

### 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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl)

## Wolniejsze hamowanie

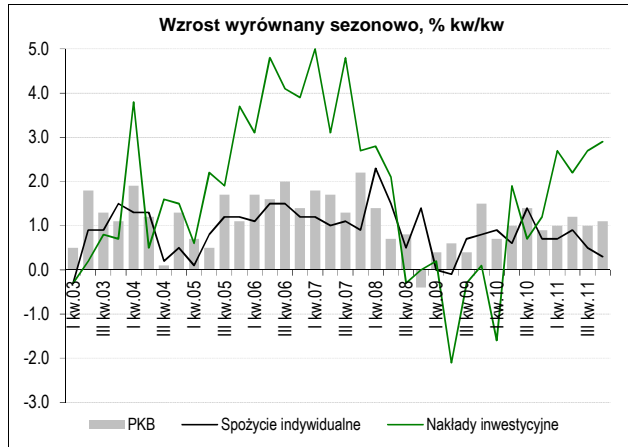
▪ W grudniowym MAKROskopie pisaliśmy o delikatnej zmianie prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski w 2012 z 2,7% na 2,3%. Na podstawie ostatnich informacji zdecydowaliśmy jednak powrócić do poprzedniej prognozy, podwyższając prognozy na poszczególne kwartały tego roku o 0,2-0,4 pkt proc. Wynika to po pierwsze z wyższego punktu startowego w postaci nieco lepszej końcówki roku (IV kw. 4,3%) w porównaniu z naszymi szacunkami, a po drugie z dobrych danych za styczeń i naszych oczekiwań dotyczących podstawowych wskaźników w lutym i marcu. W pierwszym kwartale wzrost PKB może być bliski 3,5%. Wciąż oczekujemy spowolnienia w kolejnych kwartałach 2012 roku, które powinno być szczególnie widoczne w produkcji, zarówno przemysłowej jak i budowlanej, przy czym w tym drugim przypadku będzie to wynikało z niższej dynamiki inwestycji w porównaniu ze świetnym wynikiem przełomu roku 2011/12 (dwucyfrowy wzrost). Nie zmieniamy prognozy relatywnie niskiego tempa wzrostu eksportu i konsumpcji, które utrzymać się powinny na poziomie mniej więcej z IV kwartału 2011.

▪ Naszym zdaniem, oczekiwana struktura wzrostu gospodarczego nie przemawia za zacieśnieniem polityki pieniężnej, tym bardziej, że niebawem inflacja powinna wyraźnie się obniżyć. Co prawda jeszcze w lutym możliwy jest niewielki wzrost wskaźnika inflacji, jednak w marcu-kwietniu prognozujemy spadek do ok. 3,5%. Na koniec roku wciąż spodziewamy się spadku do ok. 3%. Co więcej, spowolnienie gospodarcze oznacza, że średnioterminowe prognozy inflacji są korzystne, na co wskazuje chociażby nowa projekcja NBP (ścieżka centralna 2,9% w IV kw. 2013 i 2,0% w IV kw. 2014). Rozumiemy, że Rada Polityki Pieniężnej jest w mało komfortowej sytuacji, jeśli przez pierwsze dwa lata jej kadencji inflacja przez większą część czasu była powyżej celu, a w 2011 roku nawet powyżej górnej granicy odchyłań wokół celu. Niemniej, większości czynników stojących za podwyższoną inflacją trudno było przeciwdziałać (wyższy VAT, ceny surowców, słabszy złoty), a Rada i tak dokonała już podwyżek o 100 pb w ubiegłym roku, celem zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych. Obecnie, przy obserwowanym pogorszeniu sytuacji na rynku pracy ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest niewielkie. Tak więc, podnoszenie dziś stóp procentowych na podstawie zeszłorocznych danych o szybko rozwijającej się gospodarce i podwyższonej inflacji, przypominałoby prowadzenie samochodu do przodu patrząc tylko we wsteczne lusterka. Obraz przez przednią szybę wygląda jednak inaczej, na co wskazuje chociażby nowa projekcja NBP.

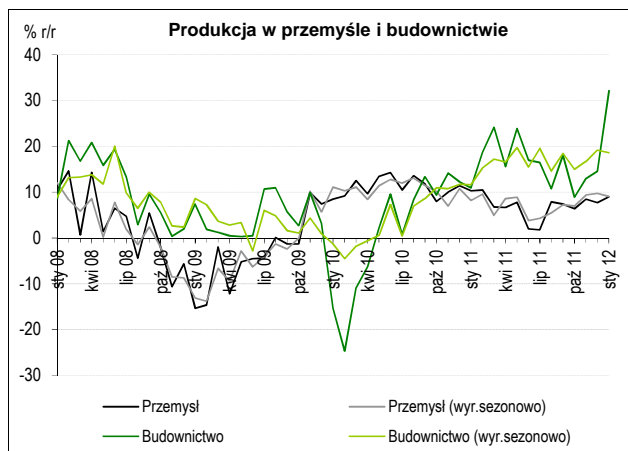
▪ Oczekiwana przez nas korekta na rynku walutowym nie pojawiła się, nie licząc krótkotrwałego wzrostu kursu EURPLN z 4,10 na 4,20. Po tym wzroście kursu ponownie jednak nastąpiło umocnienie złotego i choć wydaje się, że może zabraknąć impulsów do dalszego ruchu kursu w dół (nasz bazowy scenariusz ponownie zakłada korektę), to widzimy ryzyko spadku do 4,05, o którym pisaliśmy już przed miesiącem. Biorąc pod uwagę bardzo dobry początek roku dla polskiej waluty, zmieniliśmy również ścieżkę na kolejne miesiące i kwartały (kurs średnioroczny ok. 10 groszy niżej, prognoza na koniec roku wciąż ok. 4,20 wobec euro).

Na rynku finansowym 9 marca 2012 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,94	EURPLN	4,1143
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,57	USDPLN	3,1126
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,80	CHFPLN	3,4125

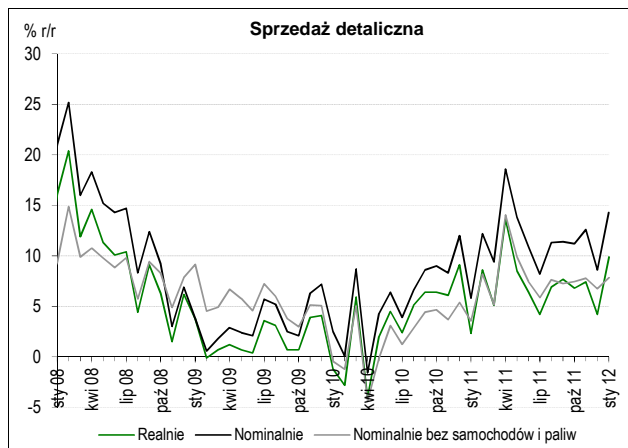
## Gospodarka Polski

**Wzrost PKB w IV kw. 2011 nieco powyżej oczekiwań**

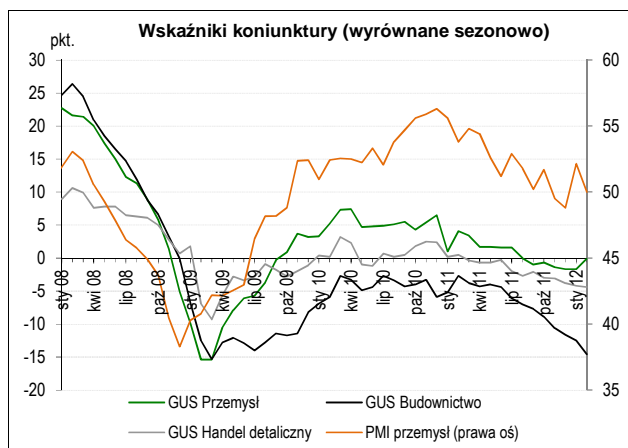
- Wzrost PKB w IV kw. 2011 wyniósł 4,3% r/r, nieco powyżej prognoz. Tak jak oczekiwaliśmy, kontynuowane było spowolnienie konsumpcji (spożycie ogółem zanotowało najniższy wzrost od połowy 2009, tj. 1,2%) oraz przyspieszenie inwestycji (10,3% r/r).
- Negatywne tendencje w popycie konsumpcyjnym będą zapewne kontynuowane w 2012 r. z powodu pogarszającej się sytuacji na rynku pracy. Z kolei niepewność związana z sytuacją w gospodarce ograniczy tempo wzrostu inwestycji. Taka struktura wzrostu nie powinna powodować niepokoju wśród członków RPP.
- Lepsze dane o PKB za IV kwartał 2011 w połączeniu z dobrymi wskaźnikami publikowanymi na początku tego roku oraz nieco lepszą oceną sytuacji globalnej skłoniły nas do podwyższenia prognozy wzrostu gospodarczego na cały rok z 2,3% do 2,7%. Tym samym powracamy do naszej prognozy z listopada ub.r.

