

W tym miesiącu:

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

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
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

Inflacyjny kogel-mogel

▪ W marcu 2011 gwałtowny wzrost cen cukru spowodował wzrost inflacji do 4,3% i na takim średnim poziomie utrzymywała się ona przez kolejne miesiące aż do lutego 2012. I kiedy już można było mieć nadzieję na jej wyraźniejszy spadek (choćby na skutek efektu bazy), nastąpił bardzo mocny wzrost cen innego produktu żywnościowego – jajek. Zrobił się z tego istny inflacyjny kogel-mogel. Wszystko wskazuje na to, że spadek inflacji w marcu tego roku będzie wyraźnie mniejszy niż wcześniej oczekiwaliśmy. Co prawda jest szansa na odczyt poniżej 4%, między innymi dlatego, że pozostałe towary żywnościowe nie drożeją tak mocno jak w ubiegłym roku (w szczególności mięso), jednak „efekt jaj” wraz z kilkoma innymi elementami powoduje wzrost ścieżki inflacyjnej na najbliższe miesiące. Od początku roku nastąpił znaczny wzrost cen paliw, pod wpływem wysokich cen ropy naftowej na świecie. Dodatkowo, ścieżkę inflacji podwyższy nieco efekt zmiany struktury wag koszyka inflacyjnego i przeliczenia zeszlenczonych wskaźników inflacji według nowych wag. Wszystko wskazuje więc na to, że inflacja konsumenta spadnie poniżej poziomu 3,5% (na skutek niskiej presji popytowej i ostatnio obserwowanego umocnienia złotego) dopiero pod sam koniec roku. Szczegóły dotyczące „inflacyjnego kogla-mogla” oraz zmiany prognozowanej przez nas ścieżki inflacji przedstawiamy na drugiej stronie raportu.

▪ Taki „inflacyjny kogel-mogel” nie jest niestety zbyt słodki dla Rady Polityki Pieniężnej, która na skutek podwyższonej inflacji sugeruje możliwość podwyżki stóp procentowych. Wciąż nie uważamy, aby uzasadnione było zacieśnienie polityki pieniężnej w warunkach spowolnienia gospodarczego i inflacji podwyższonej na skutek wysokich cen jajek czy benzyny. Tym bardziej, że nastąpił w końcu znaczący spadek wskaźnika oczekiwań inflacyjnych, a sytuacja na rynku pracy nie powinna powodować obaw na narastanie presji płacowej. Niemniej, biorąc pod uwagę dalszą zmianę retoryki Rady Polityki Pieniężnej po kwietniowym posiedzeniu (szczegóły na stronach 4-5), istotnie wzrosło ryzyko podwyżki stóp, nawet w przyszłym miesiącu. Nasze prognozy wskaźników miesięcznych produkcji i płac za marzec wskazują na wyraźne spowolnienie, co stwarza szansę, że Rada jednak wstrzyma się z tą kontrowersyjną decyzją. Dlatego też w podstawowym scenariuszu zakładamy oficjalne stopy procentowe bez zmian do końca roku.

▪ Po dwóch miesiącach aprecjacji złotego, krajowy rynek walutowy ustabilizował się w marcu. Złoty oscylował w stosunkowo wąskim przedziale i obecnie widzimy większy potencjał do wzrostu kursu EURPLN powyżej 4,17-4,18, niż do spadku poniżej 4,08. Osłabienie krajowej waluty do dolara może być jeszcze większe, jeśli zmaterializuje się nasz scenariusz dalszego spadku kursu EURUSD. Sytuacja w strefie euro pozostanie prawdopodobnie głównym czynnikiem wpływającym na krajowy rynek walutowy. Nie widzimy zbyt wielu okoliczności wspierających ryzykowne aktywa i z tego powodu spodziewamy się, że w kwietniu nastąpi realizacja zysków.

Na rynku finansowym 5 kwietnia 2012 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,94	EURPLN	4,1544
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,67	USDPLN	3,1678
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,03	CHFPLN	3,4526

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 5.04.2012 r.

