istotnie od poprzedniego spotkania Rady, a jedynym czynnikiem wartym odnotowania jest umocnienie złotego, co do którego trwałości nie można mieć jednak przekonania, bo wynika z chwiejnych nastrojów globalnych. Chociaż oczywiście zdaniem Belki umocnienie złotego mogłoby pomóc w realizacji celu inflacyjnego, gdyby okazało się trwałe. Według Adama Glapińskiego z punktu widzenia Rady i inflacji najlepsza jest stopniowa aprecjacja, a duża zmienność kursu nie służy inflacji.

Na pytanie, czy Rada podtrzymuje stanowisko, że obniżki stóp są mniej prawdopodobne niż podwyżki twierdząco odpowiedziała Zyta Gilowska, podczas gdy Marek Belka stwierdził tylko, że obniżki stóp są obecnie „mało prawdopodobne” (co wydaje się nieco mniej stanowczym stwierdzeniem). Z kolei obecne nastawienie polityki pieniężnej członkowie RPP obecni na konferencji określili, jako „pragmatyczne” i „racjonalne”.

Marek Belka powiedział, że ostatnie dane o polskim PKB nie zaskoczyły analityków NBP ani jego i oznaczają, że gospodarka właściwie nie zwolniła. Z drugiej strony, nieco później stwierdził, że rok 2011 zaskoczył jednak na plus, więc „jesteśmy większymi optymistami, ale nie jesteśmy pewni”. Zdaniem Belki, jeśli I kwartał 2012 też będzie solidny to jest to czynnik, który „zbliży Radę do decyzji o podwyżce”. Z kolei Adam Glapiński zasugerował już po konferencji, że jeśli inflacja po I kwartale będzie nadal blisko 4,5%, a gospodarka będzie rozwijała się w 4-procentowym tempie, to złoży wniosek o podwyżkę. Wypowiedzi te wskazują, że członkowie RPP raczej nie będą się spieszyć ze zmianami stóp, zanim nie poznają wyników gospodarki za I kwartał, co zdaje się zapowiadać stabilizację polityki pieniężnej przynajmniej do maja. Wg Adama Glapińskiego „trudno się spodziewać obniżek, gdy tempo wzrostu będzie wysokie i inflacja też”. Jednak naszym zdaniem, za kilka miesięcy i wzrost i inflacja będą wyraźnie niższe niż obecnie.

## Pod lupą: polityka fiskalna



### Potrzeby pożyczkowe brutto sfinansowane w 33%

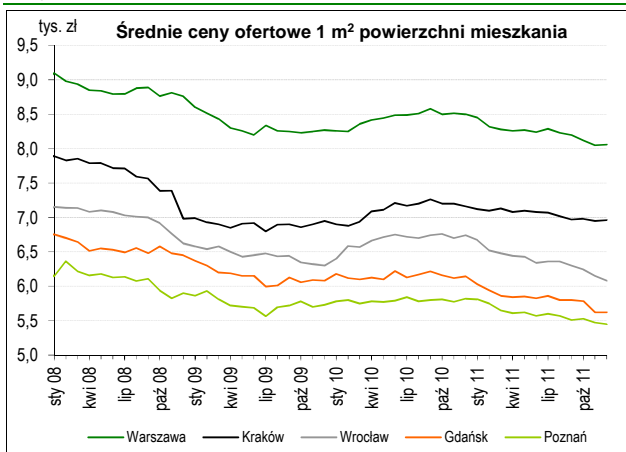
- Po styczniu potrzeby pożyczkowe brutto są sfinansowane w 33% (co odpowiada 57,8 mld zł). Wartość nadwyżki płynnościowej w postaci złotych i walutowych środków do dyspozycji MF na koniec ubiegłego miesiąca wynosiła 30,5 mld zł.
- MF zapowiedział, że nie zamierza zaskakiwać rynku zwiększoną podażą ponad plan na I kwartał. Jeśli jednak plan na I kwartał zostałby w pełni zrealizowany w przypadku emisji na rynek krajowy oraz uwzględniając tylko styczniowe emisje na rynek zagraniczny (w tym pozyskanie kredytów), to oznaczałoby realizację tegorocznych potrzeb pożyczkowych w prawie 50% po marcu. Prawdopodobnie realizacja ta będzie niższa, bo MF ogranicza podaż bonów skarbowych w porównaniu do pierwotnego planu.
- Jeśli nasze oczekiwania sprawdzą się, to dałoby to pewien komfort dla MF przy ustalaniu podaży na II kwartał. Warto jednak pamiętać, że w II kwartale wartość wykupów wynosi ok. 32 mld zł

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.02	zmiana od 10.01.12	zmiana od 30.12.11	10.02	zmiana od 10.01.12	zmiana od 30.12.11
Polska	363	-30	-42	226	-67	-53
Czechy	139	-43	-37	137	-52	-36
Węgry	686	-114	-121	552	-147	-48
Grecja	3157	-83	-209	9212	301	-990
Hiszpania	337	-27	11	347	-91	-30
Irlandia	517	-111	-150	565	-160	-175
Portugalia	1068	-52	-104	1277	94	102
Włochy	363	-165	-155	367	-162	-119
Niemcy	-	-	-	81	-27	-18