**Styczeniowe mocne wzrosty produkcji i sprzedaży pod wpływem efektów statystycznych**

- Styczeniowe dane o produkcji były całkiem niezłe (wzrost o 9% r/r w przemyśle i 32,2% r/r w budownictwie), ale trzeba pamiętać, że zostały one zaburzone przez większą niż przed rokiem liczbę dni roboczych i wyjątkowo dobre warunki atmosferyczne. W związku z tym ocena faktycznej aktywności ekonomicznej w obu sektorach na początku nowego roku jest póki co utrudniona. W lutym efekt większej liczby dni roboczych zadziała ponownie, choć z drugiej strony mocne pogorszenie warunków atmosferycznych (duże mrozy i opady śniegu) negatywnie wpłynęły na produkcję w budownictwie i być może niektórych gałęziach przemysłu. Ogólnie, spodziewamy się hamowania wzrostu produkcji w kolejnych miesiącach, co wydają się już zapowiadać wskaźniki wyprzedzające i koniunktury (patrz niżej).
- Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w styczniu do dwucyfrowego poziomu 14,3% r/r, co jest drugim najwyższym wynikiem od 3,5 roku. Podobnie jak w przypadku produkcji, roczne tempo wzrostu sprzedaży zostało jednak zaburzone przez efekt statystyczny – wyjątkowo niską bazę z poprzedniego roku. W styczniu 2011 r., tuż po wprowadzeniu podwyżki VAT, poziom sprzedaży był wyjątkowo niski, ponieważ Polacy dokonali dużych zakupów z wyprzedzeniem w ostatnich miesiącach 2010 roku. Najsilniejszy efekt bardzo niskiej bazy zanotowano w styczniu w sprzedaży samochodów, która wzrosła o 30% r/r. Wg naszych szacunków wzrost sprzedaży detalicznej po wyłączeniu samochodów i paliw wyniósł ok. 8% r/r. Ten efekt zapewne w znacznej mierze wygaśnie już w lutym, na co wskazuje spadek liczby rejestracji nowych samochodów o ok. 2% m/m (przed rokiem zanotowano wzrost o ok. 10% m/m). W kolejnych miesiącach dynamikę sprzedaży będzie ograniczała słaba sytuacja na rynku pracy.

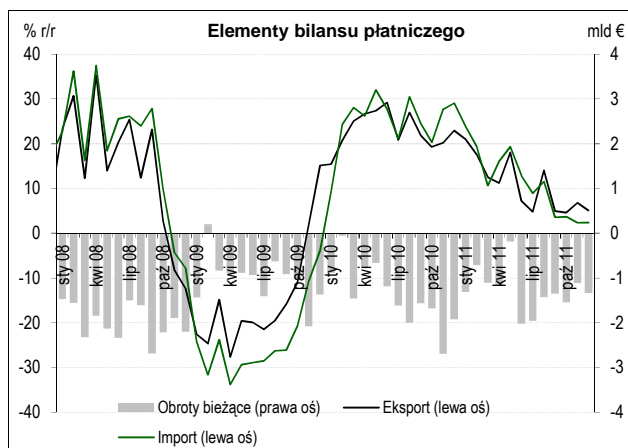
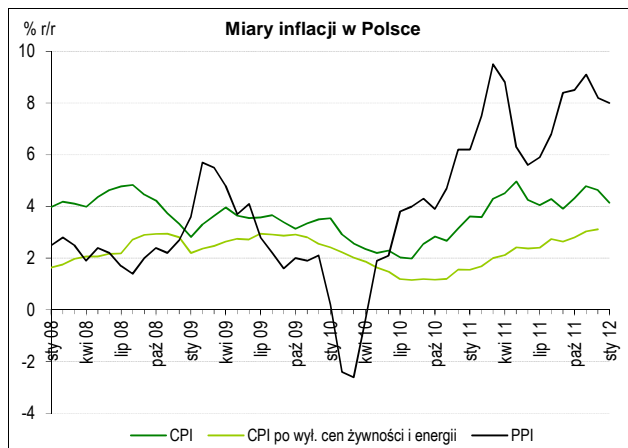
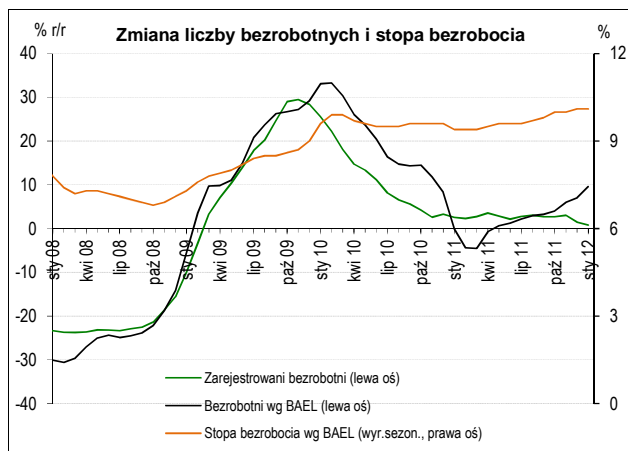
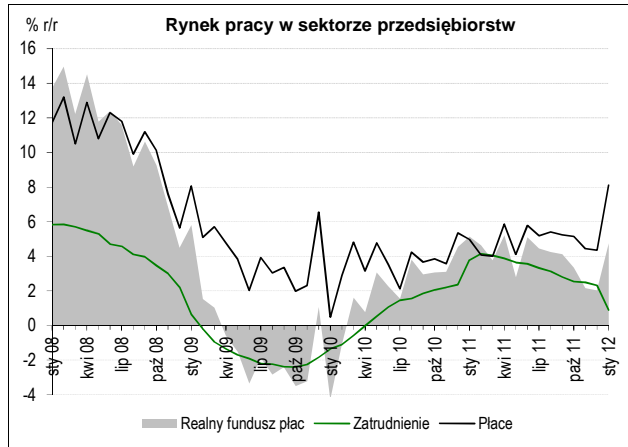
**... ale nadchodzi spowolnienie**

- Indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł w lutym do 50 pkt. z 52,2 pkt. w styczniu. Negatywnie na indeks wpłynęło spowolnienie produkcji oraz spadek zamówień, w tym także eksportowych. Część przedsiębiorstw tłumaczyło niższy poziom zamówień złymi warunkami atmosferycznymi. Negatywne tendencje w produkcji oraz zamówieniach doprowadziły do redukcji zatrudnienia.
- Wskaźniki koniunktury gospodarczej publikowane przez GUS również wskazują na raczej negatywne tendencje w ostatnich miesiącach, chociaż warto odnotować lekką poprawę indeksu dla przemysłu w lutym (po korekcie sezonowej).
- Ostatnia publikacja wskaźników wyprzedzających koniunktury OECD wskazuje na stabilizację indeksu dla Polski, wobec wykazywanego wcześniej odbicia w górę.



Źródło: GUS, Reuters, obliczenia własne

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

### Stopa bezrobocia najwyższa od 2007 r.

- W styczniu zatrudnienie w sektorze firm wzrosło o 0,9% r/r. Liczba etatów była o ok. 50 tys. wyższa niż w styczniu i w grudniu 2011, co najprawdopodobniej jest przede wszystkim efektem corocznej zmiany grupy przedsiębiorstw badanych przez GUS. Mimo wzrostu zatrudnienia w sektorze firm, w przemyśle ubyło 6 tys. miejsc pracy, co jest niepokojącym sygnałem. Raport PMI wskazuje, że w lutym firmy w sektorze przetwórczym kontynuowały redukcje zatrudnienia.

- Nieco mniej pesymistyczny obraz pokazuje badanie BAEL, wg którego liczba pracujących wzrosła w styczniu w umiarkowanym tempie 1,2% r/r. Z drugiej strony, badanie pokazało wyraźne przyspieszenie wzrostu liczby bezrobotnych (9,2% r/r), a skorygowana sezonowo stopa bezrobocia wyniosła 10,1%, tyle co w grudniu (po korekcie) i najwięcej od 2007 r.

- Spodziewamy się, że tempo wzrostu zatrudnienia może spowolnić w kolejnych miesiącach, a bezrobocie będzie utrzymywało się na podwyższonym poziomie.

- Płace w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyły w styczniu do 8,1% r/r. Prawdopodobnie było to spowodowane przyspieszeniem wypłat premii w części firm przed podwyżką składki rentowej (wchodzącej w życie 1 lutego). W najbliższych miesiącach zobaczymy odwrócenie tego efektu, wskutek czego roczna dynamika płac może chwilowo spaść nawet w pobliże zera. W dalszej części roku spodziewamy się wzrostu płac mniej więcej zgodnego z dynamiką inflacji.

- Wzrost funduszu płac i świadczeń społecznych przyspieszył w styczniu do 6,4% r/r nominalnie i 2,2% r/r realnie (wobec odpowiednio 5,5% i 0,8% w grudniu). Tempo wzrostu zostało podbite przez tymczasowe przyspieszenie płac, a w przyszłych miesiącach jego realny wzrost będzie wg naszych prognoz bliski zera, co nie będzie wspierające dla popytu konsumpcyjnego.

### Wzrost cen spowolnił w styczniu

- W styczniu inflacja CPI spadła do 4,1% r/r z 4,6% r/r w grudniu 2011. Do spadku przyczynił się m.in. efekt wysokiej bazy statystycznej (związanej z podwyżkami stawek VAT w styczniu 2011). Wraz z publikacją inflacji za luty, styczniowe dane zostaną zrewidowane, po przeliczeniu wg nowego koszyka wag. Nasze szacunki na podstawie wyników badań budżetów gospodarstw domowych wskazują, że rewizja CPI powinna być nieznaczna. W lutym inflacja może lekko wzrosnąć pod wpływem wyższych cen żywności, ale kolejne miesiące przyniosą jej wyraźny spadek w kierunku 3,5%.

- Wzrost PPI tylko nieznacznie spowolnił w styczniu do 8% r/r. W przetwórstwie przemysłowym ceny spadły o 0,1% m/m, co było skutkiem umocnienia złotego i spadku cen eksportowych. Naszym zdaniem inflacja PPI będzie spowalniała w kolejnych miesiącach.

### Spowolnienie widoczne w handlu zagranicznym

- Deficyt obrotów bieżących w grudniu wyniósł 1,34 mld € i był nieznacznie większy od listopadowego oraz od prognoz. W całym 2011 r. deficyt obrotów bieżących zmniejszył się do 4,1% PKB z 4,7% w 2010, a stopień jego pokrycia przez napływ kapitału długoterminowego wzrósł do 94%.