Gospodarka Polski

Wpływ cen cukru i jaj na CPI i ceny żywności

MARZEC 2011		
	Cukier	Jaja
Waga w CPI (%)	0,4	0,5
Zmiana cen (% m/m)	39,4	0,1
Wpływ na CPI (pkt.proc.)	0,16	0,00
Wpływ na ceny żywności (pkt.proc.)	0,66	0,00
MARZEC 2012		
	Cukier	Jaja
Waga w CPI (%)	0,5	0,4
Zmiana cen (% m/m)	0,4*	40-45*
Wpływ na CPI (pkt.proc.)	0,00	0,16-0,18
Wpływ na ceny żywności (pkt.proc.)	0,01	0,66-0,74

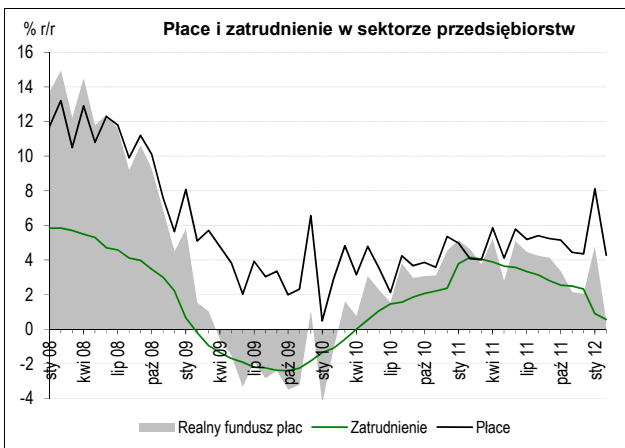
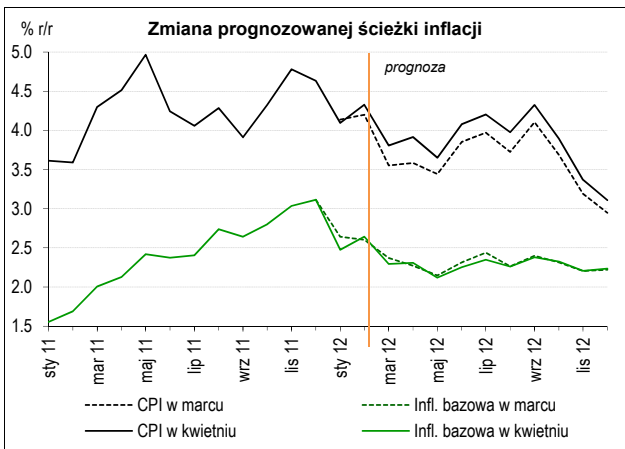
* szacunki własne na podst. danych Min. Rolnictwa oraz DlaHandlu.pl

Inflacyjny kogel-mogel – zmiana ścieżki CPI w 2012 roku

▪ Inflacja w lutym br. była nieco wyższa niż oczekiwano, rosnąc do 4,3% r/r z 4,1% w styczniu, głównie za sprawą podwyżek cen żywności, paliw i tytoniu. Coroczna zmiana wag w koszyku CPI nie przyniosła rewizji wstępnych danych styczniowych, jednak nasze szacunki wskazują, że będzie to czynnik, który w okresie od kwietnia do października br. lekko podwyższy roczną dynamikę CPI (o ok. 0,1 pkt proc.), głównie w kategorii żywność.