### Dług krajów peryferyjnych strefy euro mocniejszy

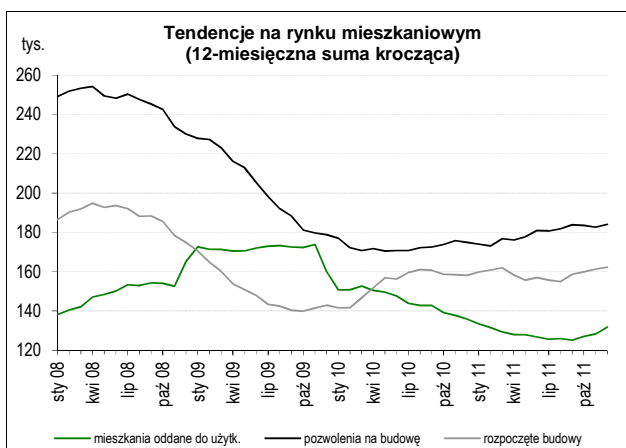
- Mimo zwiększonej podaży długu na początku roku oraz decyzji obniżających ratingi większości krajów strefy euro, obligacje większości krajów peryferyjnych umocniły się. Włoski i hiszpański dług wspierany był przez pozytywny efekt przeprowadzonej w grudniu przez EBC 3-letniej operacji zasilającej europejskie banki w płynność. Natomiast dług Portugalii pozostawał pod presją.
- Poprawa nastrojów inwestycyjnych przyczyniła się do zawężenia spreadów wobec Bundów. Obniżyły się również notowania CDS.
- W nadchodzących tygodniach podaż długu na europejskim rynku utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie, podczas gdy sytuacja w Grecji powoduje dużą niepewność na rynku. Planowana na koniec lutego 3-letnia operacja zasilająca w płynność (oczekuje się ponad 2-krotnie wyższej oferty niż w grudniu) powinna wspierać środek i krótki koniec krzywej.

## Rynek nieruchomości



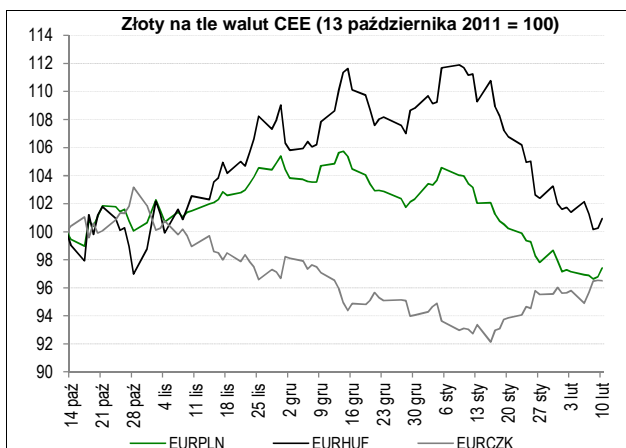
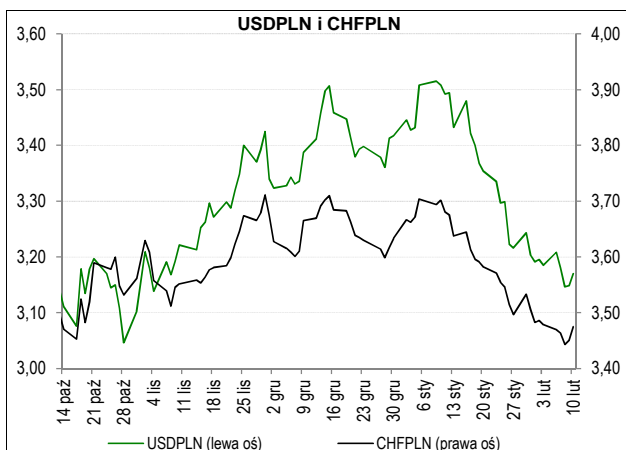
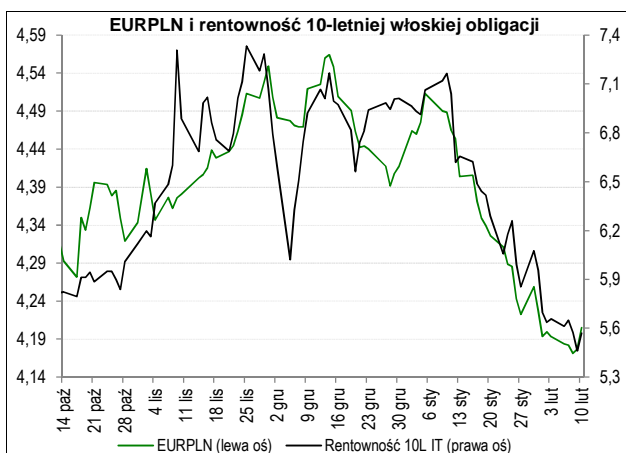
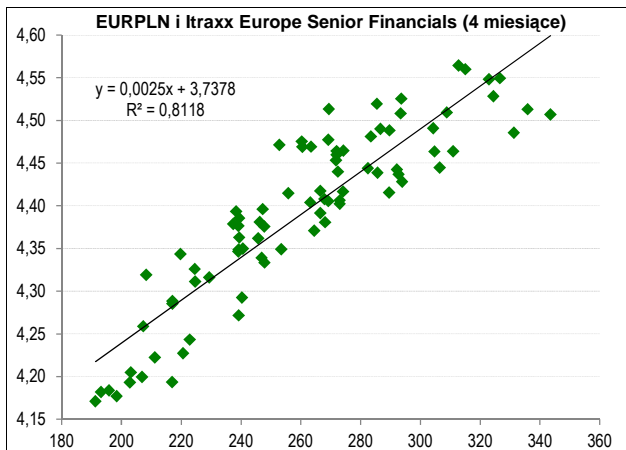
### Dalszy spadek cen ofertowych mieszkań