- Zgodnie z oczekiwaniami, dynamika polskiego eksportu kontynuowała trend spadkowy w grudniu (5% r/r), wciąż jednak przewyższając bardzo słabe tempo wzrostu importu (2,4% r/r).

- Dane Eurostatu pokazują, że najszybsze wyhamowanie eksportu nastąpiło w ostatnich miesiącach w handlu ze strefą euro, podczas gdy najlepiej radził sobie eksport do krajów poza UE (wzrost ok. 18% r/r w listopadzie). Światowa dekonjunkcja najbardziej dotknęła eksport dóbr konsumpcyjnych (-4% r/r), podczas gdy eksport dóbr kapitałowych przyspieszył w ostatnich miesiącach (do 23% r/r).

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Fragmety marcowego komunikatu RPP

Tempo wzrostu gospodarczego na świecie nadal kształtuje się na niskim poziomie. Przyspieszeniu dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych towarzyszy recesja w strefie euro oraz osłabienie wzrostu w większości największych gospodarek wschodzących. Jednocześnie od ostatniego posiedzenia Rady nadal poprawiały się niektóre wskaźniki wyprzedzające, co sygnalizuje możliwość stabilizacji koniunktury w części gospodarek.

Inflacja na świecie pozostaje na podwyższonym poziomie, choć stopniowo spada. Jednym z głównych czynników podwyższających inflację są wysokie ceny surowców, w tym ceny ropy, które ponownie wzrosły w ostatnim okresie. Utrzymuje się niepewność związana z kryzysem zadłużeniowym w niektórych krajach strefy euro.

W Polsce, dane o PKB w IV kw. ub. r., a także dane o produkcji i sprzedaży detalicznej na początku br. wskazują na utrzymywanie się relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego. Możliwość osłabienia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach nadal sygnalizuje jednak stosunkowo niski poziom większości wyprzedzających wskaźników koniunktury.

W IV kw. 2011 r. zwiększyła się liczba pracujących w gospodarce. Równoczesny wzrost liczby osób aktywnych zawodowo przyczynił się jednak do podwyższenia stopy bezrobocia, co wciąż ogranicza wzrost płac w gospodarce. Istotny wzrost dynamiki płac w przedsiębiorstwach w styczniu br. wynikał najprawdopodobniej z czynników przejściowych.

W ocenie Rady, w krótkim okresie inflacja – mimo oczekiwanego pewnego obniżenia – prawdopodobnie pozostanie powyżej celu inflacyjnego. Do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczyni się wcześniejsze osłabienie złotego oraz utrzymujące się wysokie ceny surowców, które mogą prowadzić do dalszego wzrostu cen energii.

W średnim okresie inflacja będzie natomiast ograniczana przez oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki płac oraz kontynuowanego zacieśnienia polityki fiskalnej. Spadkowi inflacji sprzyja także aprecjacja złotego obserwowana na początku bieżącego roku.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie.

### RPP czeka na poprawę perspektyw inflacji

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała w marcu stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Jednocześnie, Rada zaostrzyła ton komunikatu, stwierdzając, że nie wyklucza zmian w polityce pieniężnej „gdyby utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie”. W poprzednich miesiącach warunkiem zaostrzenia polityki było pogorszenie, a nie brak poprawy perspektyw inflacji.

Do zaostrzenia retoryki RPP przyczyniła się zapewne wyższa w krótkim okresie ścieżka inflacji w nowej projekcji NBP (patrz niżej). Warto jednak zauważyć, że średnioterminowe perspektywy CPI uległy wg nowej projekcji lekkiej poprawie, szczególnie, jeśli uwzględnić dane, które napłynęły po dacie zamknięcia raportu. Obniżyła się również prognoza PKB.

Rada oceniła styczniowy silny wzrost płac w przedsiębiorstwach jako tymczasowy i zwróciła uwagę na występowanie czynników ograniczających wzrost wynagrodzeń, sugerując, że zmniejszają one potrzebę zacieśnienia polityki pieniężnej.

Naszym zdaniem RPP w najbliższych miesiącach pozostanie w fazie oczekiwania, obserwując kolejne publikacje danych makroekonomicznych i ich wpływ na ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji. Argumentem przeciwko podwyżkom będą nasilające się sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia sytuacji na rynku pracy oraz wyraźny spadek inflacji od marca (do górnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu NBP), który zmniejszy obawy Rady o realizację w tym roku ścieżki CPI naszkicowanej przez wyniki projekcji NBP. Według naszych przewidywań w drugiej połowie roku spowolnienie gospodarcze w Polsce i poprawa perspektyw inflacji będą już na tyle wyraźne, że stworzą przestrzeń do lekkiego rozluźnienia polityki pieniężnej.

### Projekcje NBP kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Mar 11	Lip 11	Lis 11	Mar 12
<b>2012</b>	2,3-4,8	1,9-4,5	2,0-4,1	2,2□□,8
<b>2013</b>	1,7-4,4	1,5-4,3	1,5-4,0	1,1-3,5
<b>2014</b>	x	x	x	1,9-4,4

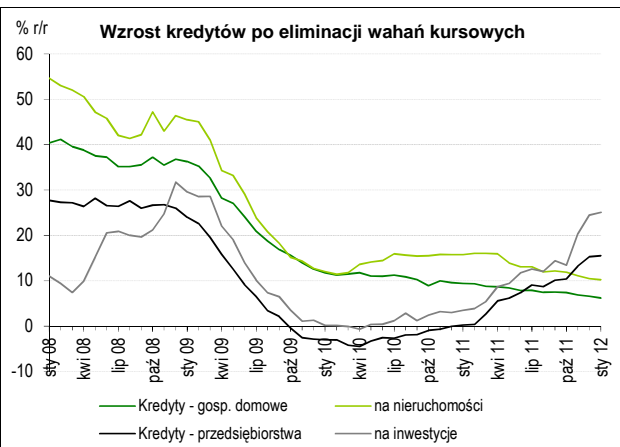
	Inflacja CPI			
	Mar 11	Lip 11	Lis 11	Mar 12
<b>2012</b>	2,2-3,4	2,1-3,4	2,5-3,9	3,6-4,5
<b>2013</b>	2,1-3,7	1,8-3,4	2,2-3,7	2,2-3,6
<b>2014</b>	x	x	x	1,2-3,0

### Nowa projekcja nie uzasadnia podwyżek

Wyniki nowych projekcji NBP wskazują na wyraźnie wyższą niż poprzednio ścieżkę centralną inflacji w 2012 r. i jednocześnie zbliżoną do przewidywanej w listopadzie inflację w kolejnym roku. Pod koniec 2013 r. inflacja zbliży się do celu i schodzi poniżej tego poziomu w kolejnym roku. Jednak dane, które pojawiły się po dacie zamknięcia projekcji (24 stycznia) dość wyraźnie obniżają ścieżkę CPI – o 0,3-0,4 pkt. proc. w 2012 r. i 0,2-0,3 pkt. proc. w 2013 r., zbliżając ją do tego, co wskazują nasze prognozy.

Przewidywane tempo wzrostu PKB jest podobne jak w poprzedniej projekcji w 2012 r. i wyraźnie niższe w kolejnym roku. Naszym zdaniem, wzrost PKB w tym roku może być niższy od wskazywanego przez projekcję ze względu na niższy wzrost konsumpcji.

Wyniki projekcji nie uzasadniają naszym zdaniem konieczności zacieśnienia polityki pieniężnej.



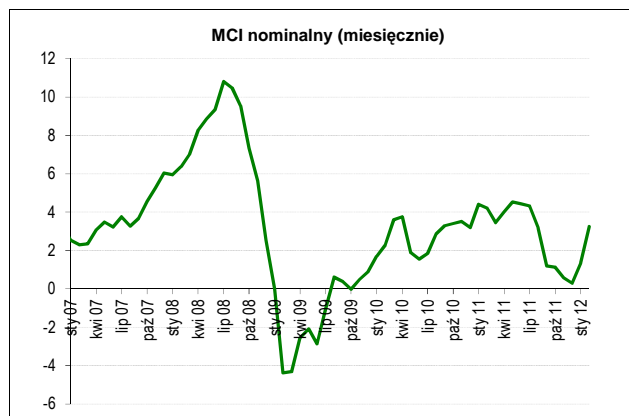
### Banki zaostrzają kryteria, ale kredyty dla firm przyspieszają

W styczniu wzrost kredytów dla firm po raz kolejny przyspieszył, do 15,5% r/r po eliminacji wahań kursowych. Najszybciej wciąż rosną kredyty na inwestycje (25% r/r). Co ciekawe, dane NBP wskazują, że wzrost dotyczy głównie sektora MSP, dla których kredyty rosną dwukrotnie szybciej niż dla dużych firm. Dzieje się tak mimo tego, że banki zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów dla MSP w IV kw. 2011 i planują ich dalsze zaostrzenie.

Wzrost kredytów dla gospodarstw domowych lekko wyhamował w styczniu (6,2% r/r po eliminacji wahań kursowych), m.in. za sprawą spowolnienia wzrostu kredytów mieszkaniowych (10,2%). W IV kwartale nastąpiło zaostrzenie polityki kredytowej banków w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych, dotyczące wszystkich warunków kredytowania, najsilniejsze w przypadku wkładu własnego i zabezpieczeń. Planowane jest dalsze zaostrzenie polityki w tym sekcencie.