▪ Przypomnijmy, że w marcu 2011 nastąpił mocny wzrost CPI, u którego źródła stał m.in. skokowy wzrost cen cukru (o ok. 40%). W tym roku w marcu nieoczekiwanie pojawił się kolejny negatywny dla inflacji impuls, o bardzo zbliżonej skali, tym razem wynikający ze wzrostu cen jaj, które poszybowały w górę w związku z regulacją UE dot. warunków hodowli kur. Zarówno waga jaj w koszyku inflacyjnym, jak i skala podwyżki ich cen jest podobna jak w przypadku cukru, co oznacza, że wpływ tego czynnika na CPI będzie analogiczny. Ten inflacyjny kogel-mogel ograniczył wg nas skalę spadku inflacji w marcu o ok. 0,2 pp. Nadal spodziewamy się, że dynamika CPI spadła w marcu poniżej 4%, ponieważ wzrost cen pozostałych produktów żywnościowych (m.in. mięsa) oraz innych towarów i usług był wg naszych szacunków w tym roku bardziej umiarkowany niż w 2011 r.

▪ Ścieżka inflacji w kolejnych miesiącach roku może przebiegać nieco wyżej niż szacowaliśmy miesiąc temu, również ze względu na kilka czynników: wyższe ceny żywności (obok drogiej jaj, negatywne informacje nt. podaży zbóż w Europie i USA), wyższe ceny paliw (wpływ napięć geopolitycznych na ceny ropy), a także wspomniany wyżej wpływ zmian wag w koszyku CPI. Dopiero pod koniec roku inflacja ma szansę spaść poniżej górnej granicy przedziału wahań wokół celu inflacyjnego. Co ważne, powyższe czynniki nie wpływają istotnie na prognozy inflacji bazowej, która po mocnym spadku na początku roku powinna się ustabilizować nieco poniżej 2,5% w kolejnych miesiącach.



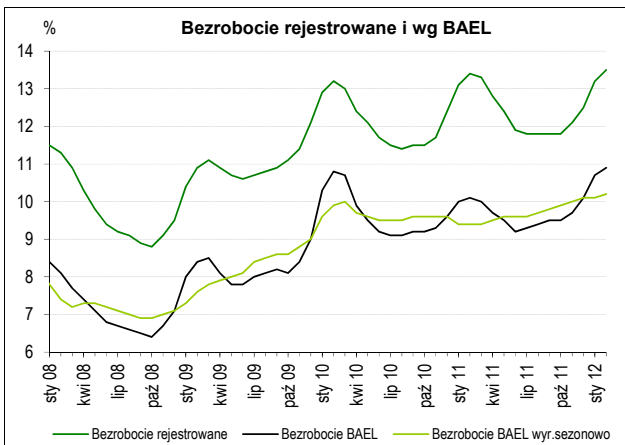
Rynek pracy słabnie

▪ Dane napływające z rynku pracy wskazują na sytuację, która nie sprzyja utrwaleniu się presji inflacyjnej i płacowej.

▪ Roczne tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w lutym 0,5% r/r, najmniej od połowy 2010 r. Warto zwrócić uwagę, że liczba zatrudnionych w sektorze firm kurczy się z miesiąca na miesiąc niemal nieprzerwanie od połowy 2011 r. (z wyjątkiem listopada 2011 oraz stycznia 2012, który jednak był zaburzony przez efekt zmiany próby). Świadczy to o słabości popytu na pracę w warunkach niepewności odnośnie perspektyw gospodarki. Nieco bardziej optymistyczne są wskazania BAEL, wg których liczba pracujących nadal rośnie w tempie ok. 1% r/r. Z kolei raport PMI wskazuje na wyraźne redukcje zatrudnienia w sektorze przetwórczym.