- W listopadzie i grudniu ofertowe ceny mieszkań w największych miastach Polski kontynuowały trend spadkowy. Skala obniżek była porównywalna do pierwszych miesięcy 2009 r., a w wielu miastach ceny są już niższe niż te obserwowane w tamtym okresie. Przez cały 2011 r. ceny spadły najmocniej w Łodzi (-14,4%), Wrocławiu (-10,9%) i Gdańsku (-9,4%).
- Dzięki spadkowi cen ofertowych, któremu towarzyszył wzrost wynagrodzeń, zwiększyła się dostępność mieszkań dla przeciętnego nabywcy, osiągnąwszy poziom obserwowany ostatnio 5 lat temu.
- Od stycznia bieżącego roku zmianie uległy warunki obliczania zdolności kredytowej w związku z wprowadzeniem rekomendacji S III. Po pierwsze, zawężono limit okresu kredytowania na potrzeby liczenia zdolności kredytowej do 25 lat niezależnie od waluty kredytu. Po drugie, w stosunku do kredytów walutowych zmniejszono limit obsługi zobowiązania do 42% dochodu netto (dotychczas było to 50% dla osób o wynagrodzeniach poniżej przeciętnej i 65% dla osób o ponadprzeciętnych zarobkach).
- Mimo wzrostu dostępności mieszkań, w tym roku spodziewamy się pewnego osłabienia popytu na rynku nieruchomości, co będzie wynikało ze spowolnienia wzrostu płac i zatrudnienia, mniejszej dostępności kredytów walutowych oraz dopłat rządowych, a także zaostrzenia kryteriów obliczania zdolności kredytowej.
- Od kilku miesięcy widoczne jest odwrócenie trendu liczby mieszkań oddanych do użytku przy jednoczesnym utrzymaniu tendencji wzrostowych pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów. Sugeruje to wzrost podaży mieszkań w tym roku.
- Ograniczony popyt na mieszkania oraz zwiększona podaż przełożą się zapewne na dalsze spadki cen.



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, NBP, Reuters, BZ WBK, szybko.pl

## Rynek walutowy



## Mniejsze obawy o strefę euro wspierają złotego

- Na samym początku roku złoty osłabił się do ok. 4,50 za euro, ale kolejne tygodnie stały już pod znakiem nieprzerwanej aprecjacji krajowej waluty. Styczeń był udany dla złotego, który zyskał 4,3% do euro, 6,3% do dolara i 3,5% do franka.
- Do umocnienia złotego przyczyniło się kilka czynników, a naszym zdaniem największy wpływ miały niższe obawy o rozwój sytuacji w strefie euro (na co wskazują wykresy obok). Hiszpania, Portugalia Włochy i Francja sprzedały obligacje przy niższych rentownościach niż na poprzednich aukcjach i przy solidnym popycie (wspartym w pewnym stopniu przez 3-letnią operację refinansującą EBC). Miało to wpływ na spadek rentowności na rynku wtórnym i stawkę CDS na peryferiach Europy.
- Oprócz czynników globalnych, trend spadkowy EURPLN był też wsparty przez dobrą sytuację krajowej gospodarki oraz jastrzębi ton wypowiedzi członków RPP. Wygląda na to, że w okresach, kiedy na rynku panuje dobry nastrój oraz inwestorzy poszukują atrakcyjnych możliwości do ulokowania funduszy, Polska jest postrzegana jako dogodny do tego miejsce.

## Czekając na kolejny impuls

- Początek roku jasno pokazał, że pomimo utrzymujących się obaw i niepewności o rozwój sytuacji w strefie euro inwestorzy nie cofają się przed podejmowaniem ryzyka. Być może rynek przyzwyczał się już do panującej awersji do ryzyka i tylko nowy (lub obecnie nie do końca wyceniany) czynnik może wywołać kolejną falę wyprzedzaży ryzykownych aktywów. Jeśli jednak pójdziemy w tym rozumowaniu o krok dalej, to dojdziemy do wniosku, że niezbędne mogą być dodatkowe dobre informacje, by aktywa te utrzymały ostatnie zyski. Ostatnie dane makro wsparły oczekiwania, że nadchodzący spadek aktywności gospodarczej nie będzie tak głęboki jak się obawiano i teraz rynek będzie wyczekiwał na kolejne pozytywne niespodzianki.
- Naszym zdaniem, ryzyko osłabienia z powodu kłopotów w strefie euro i perspektyw spowolnienia gospodarczego w Europie wcale nie zmalało. Ostatnie lepsze od prognoz odczyty mogą zwiększyć apetyt rynku na kolejne takie niespodzianki i każde rozczarowanie może wywołać realizację zysków i zmianę nastroju inwestorów. W dodatku, nie spodziewamy się podwyżki stóp NBP, a ostatnie jastrzębie komentarze postrzegamy jako słowne interwencje mające na celu zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. Jeśli RPP zmieni ton pod wpływem spadku CPI, to może dodatkowo wyrzucić negatywną presję na złotego. Oczekujemy, że w lutym EURPLN wyniesie średnio 4,24, a na koniec miesiąca znajdzie się blisko 4,30. Gdyby jednak dobre nastroje się utrzymały, widzimy ryzyko spadku kursu do 4,10 lub nawet 4,05.