Źródło: NBP, szacunki własne

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Znaczny wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej

- W lutym nominalny indeks restrykcyjności polityki monetarnej MCI zanotował największy wzrost w historii badania (czyli od 2004 r.) i osiągnął poziom widziany ostatnio w sierpniu zeszłego roku. Tak znaczący skok wynikał z silnego umocnienia złotego względem euro (średnio o 4,4%), przy nieznacznym spadku stawek rynku pieniężnego (trzymiesięczny WIBOR spadł w ciągu miesiąca średnio o 0,01 pp.).
- Spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach wartość indeksu MCI może nieznacznie spaść wskutek osłabienia złotego pod wpływem utrzymującej się niepewności na rynkach finansowych i stopniowego spadku stawek rynku pieniężnego, ale powinna pozostać blisko poziomów notowanych obecnie.



Rzońca (1,58)

Winiecki (1,45)

Hausner (1,45)

Bratkowski (1,42)

Zielińska-Głębocka (1,42)

Kaźmierczak (1,08)

Gilowska (1,08)

Głapiński (1,00)

Belka (1,00)

Chojna-Duch (0,75)



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

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

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

### Łagodniejsze wypowiedzi części członków RPP przed posiedzeniem

W drugiej połowie lutego pojawiło się kilka wypowiedzi przedstawicieli RPP w mniej jastrzębiim tonie niż poprzednio. Andrzej Kaźmierczak, który wcześniej uważał, że „dość czekania, czas działać”, stwierdził w jednym z wywiadów, że popiera utrzymanie obecnego stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w I kwartale. Prezes NBP Marek Belka powiedział w rozmowie z portalem Obserwator Finansowy, że obecnie nie widać spirali cenowo-płacowej, która wymagałaby od NBP „ostrej reakcji”. Wprawdzie zaznaczył on, że inflacja jest stanowczo zbyt wysoka, ale podkreślił też, że jej głównym źródłem są czynniki zewnętrzne takie jak drożące na świecie surowce czy paliwa. Kilka dni później Belka powiedział, że „w takiej sytuacji jak teraz, kiedy nie możemy powiedzieć nic pewnego o kształtowaniu się koniunktury w najbliższych miesiącach”, podejście wyczekujące w polityce pieniężnej „ma sens”. Podobną opinię zaprezentował Jerzy Hausner, stwierdzając, że „linia polityki pieniężnej i poziom stóp procentowych jest prawidłowy” i nie ma powodów by go zmieniać. Mniej jednoznaczne były wypowiedzi Andrzeja Bratkowskiego. Najpierw przybrał on zdecydowanie bardziej jastrzębi ton, stwierdzając, że pytanie nie brzmi „czy”, ale „kiedy” podwyższać stopy procentowe, i że może to być konieczne w pierwszym półroczu. Za ruchem stóp w górę przemawia wg niego to, że w 2012 r. krajowy PKB wzrośnie o 3,5%, a więc bardziej niż wskazują prognozy rządowe. Jednak kilka dni później stwierdził, że „z pewnością RPP nie ma teraz powodów, by obniżać stopy procentowe, i dopóki nie nastąpi jakieś gwałtowne załamanie w UE, to tych powodów nie będzie. Natomiast pytanie, czy stopy podnieść, czy zostawić na niezmiennym poziomie, nadal jest otwarte.” Dodał też, że nie ma potrzeby spieszyć się z podwyżkami.

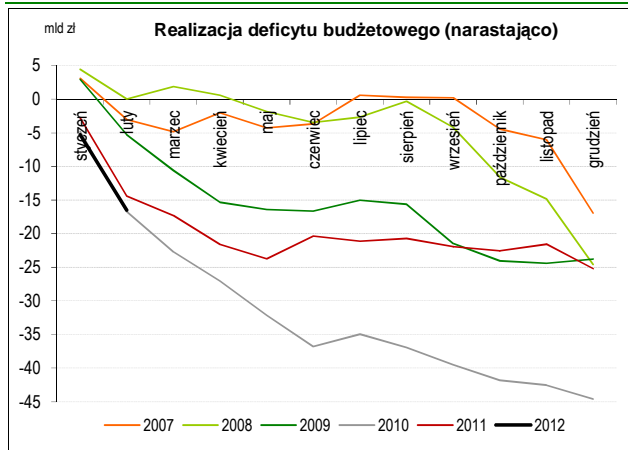
### Czy zmiana komunikatu zapowiada podwyżkę?

Jerzy Hausner zaznaczył przed marcowym posiedzeniem, że jeśli nowa projekcja NBP pokaże „niekorzystną ścieżkę inflacji” i Rada uzna, że konieczna jest podwyżka stóp, to najpierw będzie ją chciała zasygnalizować w komunikacie, tak, aby jej decyzja nie była zaskoczeniem. Nowa projekcja pokazała wyższą inflację w 2012 roku i ton ostatniego komunikatu RPP faktycznie uległ pewnemu zaostrzeniu. Marek Belka potwierdził w czasie konferencji, że nadal aktualne jest stwierdzenie, że podwyżki stóp są bardziej prawdopodobne niż obniżki. Czy jest to zapowiadany sygnał do podwyżek? Naszym zdaniem, perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji nie uzasadniają zacieśnienia polityki pieniężnej i spodziewamy się, że Rada podzieli ten pogląd. Dane makroekonomiczne z kolejnych miesięcy powinny to wyraźnie potwierdzić. Według minutes z lutowego posiedzenia RPP, decyzja o pozostawieniu stóp bez zmian była wówczas jednogłośnie. Trudno powiedzieć, czy podobnie było w marcu. Marek Belka zapytany o to, czy RPP głosowała wniosek o podwyżkę, odmówił odpowiedzi. Zmiana tonu komunikatu sugerować może, że grono zwolenników podwyżek rośnie.

### Dynamika płac będzie moderować skłonność do podnoszenia stóp

W czasie konferencji prasowej po posiedzeniu RPP kwestia dynamiki wzrostu płac pojawiła się kilkakrotnie w wypowiedziach prezesa Belki oraz członka Rady Andrzeja Kaźmierczaka jako istotny argument z punktu widzenia decyzji w polityce pieniężnej. Wg prezesa NBP niska dynamika płac jest czynnikiem, „który naszą skłonność do podwyżek będzie moderować”. Biorąc pod uwagę, że przewidujemy mocne wyhamowanie wzrostu wynagrodzeń w kolejnych miesiącach, jest to czynnikiem wspierającym prognozę stabilnych stóp w najbliższym czasie.

## Pod lupą: polityka fiskalna



### Sytuacja płynnościowa budżetu dobra

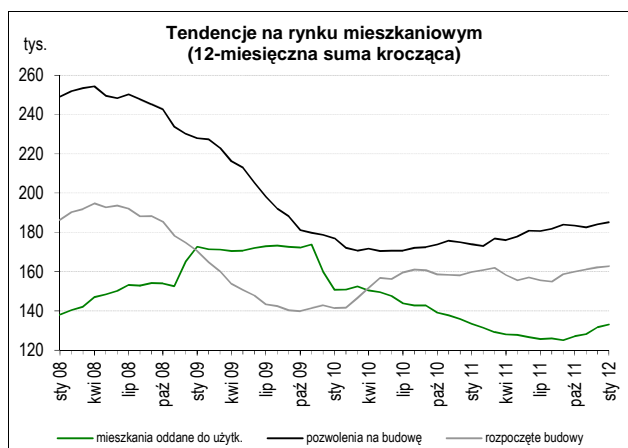
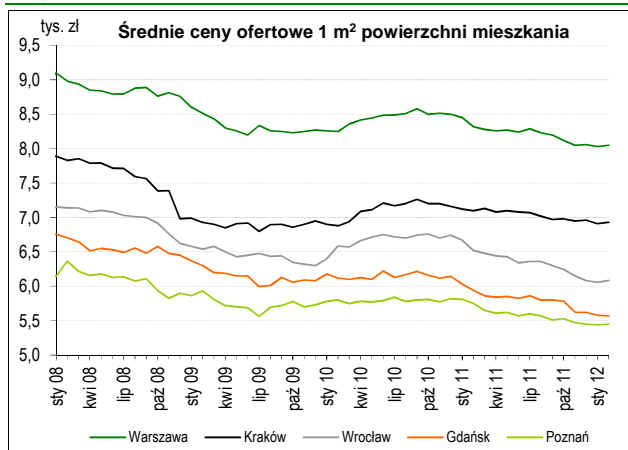
- MF szacuje, że po lutym deficyt budżetowy stanowił ok. 47% (16 mld zł) rocznego planu (35 mld zł). To oznacza przyrost o 11 mld zł m/m, co nie jest zaskoczeniem patrząc na lutową realizację budżetu w 2010-2011. W tym roku, podobnie jak i wcześniej, wzrost deficytu to efekt zwiększonych wydatków związanych z rozliczeniem z budżetem UE (średnia realizacja ponad 27%), subwencjami ogólnymi (ok. 27%) oraz dotacjami na FUS (ok. 25%).
- Kolejne miesiące powinny przynieść znacząco niższe przyrosty deficytu, głównie w wyniku niższych wydatków. Po stronie dochodowej czynnikiem ryzyka dla podatków pośrednich (głównie z VAT) jest struktura PKB (niższa konsumpcja prywatna).
- Sytuacja płynnościowa budżetu jest dobra. Na koniec lutego potrzeby pożyczkowe brutto były sfinansowane w 42%. Na rachunku MF zgromadziło środki w wysokości 40 mld zł.