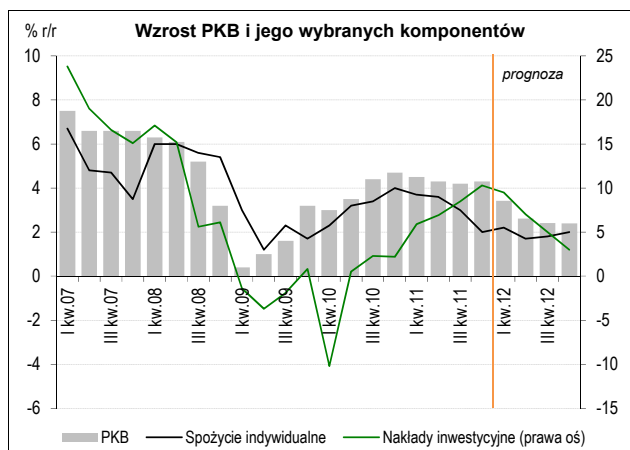
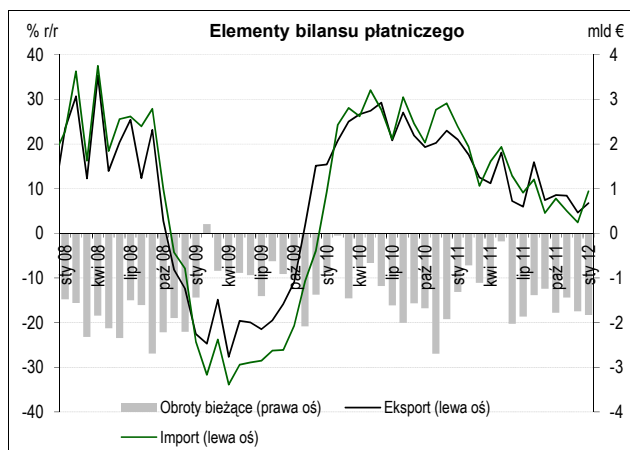
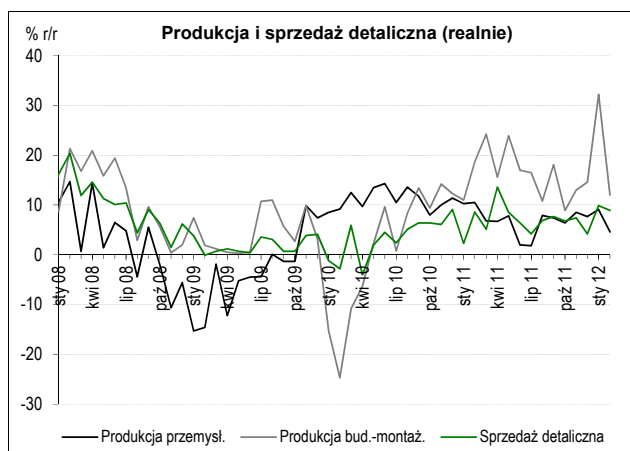
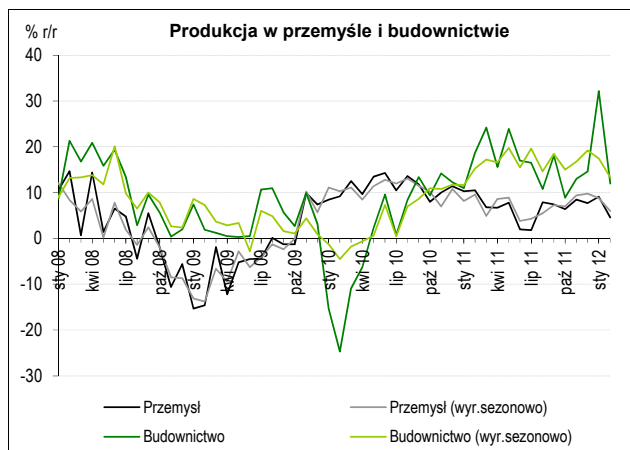
▪ Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia wg BAEL wyniosła w lutym 10,2%, najwięcej od 5 lat. Wyraźny wzrost liczby bezrobotnych (ponad 10% r/r) w części wynika z rosnącej liczby osób aktywnych zawodowo.