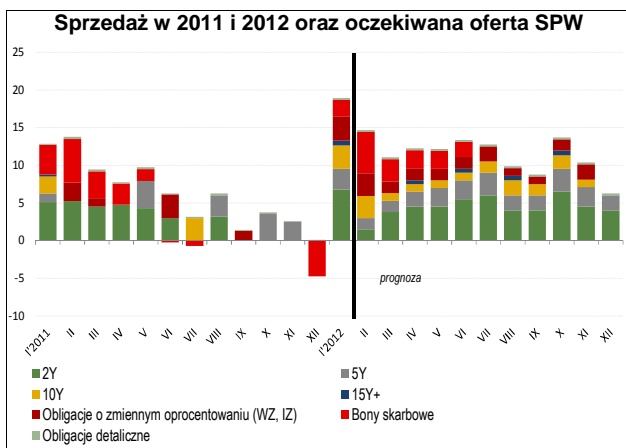
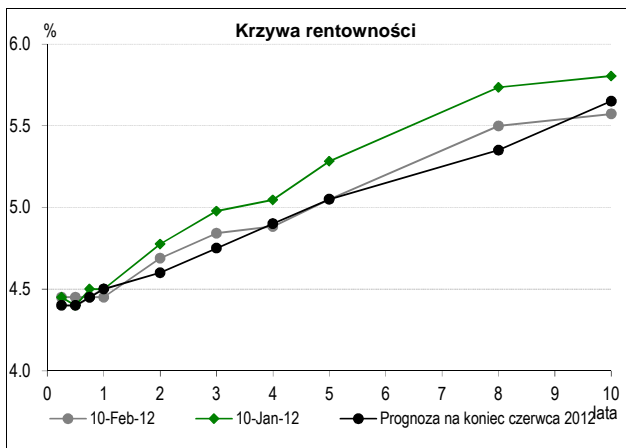
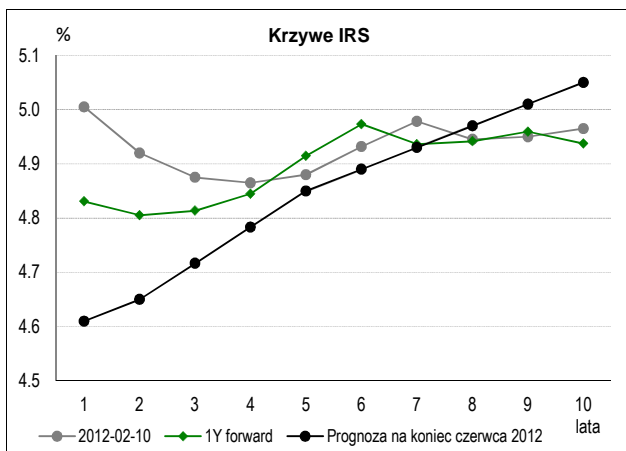
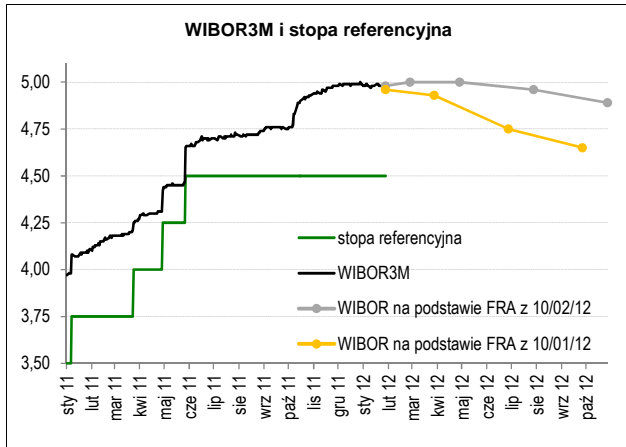
## Forint odrabia straty po sporym osłabieniu

- Forint zyskał największą spośród walut regionu CEE-3. Po tym jak wcześniej bardzo dużo stracił w wyniku zerwania rozmów z KE i MFW ws. kontrowersyjnych przepisów dotyczących niezależności banku centralnego i ryzyka, że Węgry nie dostaną pożyczki, waluta odrobiła straty. Było to spowodowane sygnałami z węgierskiego rządu o gotowości do uwzględnienia zgłaszanych zastrzeżeń. Czeska korona też skorzystała ze wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. EURHUF i EURCZK nie zdołały jednak przebić ważnych wsparć (odpowiednio 288 i 25).

## Odreagowanie nastrojów wspiera euro do dolara

- EURUSD wzrósł do 1,332 po spadku do 1,26 w połowie stycznia dzięki poprawie nastrojów, plotkom o zgodzie EBC na poniesienie części strat na greckich obligacjach i nadziejom na QE3 w USA. EURCHF spadł nieznacznie po tym jak prezes SNB zrezygnował ze stanowiska i rynek nie był przekonany czy jego następcą będzie równie zdeterminowany do bronienia poziomu 1,20.
- Naszym zdaniem, potencjał do wzrostu kursu EURUSD jest ograniczony z powodu trwającego kryzysu w strefie euro. Widzimy ryzyko chwilowego umocnienia euro w wyniku zamykania krótkich pozycji na EURUSD, których pomimo ostatniej redukcji wciąż jest bardzo dużo.

## Rynek stopy procentowej



### Stawki do jednego roku w górę po jastrzębich komentarzach

▪ Jastrzębie komentarze członków RPP (w tym prezesa Marka Belki) w połączeniu z lepszymi od oczekiwań danymi makro (wyższe od oczekiwań odczyty wstępnego PKB za 2011, styczniowego PMI) spowodowały wzrost stawek FRA w drugiej połowie stycznia (w tym stawki FRA 1x4 i 3x6 wzrosły powyżej 5%). Początek lutego przyniósł korektę i stopniowy spadek stawek. Mogło to wynikać z faktu, że uczestnicy rynku uznali wzmocnienie złotego za argument ograniczający możliwość zacieśnienia polityki monetarnej w najbliższych miesiącach, tym bardziej, że wzrósł indeks restrykcyjności polityki monetarnej.