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	09.03	zmiana od 9.02.12	zmiana od 30.12.11	09.03	zmiana od 09.02.12	zmiana od 30.12.11
Polska	356	3	-49	184	-42	-95
Czechy	170	47	-6	126	-13	-47
Węgry	701	44	-106	522	-28	-77
Grecja	3718	510	352	37030	27946	26828
Hiszpania	322	6	-5	393	45	15
Irlandia	519	12	-147	620	66	-119
Portugalia	1222	65	49	1257	-4	82
Włochy	306	-38	121	163	-5	-123
Niemcy	-	-	-	75	-5	-24

### LTRO wsparły dług krajów peryferyjnych

- Poprawa nastrojów przed drugim LTRO przyczyniła się do obniżenia premii za ryzyko w Europie. Na wartości zyskiwał dług peryferyjny, głównie obligacje włoskie. Rentowność 10-letnich obligacji Włoch obniżyła się do 4,91% na początku marca (najniższej od lipca 2011). To efekt informacji, że włoskie banki były najbardziej aktywne w ramach LTRO i oczekiwano, że część pozyskanego od EBC taniego pieniądza przeznaczą na zakup rządowego długu.
- W lutym odnotowano dalsze zawężenie spreadów dla większości krajów europejskich wobec Bundów. Spread dla włoskich obligacji w sektorze 10 lat zawężił się o ponad 100pb do około 300pb. Spadły również notowania CDS.
- W przypadku Grecji notowania obligacji i CDS wzrosły. To efekt decyzji S&P obniżającej rating do „SD”, ale również obaw inwestorów o przebieg procesu restrukturyzacji długu.

## Rynek nieruchomości

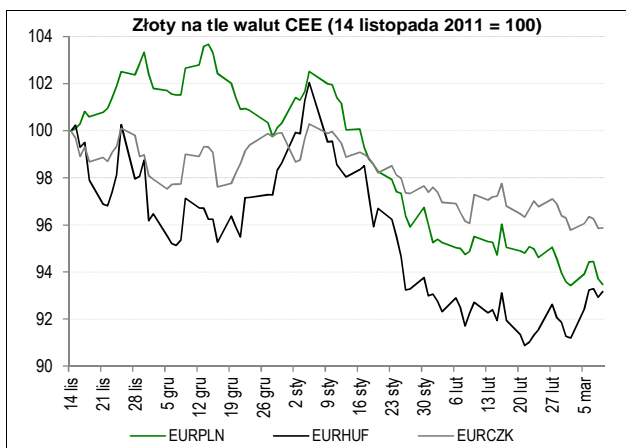
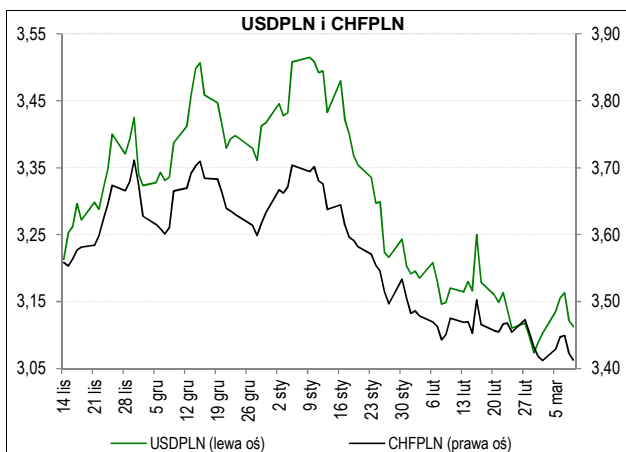
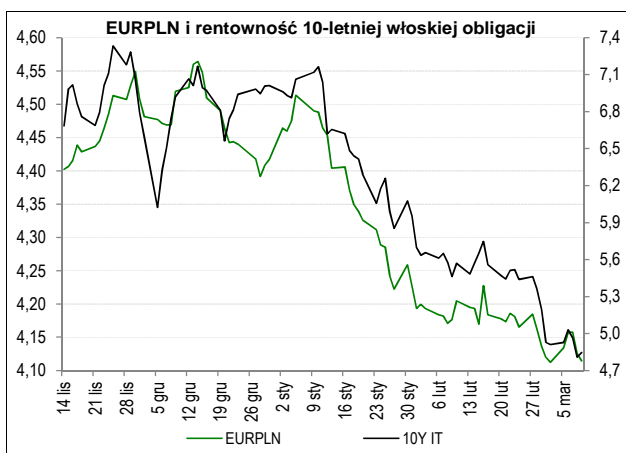
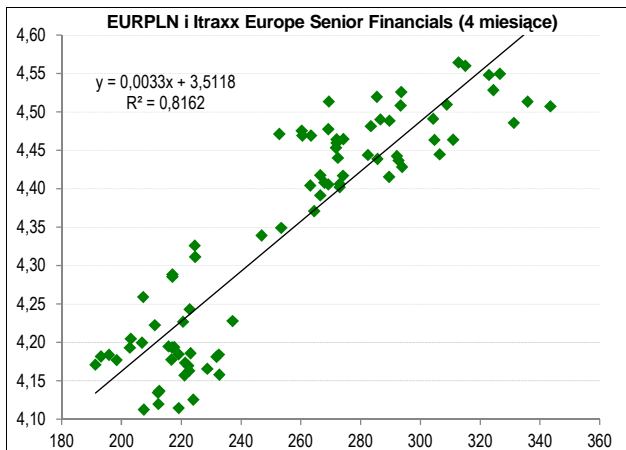


### Słabnie akcja kredytowa na rynku mieszkaniowym

- W lutym ofertowe ceny mieszkań wyhamowały spadki widoczne od kilku miesięcy. W ciągu miesiąca ceny wzrosły średnio o 0,3%. Niemniej, ceny transakcyjne w dalszym ciągu spadały.
- Według raportu REAS, opisującego sytuację na rynkach nieruchomości mieszkaniowych w stolicach państw CEE, w 2011 r. w całym regionie obserwowano ożywienie popytu oraz spowolnienie spadków cen. Sytuacja rynku mieszkaniowego okazała się być najlepsza w Warszawie, gdzie w zeszłym roku na sprzedaż zaoferowano ponad 18 tysięcy mieszkań. W całej Polsce w styczniu oddano do użytkowania o 13% mieszkań więcej niż przed rokiem, co wraz z dodatnią dynamiką rozpoczętych budów i wydanych pozwoleń na budowę sugeruje wzrost podaży mieszkań w kolejnych miesiącach.
- W ostatnich miesiącach widoczne było osłabienie popytu na kredyty mieszkaniowe. Spada zarówno liczba, jak i wartość nowo zawieranych kredytów. Wg ZBP w IV kw. 2011 liczba nowo udzielonych kredytów była niższa o 13% niż w III kw., a ich wartość o 15,5%. Znaczny spadek zanotowała wartość kredytów w ramach programu „Rodzina na Swoim” (o 47% kw/kw), co miało związek ze zmianą zasad funkcjonowania tego programu. Na koniec stycznia wartość zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów na nieruchomości wyniosła 323 mld zł i była o 18% wyższa niż przed rokiem (10,2% r/r po korekcie kursowej).
- W czwartym kwartale 2011 r. spadło zainteresowanie kredytami denominowanymi we franku szwajcarskim (spadek z 10 do 6% nowych kredytów), na czym zyskały przede wszystkim kredyty w euro (wzrost z 12 do 15%). Jednak w kolejnych miesiącach zyskiwać będą przede wszystkim kredyty złotowe, jako że część banków wycofuje z oferty kredyty walutowe i podwyższa marże, a wprowadzona w styczniu rekomendacja S znacznie ograniczyła zdolność kredytową w walutach obcych.

Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, NBP, Reuters, BZ WBK, szybko.pl, AMRON-SARFIN, REAS

## Rynek walutowy



## Dalsze umocnienie złotego w lutym...

W lutym złoty zyskiwał wobec głównych walut, choć mniej niż w styczniu - 2,1% do euro, 4,1% do dolara i 2,1% do franka. Zrealizował się więc scenariusz ryzyka wskazywany przez nas przed miesiącem – EURPLN spadł poniżej 4,10.

Wygląda na to, że złoty wciąż korzystał z grudniowej operacji LTRO i z oczekiwań na mocny popyt podczas operacji w lutym. W ostatnim czasie zależność pomiędzy kursem EURPLN, a indeksem iTraxx dla europejskich spółek sektora finansowego oraz rentownością włoskich obligacji 10-letnich ponownie się zwiększyła (wykresy obok). Widać wyraźnie, że mniejsze obawy o problemy zadłużeniowe strefy euro i problemy europejskiego sektora bankowego wciąż grają pierwsze skrzypce na polskim rynku.

Reakcja rynku po zaakceptowaniu drugiego pakietu pomocowego dla Grecji okazała się być umiarkowana. Po pierwsze, inwestorzy od dawna wyceniali taki rozwój wydarzeń. Po drugie, szczegóły porozumienia pokazują, że wciąż pozostają otwarte kwestie a główny scenariusz dalszego rozwoju sytuacji opiera się na dość optymistycznych założeniach. Krótkotrwałym okazało się być polepszenie nastroju rynkowego, które pojawiło się po ogłoszeniu, że 800 banków (wobec 523 w grudniu) pożyczycyło 529,5 mld € na trzy lata, jako że kolejne dane z banku centralnego pokazały, że ok. 800 mld € zostało zdeponowanych ponownie w EBC.