▪ Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił w lutym do 4,3% r/r, po mocnym, ale jak widać przejściowym, wybiciu do 8,1% r/r w styczniu. Potwierdza to przypuszczenia, że wyjątkowo wysoka dynamika wynagrodzeń w styczniu była efektem tego, że w części przedsiębiorstw, które zazwyczaj wypłacają roczne premie w lutym i marcu, w tym roku wypłaty te nastąpiły wcześniej, aby uniknąć wyższej składki rentowej, wchodzącej w życie z dniem 1 lutego. Ze względu na przyspieszenie terminu wypłat premii, w marcu roczna dynamika płac w sektorze firm wyhamuje jeszcze bardziej (prawdopodobnie do ok. 1% r/r), ale to również będzie przejściowe zaburzenie i w kolejnych miesiącach roku wzrost płac nie powinien istotnie odbiegać od tempa wzrostu inflacji.



Źródło: GUS, Eurostat, NBP, obliczenia własne

Gospodarka Polski



Wyraźne spowolnienie wzrostu produkcji

Wzrost produkcji w przemyśle wyhamował w lutym do 4,6% r/r z 9,1% w styczniu (po eliminacji czynników sezonowych 6,0% r/r, wobec 8,8% w styczniu). Do spadku dynamiki produkcji przyczyniły się warunki atmosferyczne – po łagodnym początku roku, w lutym nastąpił mocny spadek temperatur i opady śniegu, co mogło wpłynąć m.in. na zaburzenie dostaw. Jednak dane odzwierciedlają również zapewne spodziewany przez nas od pewnego czasu wpływ spowolnienia gospodarczego za granicą.

Marcowe badanie PMI potwierdza, że aktywność polskiego przemysłu słabnie – indeks wyniósł w marcu 50,1 pkt. wobec 50,0 w lutym. Historycznie, PMI blisko 50 pkt. odpowiadał wzrostowi produkcji o ok. 5% r/r. Jednak biorąc pod uwagę mniejszą liczbę dni roboczych w marcu, spodziewamy się mocniejszego wyhamowania przemysłu, do ok. 2% r/r. W kolejnych miesiącach spowolnienie gospodarcze na zachodzie i południu Europy będzie coraz bardziej negatywnie wpływać na aktywność polskiego przemysłu. Badanie PMI pokazało również spadek zamówień krajowych.

Produkcja budowlano-montażowa również była w lutym pod silnym wpływem zmian pogody: wzrost w tym sektorze spowolnił do 12% r/r z 32,2% w styczniu. Przewidujemy dalsze hamowanie produkcji w budownictwie w kolejnych miesiącach.

Wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w lutym 13,7% r/r, niewiele mniej niż w styczniu (14,3% r/r). Zaskoczeniem był mocny wzrost sprzedaży pojazdów samochodowych i motocykli (mogło to być powiązane z przyspieszonymi w tym roku wypłatami rocznych premii w niektórych firmach). Wg naszych szacunków wzrost sprzedaży detalicznej po wyłączeniu pojazdów i paliw spowolnił do ok. 7,4% r/r z 7,9% r/r w styczniu. W kolejnych miesiącach spodziewamy się spowolnienia wzrostu sprzedaży, któremu będzie sprzyjała stopniowo pogarszająca się sytuacja na rynku pracy i hamowanie tempa wzrostu dochodów gospodarstw domowych.

Wyższy deficyt w handlu zagranicznym

Kwartalne statystyki bilansu płatniczego pokazały znaczne rewizje w stosunku do wcześniej dostępnych danych. Deficyt obrotów bieżących okazał się nieco mniejszy w III kw. i wyraźnie wyższy w IV kw. 2011 (4,3% PKB, zamiast 4,1% PKB). Na wzrost deficytu bieżącego w IV kw. złożyła się większa luka w handlu towarami oraz spadek nadwyżki w wymianie usług. W sumie, dane wskazują na ryzyko lekkiej korekty w dół szacunków PKB za IV kw. 2011 i w górę za III kw. Dynamiki eksportu i importu w ostatnich dwóch kwartałach ub.r. zostały podwyższone, choć nadal widoczne jest ich stopniowe hamowanie.