▪ Utrzymanie „jastrzębii” retoryki po lutowym posiedzeniu RPP oraz podtrzymanie opinii, że prawdopodobieństwo podwyżek jest większe niż obniżek ponownie wpłynęło na wzrost FRA3x6 do poziomu 5%.

▪ W krótkim terminie (nadchodzące tygodnie) sądzimy, że stawki WIBOR będą oscylowały wokół bieżących poziomów, z lekką tendencją spadkową. Bardziej zdecydowanego spadku stawek WIBOR i zawężenia spreadu vs. stopa referencyjna oczekujemy dopiero w drugiej połowie roku.

### Krzywa IRS płaska, dane inflacyjne kluczowe

▪ Wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych spowodował również wzrost stawek IRS na krótkim końcu krzywej. Stawka IRS dla jednego roku wzrosła powyżej 5%, gdy 2-letnia była notowana powyżej 4,90%. W tym samym czasie 10-letni IRS obniżył się poniżej 4,90% na koniec stycznia. Natomiast 5-letni IRS pozostawał relatywnie stabilny, wahając się wokół 4,80%.

▪ W konsekwencji mieliśmy do czynienia z lekko ujemnym spreadem 2-10Y (po raz pierwszy od 2008). Korekta na złotym wpłynęła również na wzrost stawek IRS i rentowności, co spowodowało, że spread 2Y-10Y ponownie jest dodatni, a krzywa IRS prawie płaska. Niemniej, w perspektywie do połowy roku nie wykluczamy ponownego wystromienia krzywej IRS.

### Rentowności obligacji w dół, krzywa coraz bardziej płaska

▪ W styczniu krzywa rentowności obniżyła się o 17-35pb, przy czym największy spadek dotyczył sektorów 5- i 10-letniego. Niższa dynamika spadku rentowności obligacji 2-letniej to efekt „ożywienia” oczekiwań na podwyżki stóp. W konsekwencji nastąpiło znaczące wypłaszczenie krzywej i zawężenie spreadu 2Y-10Y do około 90pb z około 100pb na koniec 2011.

▪ Obecnie rentowności obligacji benchmarkowych znajdują się blisko istotnych poziomów wsparcia odpowiednio na 4,60% dla 2-latki, 5,00% dla 5-latki oraz 5,50% dla 10-latki. W naszej ocenie czynniki krajowe – dane makroekonomiczne oraz sytuacja płynnościowa budżetu są wspierające dla rynku długu.

▪ Sądzimy, że czynniki krajowe mogą zostać przysłonięte przez czynniki zewnętrzne. Osiągnięcie porozumienia w Grecji może dać impuls do korekty ostatnich wzrostów, w szczególności na środku i długim końcu krzywej. Z drugiej strony, bardziej stabilnie powinien zachowywać się 2-letni benchmark, który przy bardziej zmiennych nastrojach jest traktowany jako bezpieczniejszy.