## ... ale korekta coraz bardziej prawdopodobna

Spodziewamy się, że złoty osłabi się w marcu. Oceniamy, że wyczerpały się już sygnały, które wspierały ryzykowne aktywa od początku roku. W obecnej chwili nie ma szans na trzecie LTRO, a poprzednie dwie operacje miały istotny wpływ na notowania złotego. Poza tym, jak już wskazywaliśmy miesiąc temu, ostatnie dane makro wsparły nadzieje, że spowolnienie gospodarcze w Europie będzie płytsze niż sądzono, zatem rynek wycenia już realizację pozytywnego scenariusza. W dodatku oczekiwania na trzecią rundę ilościowego wspierania gospodarki przez Fed też uległy ostatnio osłabieniu, zatem liczba czynników, które mogłyby wspierać apetyt na ryzyko jest niewielka. Dlatego też, wydaje się, że wzrosła szansa na realizację zysków po ostatnim umocnieniu złotego (i innych aktywów). W krótkim okresie ważne dla złotego będą sygnały z USA, m.in. komunikat z posiedzenia Fed. Nieco mniejsze ryzyko widzimy w możliwości zwrócenia się przez inwestorów na Portugalie jako potencjalny kolejny kraj, który będzie musiał zrestrukturyzować dług. Scenariusz ryzyka zakłada spadek EURPLN najpierw do 4,08, a potem nawet do 4,05.

Spodziewamy się, że deprecjacja złotego w stosunku do dolara będzie mocniejsza niż wobec euro, ze względu na spadki kursu EURUSD. Z drugiej strony, krajowa waluta osłabi się do franka szwajcarskiego wskutek wzrostu kursu EURPLN przy względnie stabilnym EURCHF.

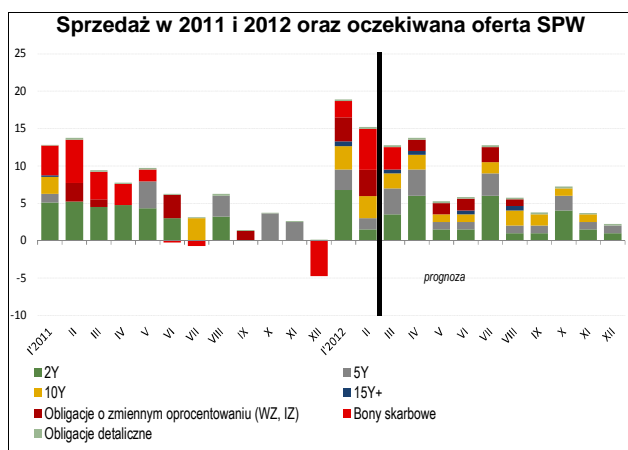
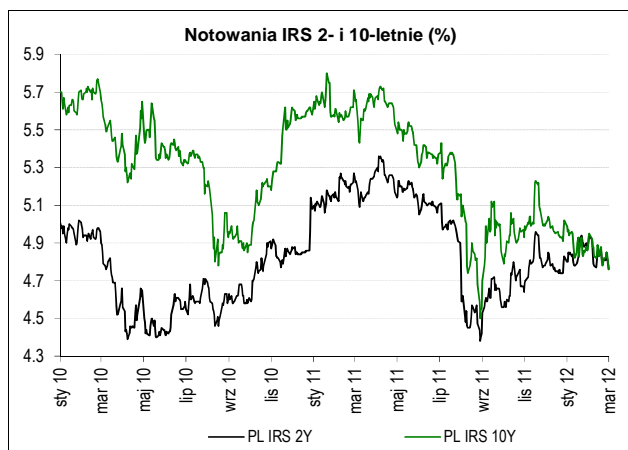
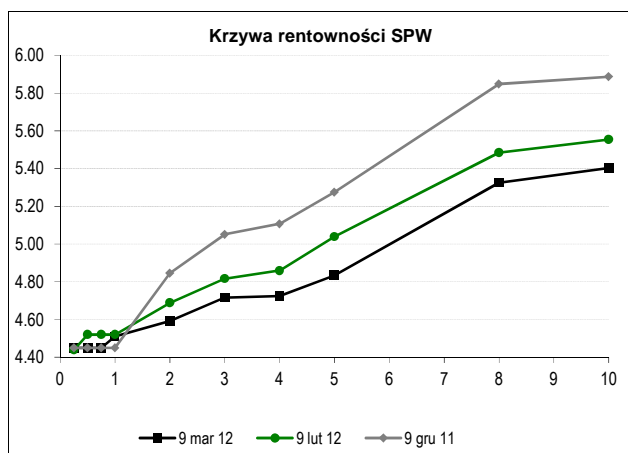
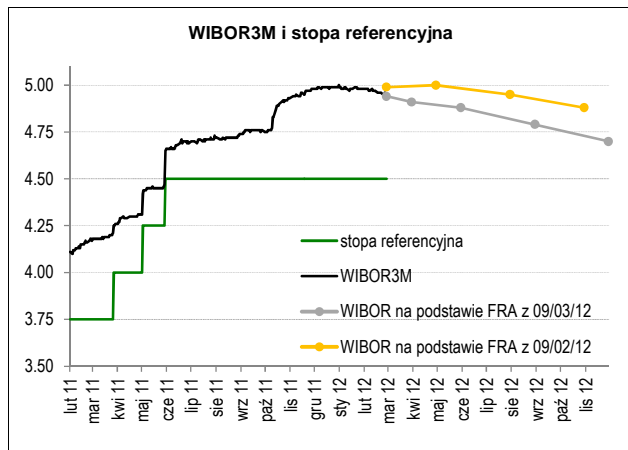
Dobre wyniki polskiej waluty skłoniły nas do obniżenia prognoz EURPLN. Obecnie spodziewamy się, że średnioroczny kurs wyniesie ok. 4,25 w 2012 r. (wobec 4,34 prognozowanego wcześniej). Wciąż oczekujemy wyraźniejszego wzrostu EURPLN w kolejnych miesiącach, ale w obliczu niedawnego umocnienia ruch w górę będzie miał mniejszy zasięg niż się tego spodziewaliśmy.

## Forint zaskakująco stabilny

Forint radził sobie zaskakująco dobrze w obliczu licznych czynników ryzyka. Tymczasowa deprecjacja, która dotknęła również złotego, miała miejsce, gdy agencja S&P zagroziła, że zamrożenie węgierskich funduszy spójności może mieć negatywny wpływ na ratingu tego kraju. W skali miesięcznej forint zyskał 1,21% do euro.

Korona czeska zyskała na przestrzeni miesiąca mimo pewnego pogorszenia sytuacji w regionie. Wynikało to ze względnie stabilnego nastroju rynkowego, a także z tego, że korona jest postrzegana, jako najbezpieczniejsza waluta w regionie CEE. W lutym korona zyskała 1,02% do euro.

# Rynek stopy procentowej



## Stawki rynku pieniężnego stopniowo w dół

▪ Nadpłynność sektora bankowego utrzymuje się. Nadwyżkę środków banki lokują przede wszystkim w bony pieniężne (ponad 85 mld zł), nieco tylko zwiększając swoją aktywność na rynku depozytowym do 3M. Niemniej, na koniec lutego stawki WIBOR o 1-3pb znalazły się poniżej styczniowego zamknięcia. Tendencja ta była kontynuowana na początku marca.

▪ Zdecydowane spadki odnotowano w przypadku stawek FRA, w szczególności na długie tenory (6x9, 9x12 – o ponad 10pb). Bieżące poziomy stawek FRA wskazują, że inwestorzy spodziewają się niższej ścieżki WIBOR 3M w nadchodzących kwartałach niż miało to miejsce na koniec stycznia. Uwagę zwracają notowania FRA 9x12, oscylujące wokół 4,75%, które sugerują, że rynek rozpoczął dyskontowanie obniżki stóp procentowych w IV kwartale 2012.

## Czas na korektę na rynku obligacji...

▪ Luty przyniósł dalsze umocnienie na środku i długim końcu krzywej. Rentowności obligacji 5- i 10-letnich obniżyły się o 10pb w skali miesiąca, po spadkach o około 30pb w styczniu. Na koniec lutego rentowność 5-latk wynosiła 4,89% oraz 5,45% dla 10-latk. Nieco bardziej stabilnie w lutym zachowywał się 2-letni benchmark, którego rentowność oscyluje wokół 4,65%.

▪ Rentowności benchmarków 5- i 10-letniego przebieły kluczowe poziomy wsparcia (5% i 5,5%). Niepewność co do przebiegu procesu restrukturyzacji długu w Grecji oraz obawy o perspektywy wzrostu globalnej gospodarki skłoniły inwestorów do realizacji zysków na początku marca. Po krótkotrwałej realizacji zysków rentowności powróciły jednak do trendu spadkowego, wspartego przez dobre wyniki aukcji PS1016. Niepewność na rynku wciąż utrzymuje się, w związku z tym widzimy możliwość powrotu rentowności obligacji 5- i 10-letnich w okolice ich poziomów wsparcia.

▪ W przypadku sektora 2-letniego kluczowe będą perspektywy inflacyjne. Utrzymanie „jastrzębiej” retoryki przez RPP oraz oczekiwany przez nas wyższy odczyt lutowego wskaźnika inflacji (4,2% wobec konsensusu na 4,1%) może skutkować wzrostem rentowności w kierunku 4,70%.

## ... przy stabilizacji stawek IRS

▪ W lutym krzywa IRS przesunęła się w dół o 6-12pb. Największe spadki stawek IRS obserwowaliśmy w sektorze do 2 lat (po ich wzroście w styczniu średnio o około 18pb). Był to efekt po części lepszego od oczekiwań odczytu styczniowego wskaźnika inflacji oraz osłabienia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych (notowania FRA 9x12 sugerują, że rynek zaczął wyceniać obniżkę stóp procentowych w IV kwartale).

▪ W nadchodzących tygodniach oczekujemy, że stawki IRS powinny pozostać relatywnie stabilne, w tym stawka 10-letniego IRS powinna utrzymać się w okolicach 4,80%.