Większy od oczekiwań był również deficyt obrotów bieżących w styczniu, który wzrósł do 1831 mln €. Największy wpływ na poziom ujemnego salda bilansu płatniczego miały duże deficyty w handlu towarowym i na rachunku dochodów. Styczeń zaskoczył wyraźnym wzrostem importu (9,4% r/r), przy eksporcie mniej więcej zgodnym z prognozami (6,8% r/r). Dane GUS nt. handlu zagranicznego wskazują na znaczny wzrost wartości towarów sprowadzonych w styczniu z Rosji (+45,2% r/r), co sugeruje, że wyższa dynamika importu związana była m.in. ze wzrostem wartości sprowadzanych surowców, zwłaszcza ropy naftowej.

Wygląda na to, że deficyt obrotów bieżących w I kwartale 2012 będzie wyraźnie wyższy niż wcześniej zakładaliśmy (w relacji do PKB może wzrosnąć do 4,4%). Jednak w dalszej części roku spodziewamy się jego spadku, co będzie wynikało z poprawy salda wymiany towarów i usług oraz korzystniejszego salda na rachunku transferów (napływ funduszy z UE).

Sygnaly słabnącej aktywności w przemyśle oraz wyższy deficyt w handlu zagranicznym wspierają nasze oczekiwania dotyczące spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Utrzymujemy prognozę wzrostu PKB na poziomie 3,3% r/r w I kwartale i 2,7% r/r w całym roku.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Pod lupą: polityka pieniężna

Zmiany kluczowego fragmentu komunikatu RPP w ostatnich miesiącach:

Grudzień:

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

Styczeń-Luty:

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.**

Marzec:

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.**

Kwiecień:

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. W ocenie Rady oczekiwana niewielka skala spowolnienia polskiej gospodarki w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w średnim okresie powyżej celu. Z związku z powyższym w najbliższym okresie **Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie.**

Rośnie ryzyko podwyżki stóp

RPP nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu w kwietniu, jednak ponownie zaostrzyła ton komunikatu, sugerując jeszcze bardziej dobitnie niż do tej pory możliwość podwyżki stóp procentowych w najbliższym czasie, nawet na kolejnym posiedzeniu. W tabeli obok pokazujemy, jak zmieniał się kluczowy fragment komunikatu RPP na przestrzeni ostatnich miesięcy. Jeszcze w styczniu i lutym, Rada nie wykluczała podwyżki stóp gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu. W ubiegłym miesiącu pisaliśmy o zaostrzeniu tonu w marcowym komunikacie, który mówił o konieczności poprawy perspektyw inflacji, aby nie doszło do podwyżki. W kwietniu te warunki do braku podwyżki są jeszcze wyraźniej zarysowane.

Rada dała do zrozumienia, że skala spowolnienia gospodarki może okazać się mniejsza niż wcześniej oczekiwano, a ryzyko zbyt długiego utrzymywania się inflacji powyżej celu wzrosło. W związku z tym, w ocenie RPP warunkiem koniecznym do braku podwyżki stóp w najbliższym czasie byłyby sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie poprawa perspektywy powrotu inflacji do celu.

Trudno dokładnie określić jak słabe musiałyby być publikacje danych w najbliższym czasie, aby powyższe warunki zostały w ocenie Rady spełnione. Wydaje nam się jednak, że prognozowane przez nas wyraźne spowolnienie dynamiki płac i produkcji w marcu wciąż czyni scenariusz podwyżek mniej prawdopodobnym. W scenariuszu bazowym zakładamy więc stopy oficjalne bez zmian do końca roku.

Widać jednak wyraźny wzrost ryzyka podwyżki stóp, ponieważ podwyższona inflacja wystawia na próbę cierpliwość RPP, która chcąc walczyć o swoją antyinflacyjną reputację jest blisko podjęcia decyzji o zacieśnieniu polityki. Decyzji, co do której słuszności nie jesteśmy przekonani.