### MF nie planuje zwiększania podaży ponad plan

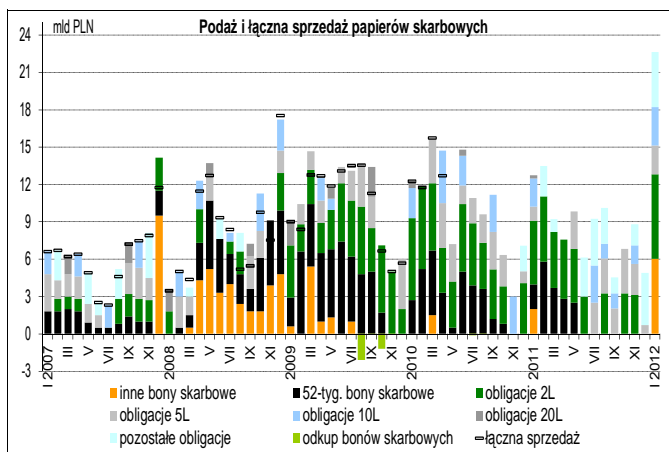
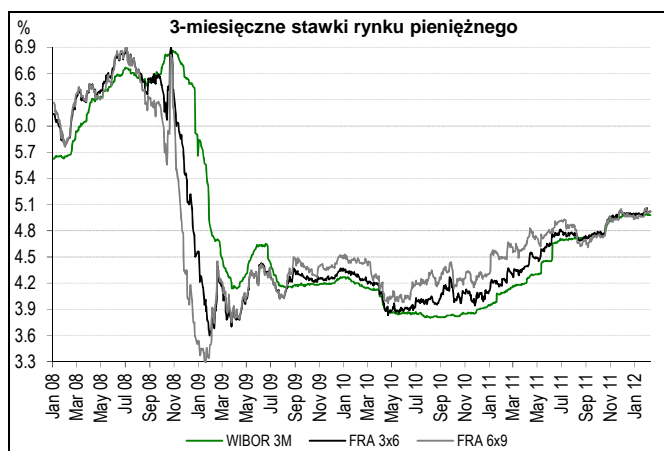
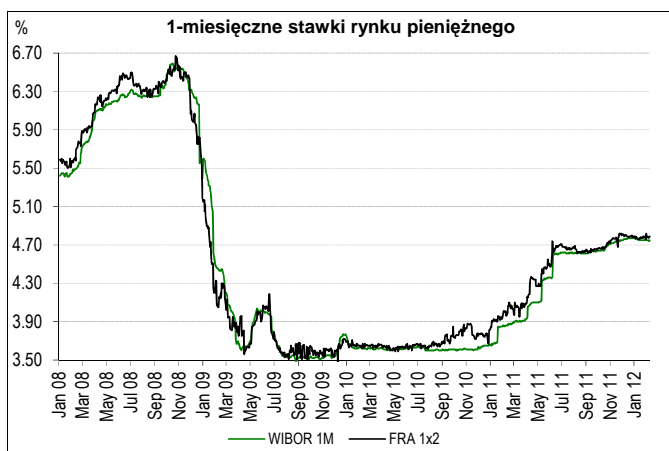
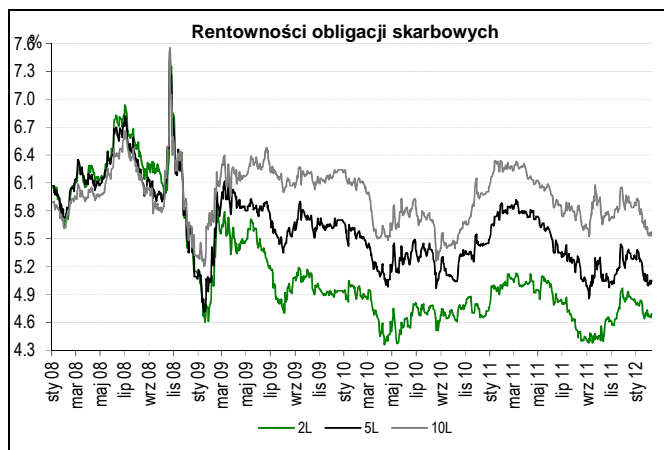
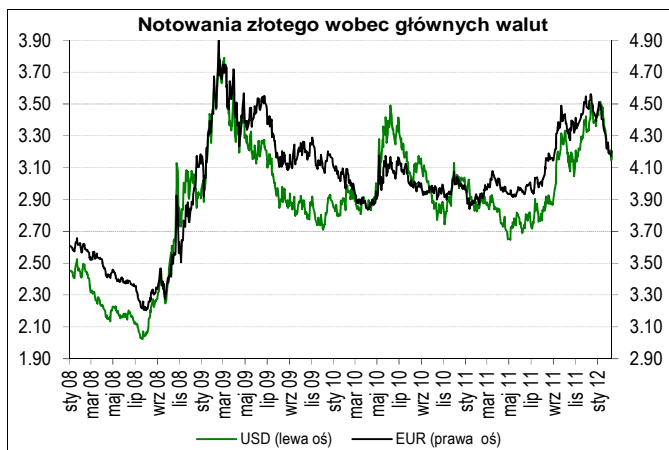
▪ Plany emisyjne na luty okazały się zgodne z oczekiwaniami. Niemniej, warto wspomnieć o zmianach w kalendarzu aukcji. Resort finansów zrezygnował z aukcji zamiany zastępując ją standardową aukcją DS1021. MF uzasadniając swą decyzję wskazywało na trudności w dostępie do obligacji podlegających zamianie. Inne aukcje pozostały bez zmian.

▪ Po styczniu potrzeb pożyczkowe są sfinansowane w 33%, co wskazuje, że MF efektywnie wykorzystał poprawę nastrojów do uplasowania emisji tak na rynku krajowym, jak i zagranicznym. MF nie planuje zwiększania „poduszki płynnościowej” poprzez wyższą podaż ponad planowany poziom na I kw. (tj. 18-29 mld zł).

▪ Odnosząc się do emisji na rynki zagraniczne MF planuje koncentrować się na mniejszych emisjach, nie wykluczając sprzedaży obligacji detalicznych na rynku japońskim.



# 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	5402/2223
30.01.2012	30-tyg.: 1000-2000	3249/1997
30.01.2012	51-tyg.: 1000-2000	4225/1592
27.02.2012	52-tyg.: 1000-2000	
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
kwiecień	13.04	OK0713	3000-5500	4759	-	-	-	-	20.04	OK0111/PS0511/IZ0111	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	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	4067	19.01	OK0114	3000-6000	6753	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
lut	09.02	OK0114/PS1016	3500-5500	5049	16.02	WZ0117	1000-3000	-	1.02	DS1021: 1000-3000	2937
marzec	14.03	OK/PS	-	-	21.03	DS/WS/WZ/IZ	-	-	08.03	PS0412/OK0712	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym, \*\* - aukcja zwykła, \*\*\* oferta/sprzedaż, \*\*\*\* w lutym 2012 zamiast aukcji zamiany odbyła się standardowa aukcja DS1021