## Umiarkowana podaż SPW w marcu, a w kwietniu jej wzrost

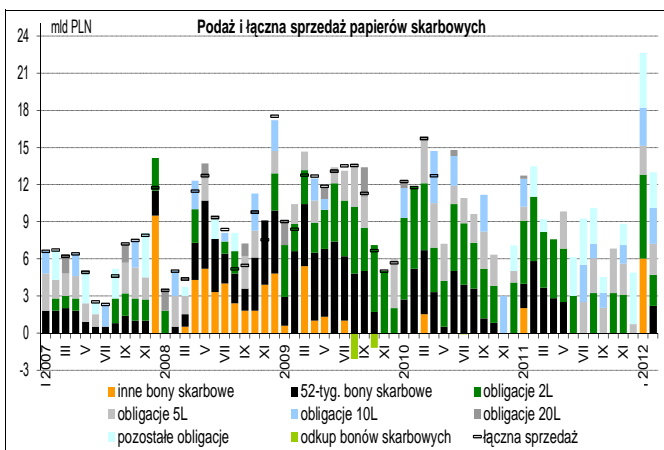
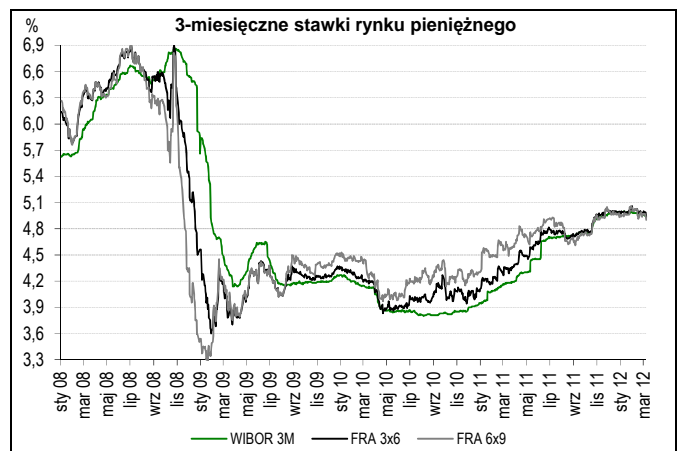
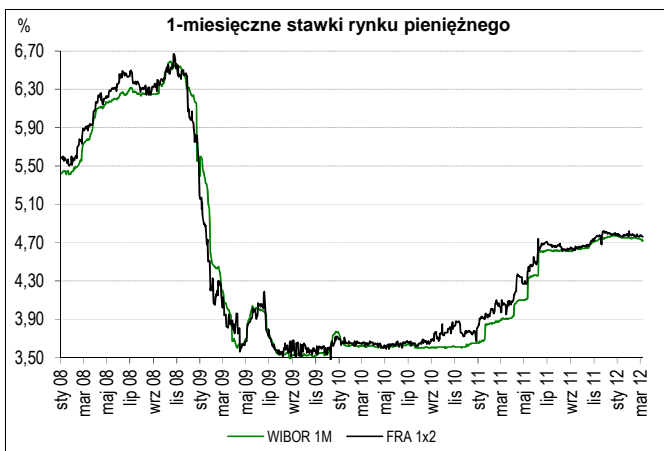
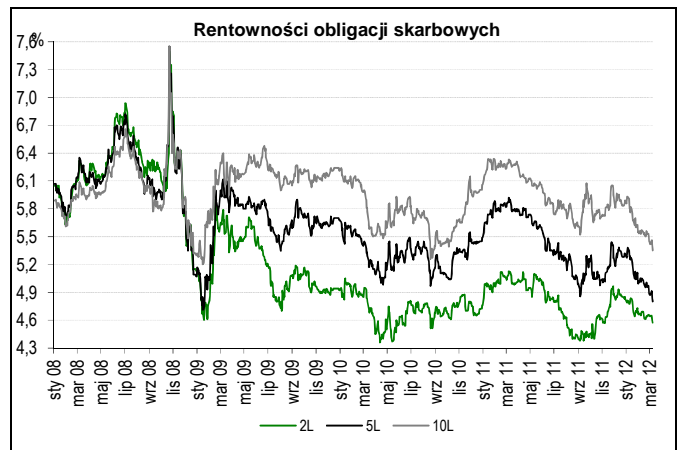
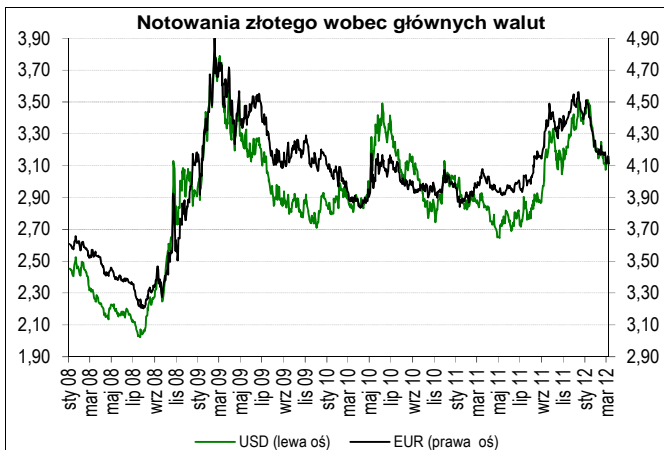
▪ Plany podaży SPW na marzec nie przyniosły większych zaskoczeń. MF, podobnie jak i w lutym, zastąpił aukcją zamiany regularną aukcją PS1016. W tym miesiącu znajdą się jeszcze w ofercie obligacje OK0114, DS1021/WS0429 oraz bony 52-tyg. Łącznie planowana wartość ofert wynosi 5,0-12,5 mld zł. Warto wspomnieć, że MF sprzedał 5-letnie obligacje o wartości 4,1 mld zł ze średnią rentownością 4,837% (najniższej od 6 lat).

▪ Uwagę zwraca wypowiedź P. Marcza z Ministerstwa Finansów, wskazująca na znaczące ograniczenie podaży SPW po kwietniu. Zwiększona oferta w samym kwietniu to chęć zaabsorbowania przez resort finansów środków z wykupu obligacji PS0412 (około 23 mld zł) oraz z płatności odsetkowych od kwietniowych serii obligacji PS (około 7 mld zł).

▪ MF kontynuuje politykę ograniczania długu w bonach skarbowych, redukując liczbę aukcji do jednej w miesiącu. W samym tylko marcu zadłużenie z tytułu emisji bonów może ulec obniżeniu o 0,3-2,3 mld zł. MF nie wyklucza przeprowadzenia aukcji odkupu bonów w kolejnych miesiącach.



# Monitor rynku



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

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
26.05.2011	Przetarg odkupu	1444/940
30.05.2011	52-tyg.: 500-600	2667/505
20.06.2011	Przetarg odkupu	356/256
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	6711/2190
26.03.2012	52-tyg.: 1000-3000	-

\* 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/IŻ	1000-2500	1030	3.03	OK0711/PS0511	PS0416/WZ0115
	13.04	OK0713	3000-5500	4759	-	-	-	-	20.04	OK0111/PS0511/IZ0111	PS0416/WZ0115
kwiecień	12.05	OK0713	3000-4500	4306	18.05	PS0416	1500-3000	3000	-	-	-
maj	9.06	OK0713	2000-3000	3000	15.06	WZ0121/IZ0823	1000-5000	3125	1.06	OK0711/WZ0911	PS/DS/WZ
czerwiec	21.07	DS1021	1000-3000	3000	-	-	-	-	-	-	-
lipiec	10.08	OK/PS/OK	2000-3000	6008,7	-	-	-	-	3.08	WZ/DZ	WZ/DS
sierpień	22.09	WZ0115/WZ0121	1000-3000	1273,5	-	-	-	-	8.09	WZ/DZ/OK	PS0416/DS1021
wrzesień	19.10	PS1016	1000-3500	3638	-	-	-	-	2.10	OK/PS/DZ	OK0114
październik	16.11	PS1016	1000-2500	2500	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK/WZ/DS/WS
listopad	-	-	-	-	-	-	-	-	14.12	OK/PS	WZ/IZ/PS
grudzień	-	-	-	-	-	-	-	-	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
styczeń'12	12.01	IZ/PS/WS	1000-4000	4067	19.01	OK0114	3000-6000	6753	1.02	DS1021: 1000-3000	2937
lutyc	09.02	OK0114/PS1016	3500-5500	5049	16.02	WZ0117	1000-3000	3518	08.03	PS1016: 1500-3000	4080
marzec	14.03	OK0114	1500-3500	-	21.03	DS1021/WS0429	1000-2500	-	-	-	-