Następuje zmiana oczekiwań rynku

Niewątpliwie po kwietniowym posiedzeniu Rady zwiększyło się ryzyko podwyżki stóp procentowych, a o łagodzeniu polityki pieniężnej można zapomnieć. Co ciekawe, według ankiety Reutersa, na początku kwietnia obniżki stóp w tym roku wciąż oczekiwało 13 z 26 analityków, dwóch oczekiwało podwyżki, a my byliśmy w grupie oczekującej stóp stabilnych do końca roku. Wydaje nam się, że w najbliższym czasie coraz większa grupa ekonomistów będzie dołączała do grona prognozujących (podobnie jak my) stopy bez zmian, a niektórzy zaczęną oczekiwać podwyżek.

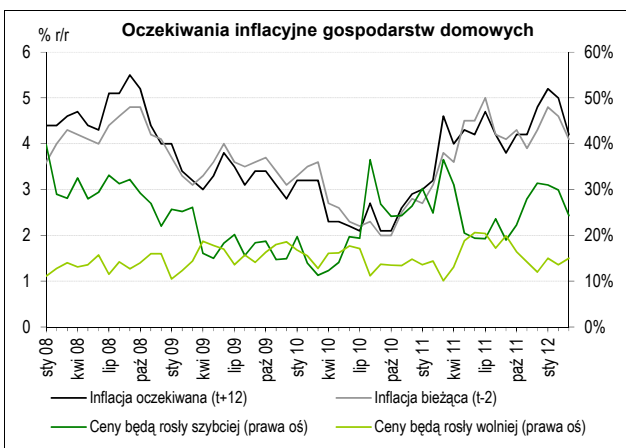
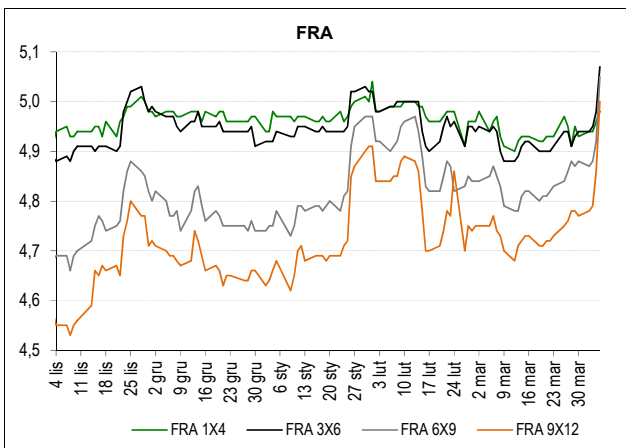
Taką tendencję widać wyraźnie na rynku finansowym, gdzie stawki FRA nie wyceniają już spadku stóp WIBOR w tym roku (wykres). Stawki krótkoterminowe (FRA 3X6) wzrosły nawet powyżej 5% w odpowiedzi na komunikat RPP. Wzrost rynkowych stóp nastąpił również na rynku OIS.

Spadek oczekiwań inflacyjnych w marcu

Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych spadły w marcu z 5% do 4,2%.

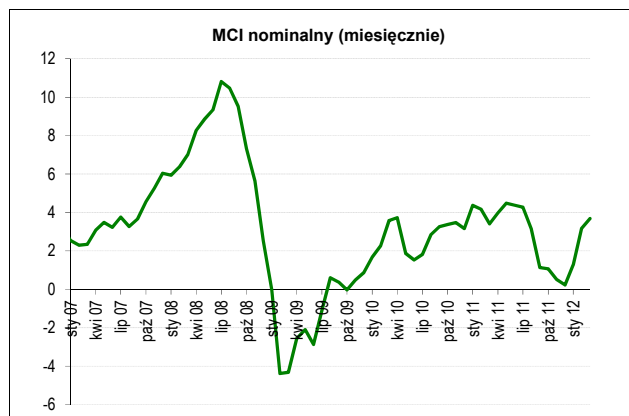
Spadek miary oczekiwań wynikał z niższej stopy inflacji cen konsumpcyjnych znanej w momencie badania, przyjętej jako podstawa obliczeń (spadek z grudniowego 4,6% do styczniowego 4,1%), oraz z poprawy struktury oczekiwań. Odsetek osób oczekujących, że w przyszłości ceny będą rosły szybciej lub w tym samym tempie co teraz jest najniższy od sześciu miesięcy (74,1%) i niższy od długoterminowej mediany (75,0%).