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>13 lutego</b> <i>PL: Bilans płatniczy (XII)</i>	<b>14</b> <i>PL: Podaż pieniądza (I)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (XII) DE: Indeks ZEW (II) US: Sprzedaż detaliczna (I)	<b>15</b> <i>PL: CPI (I)</i> EZ: Wstępny PKB (IV kw.) US: Indeks NY Fed (II) US: Produkcja przemysłowa (I) US: Minutes Fed	<b>16</b> <i>PL: Płace i zatrudnienie (I)</i> US: Indeks Philly Fed (II) US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę domów (I) US: Indeks Philly Fed (II)	<b>17</b> <i>PL: Produkcja przemysłowa (I)</i> <i>PL: PPI (I)</i> US: Bazowy CPI (I) US: Wskaźniki wyprzedzające (I)
<b>20</b> Dzień wolny	<b>21</b> EZ: Indeks nastrojów konsumentów (II)	<b>22</b> DE: Wstępny PMI-przemysł (II) EZ: Wstępny PMI-przemysł (II) CN: Wstępny PMI-przemysł (I) EZ: Zamówienia przemysłowe (XII) US: Sprzedaż domów (I)	<b>23</b> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (I)</i> <i>PL: Stopa bezrobocia (I)</i> <i>PL: Minutes RPP</i> DE: Indeks Ifo (II)	<b>24</b> US: Indeks Michigan (II) US: Sprzedaż nowych domów (I)
<b>27</b> EZ: Podaż pieniądza (I) US: Niezakończona sprzedaż domów (I)	<b>28</b> DE: Indeks GfK (III) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (I) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (XII) US: Indeks nastrojów konsumentów (II)	<b>29</b> <i>PL: Oczekiwania inflacyjne</i> EZ: HICP (I) US: Drugi szacunek PKB (IV kw.) US: Indeks Chicago PMI (II) US: Beżowa Księga Fed	<b>1 marca</b> <i>PL: PKB (IV kw.)</i> <i>PL: PMI-przemysł (II)</i> DE: PMI-przemysł (II) EZ: PMI-przemysł (II) EZ: Wstępny HICP (II) CN: PMI-przemysł (II) US: Wydatki konsumentów (I) US: Dochody osobiste (I) US: Bazowy PCE (I) US: ISM-przemysł (II)	<b>2</b> EZ: PPI (I)
<b>5</b> DE: PMI – usługi (II) EZ: PMI – usługi (II) EZ: Indeks Sentix (III) US: Zamówienia przemysłowe (I) US: ISM – usługi (II)	<b>6</b> EZ: Rewizja PKB (IV kw.)	<b>7</b> <i>PL: Decyzja RPP</i> DE: Zamówienia przemysłowe (I) US: Raport ADP (II)	<b>8</b> GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC DE: Produkcja przemysłowa (I) CN: Bilans handlowy (II)	<b>9</b> DE: Eksport (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) US: Stopa bezrobocia (II) US: Bilans handlowy (I) CN: CPI (II)
<b>12</b>	<b>13</b> <i>PL: Bilans płatniczy (I)</i> <i>PL: CPI (II)</i> DE: Indeks ZEW (III) US: Sprzedaż detaliczna (II) US: Decyzja Fed	<b>14</b> <i>PL: Podaż pieniądza (II)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (I) EZ: HICP (II) US: Ceny importu (II)	<b>15</b> US: PPI (II) US: Indeks Philly Fed (III)	<b>16</b> <i>PL: Płace i zatrudnienie (II)</i> US: Bazowy CPI (II) US: Produkcja przemysłowa (II) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (II) US: Wstępny indeks Michigan (III)

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 <sup>a</sup>	13 <sup>b</sup>	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	27	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace 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; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty.

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		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	lut 12
PMI	pkt.	55,6	53,8	54,8	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8	52,2	51,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,3	10,5	6,8	6,7	7,8	2,0	1,8	7,9	7,4	6,4	8,5	7,7	10,4	7,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	11,0	18,7	24,2	15,6	23,9	17,0	16,5	10,8	18,1	8,9	13,0	14,6	23,0	21,3
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	5,8	12,2	9,4	18,6	13,8	10,9	8,2	11,3	11,4	11,2	12,6	8,6	15,0	8,5
Stopa bezrobocia	%	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	13,6
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	5,0	4,1	4,0	5,9	4,1	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	4,4	4,4	4,4	4,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3,8	4,1	4,1	3,9	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5	2,3	1,1	0,8
Eksport (w euro)	% r/r	21,0	17,6	12,5	11,2	18,1	7,2	4,8	14,1	4,9	4,6	7,3	4,8	5,9	2,4
Import (w euro)	% r/r	23,9	19,4	10,6	16,1	19,4	12,9	8,9	11,6	3,6	3,7	2,3	1,2	3,3	-0,7
Bilans handlowy	mln EUR	-504	-702	-687	-1 004	-932	-1 203	-1 290	-1 036	-387	-671	-749	-969	-237	-353
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 313	-714	-1 107	-1 149	-182	-2 023	-1 962	-1 428	-1 346	-1 546	-1 034	-1170	-621	50
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-4,9	-4,8	-4,8	-4,7	-4,9	-4,9	-4,8	-4,7	-4,7	-4,2	-4,0	-3,9	-3,7
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-2,8	-14,4	-17,3	-21,6	-23,7	-20,4	-21,1	-20,7	-21,9	-22,5	-21,6	-25,2	-5,0	-15,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	6,9	35,9	43,1	53,8	59,0	50,7	52,5	51,6	54,5	56,1	53,6	62,7	12,4	37,3
Inflacja (CPI)	% r/r	3,6	3,6	4,3	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,8	4,6	4,2	4,2
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	1,7	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,7	2,6	2,8	3,0	3,1	2,9	2,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	6,2	7,5	9,5	8,8	6,3	5,6	5,9	6,8	8,4	8,5	9,1	8,1	7,6	6,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,2	8,3	10,9	9,4	7,7	7,2	7,4	8,8	10,2	10,5	11,8	12,4	13,3	13,7
Zobowiązania	% r/r	8,6	8,7	12,2	9,9	8,1	7,7	7,7	8,8	9,5	9,4	11,2	11,7	12,5	12,5
Należności	% r/r	9,2	10,1	11,4	12,0	11,7	9,9	13,9	13,2	14,7	14,8	14,6	14,1	14,5	14,7
EUR/PLN	PLN	3,89	3,93	4,01	3,97	3,94	3,97	3,99	4,12	4,33	4,35	4,43	4,48	4,37	4,24
USD/PLN	PLN	2,91	2,88	2,87	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,27	3,40	3,39	3,26
CHF/PLN	PLN	3,05	3,03	3,12	3,06	3,14	3,28	3,39	3,68	3,61	3,54	3,60	3,65	3,61	3,50
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	4,50
WIBOR 3M	%	4,01	4,11	4,18	4,27	4,40	4,61	4,70	4,72	4,75	4,80	4,94	4,98	4,99	4,99
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,15	4,41	4,54	4,61	4,61	4,63	4,61	4,53	4,48	4,48	4,48	4,55	4,50	4,52
Rentowność obligacji 2L	%	4,96	5,04	5,04	5,01	5,02	4,87	4,72	4,47	4,43	4,54	4,73	4,86	4,75	4,72
Rentowność obligacji 5L	%	5,72	5,82	5,82	5,76	5,64	5,42	5,30	5,14	5,08	5,09	5,19	5,30	5,20	5,05
Rentowność obligacji 10L	%	6,26	6,27	6,28	6,14	6,06	5,90	5,81	5,71	5,80	5,76	5,85	5,88	5,74	5,60