\* 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>12 marca</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: 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)
<b>19</b> <i>PL: Produkcja przemysłowa (II)</i> <i>PL: PPI (II)</i>	<b>20</b> <i>PL: Inflacja bazowa (I i II)</i> US: Rozpoczęte budowy domów (II) US: Pozwolenia na budowę domów (II)	<b>21</b> US: Sprzedaż domów (II)	<b>22</b> <i>PL: Minutes RPP</i> DE: Wstępny PMI-przemysł (III) EZ: Wstępny PMI-przemysł (III) CN: Wstępny PMI-przemysł (III) EZ: Zamówienia przemysłowe (I) EZ: Indeks nastrojów konsumentów (III) US: Wskaźniki wyprzedzające (II)	<b>23</b> US: Sprzedaż nowych domów (II)
<b>26</b> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (II)</i> <i>PL: Stopa bezrobocia (II)</i> DE: Indeks Ifo (III) US: Niezakończona sprzedaż domów (II)	<b>27</b> DE: Indeks GfK (IV) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (I) US: Indeks nastrojów konsumentów (III)	<b>28</b> EZ: Podaż pieniądza (II) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (II)	<b>29</b> US: Ostateczny PKB (IV kw.)	<b>30</b> <i>PL: Bilans płatniczy (IV kw.)</i> <i>PL: Oczekiwania inflacyjne</i> EZ: Wstępny HICP (III) US: Wydatki konsumentów (II) US: Dochody osobiste (II) US: Bazowy PCE (II) US: Indeks Chicago PMI (III) US: Indeks Michigan (III)
<b>2 kwietnia</b> <i>PL: PMI-przemysł (III)</i> DE: PMI-przemysł (III) EZ: PMI-przemysł (III) US: ISM-przemysł (III)	<b>3</b> US: Zamówienia przemysłowe (II)	<b>4</b> <i>PL: Decyzja RPP</i> DE: PMI – usługi (III) EZ: PMI – usługi (III) DE: Zamówienia przemysłowe (II) EZ: Decyzja EBC US: Raport ADP (III) US: ISM – usługi (III) US: Minutes Fed	<b>5</b> DE: Produkcja przemysłowa (II) GB: Decyzja BoE	<b>6</b> US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) US: Stopa bezrobocia (III) CN: Bilans handlowy (III)
<b>9</b> EZ: Indeks Sentix (IV)	<b>10</b> DE: Eksport (II) CN: CPI (III)	<b>11</b> US: Ceny importu (III) US: Beżowa Księga Fed	<b>12</b> <i>PL: Bilans płatniczy (II)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (II) US: Bilans handlowy (II)	<b>13</b> <i>PL: CPI (III)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (III)</i> US: Bazowy CPI (III) US: Wstępny indeks Michigan (IV)

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	26	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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

		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	mar 12
PMI	pkt.	53,8	54,8	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8	52,2	50,0	51,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,5	6,8	6,7	7,8	2,0	1,8	7,9	7,4	6,4	8,5	7,7	9,0	8,8	2,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	18,7	24,2	15,6	23,9	17,0	16,5	10,8	18,1	8,9	13,0	14,6	32,2	17,3	3,0
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	12,2	9,4	18,6	13,8	10,9	8,2	11,3	11,4	11,2	12,6	8,6	14,3	9,6	4,2
Stopa bezrobocia	%	13,4	13,3	12,8	12,4	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	12,1	12,5	13,2	13,5	13,6
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	4,1	4,0	5,9	4,1	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	4,4	4,4	8,1	3,5	0,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,1	4,1	3,9	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5	2,3	0,9	0,6	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	17,6	12,5	11,2	18,1	7,2	4,8	14,1	4,9	4,6	6,8	5,0	4,7	8,1	6,5
Import (w euro)	% r/r	19,4	10,6	16,1	19,4	12,9	8,9	11,6	3,6	3,7	2,3	2,4	4,0	6,9	6,6
Bilans handlowy	mln EUR	-702	-687	-1 004	-932	-1 203	-1 290	-1 036	-387	-671	-811	-1 076	-450	-618	-740
Rachunek bieżący	mln EUR	-714	-1 107	-1 149	-182	-2 023	-1 962	-1 428	-1 346	-1 546	-1 113	-1 337	-1 037	-190	-728
Rachunek bieżący	% PKB	-4,9	-4,8	-4,8	-4,7	-4,9	-4,9	-4,8	-4,7	-4,7	-4,3	-4,1	-4,0	-3,9	-3,8
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-14,4	-17,3	-21,6	-23,7	-20,4	-21,1	-20,7	-21,9	-22,5	-21,6	-25,2	-5,3	-16,5	-21,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	35,9	43,1	53,8	59,0	50,7	52,5	51,6	54,5	56,1	53,6	62,7	15,1	47,1	60,0
Inflacja (CPI)	% r/r	3,6	4,3	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,8	4,6	4,1	4,2	3,6
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,7	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,7	2,6	2,8	3,0	3,1	2,6	2,6	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,5	9,5	8,8	6,3	5,6	5,9	6,8	8,4	8,5	9,1	8,2	8,0	5,9	4,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,3	10,9	9,4	7,7	7,2	7,4	8,8	10,2	10,5	11,8	12,5	13,7	14,0	10,7
Zobowiązania	% r/r	8,7	12,2	9,9	8,1	7,7	7,7	8,8	9,5	9,4	11,2	11,7	12,8	12,8	9,2
Należności	% r/r	10,1	11,4	12,0	11,7	9,9	13,9	13,2	14,7	14,8	14,6	14,4	14,5	14,7	14,6
EUR/PLN	PLN	3,93	4,01	3,97	3,94	3,97	3,99	4,12	4,33	4,35	4,43	4,48	4,37	4,18	4,14
USD/PLN	PLN	2,88	2,87	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,27	3,40	3,39	3,16	3,11
CHF/PLN	PLN	3,03	3,12	3,06	3,14	3,28	3,39	3,68	3,61	3,54	3,60	3,65	3,61	3,47	3,43
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	4,50
WIBOR 3M	%	4,11	4,18	4,27	4,40	4,61	4,70	4,72	4,75	4,80	4,94	4,98	4,99	4,97	4,95
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,41	4,54	4,61	4,61	4,63	4,61	4,53	4,48	4,48	4,48	4,55	4,51	4,50	4,52
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	5,04	5,01	5,02	4,87	4,72	4,47	4,43	4,54	4,73	4,86	4,75	4,66	4,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,82	5,82	5,76	5,64	5,42	5,30	5,14	5,08	5,09	5,19	5,30	5,20	5,00	4,80
Rentowność obligacji 10L	%	6,27	6,28	6,14	6,06	5,90	5,81	5,71	5,80	5,76	5,85	5,88	5,74	5,53	5,40

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	1 522,7	1 617,7	349,3	369,3	375,1	428,9	372,7	392,0	398,5	454,5
PKB	% r/r	1,6	3,9	4,3	2,7	4,5	4,3	4,2	4,3	3,3	2,6	2,4	2,4
Popyt krajowy	% r/r	-1,1	4,6	3,8	1,0	4,4	4,3	3,2	3,3	1,9	0,8	0,9	0,7
Spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,2	3,1	1,9	3,7	3,6	3,0	2,0	1,8	1,8	1,9	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,2	-0,2	8,5	5,2	5,9	6,9	8,5	10,3	9,5	7,0	5,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-4,5	9,0	7,7	4,5	9,1	5,8	6,1	9,7	6,7	5,0	4,2	2,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	4,6	16,3	5,0	18,7	18,8	15,2	12,3	15,2	1,7	5,0	3,0
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3,5	6,1	11,2	6,1	9,4	14,5	10,3	10,6	8,9	6,0	5,2	5,0
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	12,1	12,4	12,5	13,5	13,3	11,9	11,8	12,5	13,6	13,1	12,6	13,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	4,4	3,3	5,0	3,5	4,1	5,0	6,1	4,6	3,9	3,4	3,4	3,5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,2	0,8	3,2	0,3	4,1	3,5	3,2	2,1	0,7	0,2	0,1	0,2
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	22,8	10,5	4,6	17,0	12,0	8,1	5,5	6,4	4,5	3,0	4,5
Import (w euro)	% r/r	-24,4	24,9	10,8	2,4	17,7	16,0	8,1	2,8	5,8	0,5	0,5	3,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 893	-10 269	-7 499	-1 894	-3 141	-2 676	-2 558	-1 808	-1 746	-1 829	-2 116
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-16 493	-15 199	-9 761	-3 135	-3 359	-4 709	-3 996	-1 955	-1 612	-3 187	-3 007
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,7	-4,1	-2,6	-4,8	-4,9	-4,7	-4,1	-3,8	-3,3	-2,9	-2,6
Wynik general government	% PKB	-7,3	-7,9	-5,5	-3,4	-	-	-	-	-	-	-	-
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	2,9	4,3	4,2	3,9	4,6	3,6	3,9	4,1	2,9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	1,6	2,4	2,3	1,7	2,3	2,6	3,0	2,5	2,2	2,4	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,6	3,8	7,7	6,9	7,0	8,6	6,1	4,2	3,2	1,6
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	8,1	8,8	12,5	7,7	10,9	7,2	10,2	12,5	10,7	13,1	10,2	7,7
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,8	9,1	11,7	7,9	12,2	7,7	9,5	11,7	9,2	12,0	10,2	7,9
Należności <sup>b</sup>	% r/r	8,6	9,2	14,4	3,9	11,4	9,9	14,7	14,4	14,6	11,6	3,6	3,9
EUR/PLN	PLN	4,33	3,99	4,12	4,24	3,94	3,96	4,15	4,42	4,23	4,22	4,31	4,21
USD/PLN	PLN	3,11	3,02	2,96	3,35	2,88	2,75	2,94	3,28	3,22	3,32	3,44	3,44
CHF/PLN	PLN	2,87	2,90	3,34	3,29	3,06	3,16	3,56	3,60	3,50	3,34	3,25	3,08
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	4,25	4,00
WIBOR 3M	%	4,42	3,94	4,54	4,76	4,10	4,43	4,72	4,91	4,97	4,93	4,79	4,37
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	3,96	4,51	4,35	4,37	4,62	4,54	4,50	4,51	4,47	4,36	4,07
Rentowność obligacji 2L	%	5,17	4,72	4,81	4,59	5,01	4,97	4,54	4,71	4,67	4,62	4,58	4,50
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,44	5,00	5,79	5,60	5,17	5,19	5,00	4,95	5,03	5,00
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,98	5,59	6,27	6,03	5,77	5,83	5,56	5,55	5,64	5,60

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.03.2012 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)

<b>Piotr Bielski</b>	22 586 83 33
<b>Agnieszka Decewicz</b>	22 586 83 41
<b>Marcin Luziński</b>	22 586 83 62
<b>Marcin Sulewski</b>	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.