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> 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	1 531,6	1 622,8	349,3	369,3	375,1	437,9	373,4	390,9	397,8	460,6
PKB	% r/r	1,6	3,9	4,3	2,3	4,5	4,3	4,2	4,1	2,9	2,3	2,2	2,0
Popyt krajowy	% r/r	-1,1	4,6	3,8	0,7	4,4	4,3	3,2	3,4	1,2	-0,1	0,6	0,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,2	3,1	1,8	3,7	3,6	3,0	2,0	1,5	1,8	2,0	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,2	-0,2	8,7	4,1	5,9	6,9	8,5	10,8	8,0	4,0	4,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-4,5	9,0	7,7	2,5	9,1	5,8	6,1	9,7	5,8	2,6	1,8	0,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	4,6	16,3	5,6	18,7	18,8	15,2	12,3	13,6	2,8	6,1	4,1
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3,5	6,1	11,2	5,3	9,4	14,5	10,3	10,6	8,5	5,8	5,7	1,9
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	12,1	12,4	12,5	13,5	13,3	11,9	11,8	12,5	13,8	13,1	12,5	13,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	4,4	3,3	5,0	3,3	4,1	5,0	6,1	4,6	3,5	3,2	3,2	3,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,2	0,8	3,2	0,5	4,1	3,5	3,2	2,1	0,9	0,4	0,3	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	22,8	10,5	1,7	17,0	12,0	8,1	5,6	1,4	0,5	1,0	4,0
Import (w euro)	% r/r	-24,4	24,9	10,7	-0,9	17,7	16,0	8,1	2,4	-0,6	-4,0	-1,0	2,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 893	-10 100	-6 337	-1 894	-3 141	-2 676	-2 389	-1 204	-1 428	-1 961	-1 744
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-16 493	-14 953	-8 579	-3 135	-3 359	-4 709	-3 750	-1 184	-1 363	-3 341	-2 691
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,7	-4,0	-2,3	-4,8	-4,9	-4,7	-4,0	-3,5	-3,0	-2,6	-2,3
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	4,0	3,6	3,9	3,3
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,1	4,6	3,0	4,3	4,2	3,9	4,6	3,6	3,9	4,1	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	3,0	2,9	2,6	2,7	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,6	4,3	7,7	6,9	7,0	8,6	6,4	4,8	3,8	2,2
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	8,1	8,8	12,4	7,7	10,9	7,2	10,2	12,4	10,4	11,2	8,3	7,7
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,8	9,1	11,7	7,9	12,2	7,7	9,5	11,7	8,9	9,8	8,0	7,9
Należności <sup>b</sup>	% r/r	8,6	9,2	14,1	3,1	11,4	9,9	14,7	14,1	14,6	11,6	3,6	3,1
EUR/PLN	PLN	4,33	3,99	4,12	4,34	3,94	3,96	4,15	4,42	4,32	4,46	4,36	4,23
USD/PLN	PLN	3,11	3,02	2,96	3,45	2,88	2,75	2,94	3,28	3,35	3,53	3,48	3,46
CHF/PLN	PLN	2,87	2,90	3,34	3,36	3,06	3,16	3,56	3,60	3,55	3,51	3,29	3,10
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	3,50	3,50	4,50	4,00	3,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,00	4,00
WIBOR 3M	%	4,42	3,94	4,54	4,67	4,10	4,43	4,72	4,91	4,99	4,95	4,43	4,33
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	3,96	4,51	4,32	4,37	4,62	4,54	4,50	4,51	4,50	4,22	4,05
Rentowność obligacji 2L	%	5,17	4,72	4,81	4,63	5,01	4,97	4,54	4,71	4,74	4,65	4,57	4,57
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,44	5,09	5,79	5,60	5,17	5,19	5,12	5,08	5,06	5,10
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,98	5,68	6,27	6,03	5,77	5,83	5,68	5,71	5,62	5,70

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.02.2012 r. zostało przygotowane przez:

## DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 22 586 83 40

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

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

tel. 22 586 83 63, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** 22 586 83 33

**Agnieszka Decewicz** 22 586 83 41

**Marcin Luziński** 22 586 83 62

**Marcin Sulewski** 22 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

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

### Warszawa

ul. Marszałkowska 142  
00-061 Warszawa  
tel. 22 586 83 20  
fax 22 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław  
tel. 71 370 25 87  
fax 71 370 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.