Naszym zdaniem struktura odpowiedzi ankietowych sugeruje, że oczekiwania co do przyszłej inflacji nie są nadmiernie wysokie i ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest stosunkowo niskie. W kwietniu miara oczekiwań może nieznacznie wzrosnąć ze względu na wzrost wskaźnika inflacji CPI w lutym.



Źródło: NBP, Reuters, szacunki własne

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Dalszy wzrost restrykcyjności dzięki mocniejszemu złotemu

- W marcu nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI wzrósł, ale pozostał blisko poziomu z lutego, co było mniej więcej zgodne z naszymi oczekiwaniami.
- Wzrost indeksu wynikał z wzmocnienia kursu złotego względem głównych walut (średnio w ciągu miesiąca o 1,1% wobec euro), który przeważał nad efektem spadku spadku rynku pieniężnego (trzymiesięczna stopa WIBOR spadła średnio w ciągu miesiąca o 2-3 pb).
- Biorąc pod uwagę nasze prognozy kształtowania się kursu walutowego złotego oraz rynkowych stóp procentowych, można się spodziewać, że nominalny MCI spadnie nieznacznie w nadchodzących miesiącach, ale powinien utrzymać się blisko poziomów obserwowanych obecnie.

Zmiana tonu Prezesa w ciągu tygodnia

Podczas konferencji prasowej RPP padło stwierdzenie, że tak wyraźna komunikacja możliwości podniesienia stóp wynikała między innymi z tego, że „obserwatorzy nie byli w stanie dać wiary niepokojom Rady”. Jednak, jak słusznie zauważyła jedna z dziennikarek na konferencji (Bloomberg), to właśnie prezes NBP w ostatnim czasie sugerował, że Rada może jeszcze poczekać. I choć sygnalizował on wcześniej pewną niecierpliwość, to wyraźnie dawał do zrozumienia, że większym błędem byłaby zbyt pospieszna podwyżka (którą potem trzeba byłoby korygować) niż podwyżka nieco spóźniona. W wywiadzie z końca marca (tuż przed tygodniowym okresem ciszy medialnej przed posiedzeniem!) Prezes Marek Belka porównywał wręcz tę sytuację z błędem EBC z 2011 r. – analogia, którą my również przywołyaliśmy w naszych raportach. Cóż, skoro na konferencji po posiedzeniu padły słowa mówiące „nie tylko o braku cierpliwości, ale i narastającej determinacji do działania”. Najwyraźniej w ciągu tygodnia sytuacja się zmieniła. Być może Prezes NBP widzi tworzącą się większość w Radzie, gotową poprzeć wniosek o podwyżkę, nawet jeśli on sam jeszcze skłonny byłby wykazać większą cierpliwość.

Obóz jastrzębi rośnie w siłę

Narastającą gotowość do podwyżek stóp wśród członków Rady sygnalizowały ich wypowiedzi w ostatnich tygodniach. O ile na początku marca Rada była jednomyślna co do utrzymania stóp bez zmian (na co wskazywały minutes z posiedzenia), to z ostatnich komentarzy Adama Glapińskiego i Jerzego Hausnera wynikało, że ich zdaniem już w kwietniu nadszedł właściwy moment na zacieśnienie polityki pieniężnej, ze względu na uporczywość inflacji. Członkowie Rady uważani do tej pory (i wskazywani przez nasz indeks) za najbardziej jastrzębich (Rzońca, Winiecki) nie zabierali wprawdzie głosu, ale można podejrzewać, że ich gotowość do podniesienia stóp nie była mniejsza. Rosnące zniecierpliwienie wysoką inflacją wyrażali też, choć nie aż tak zdecydowanie, inni członkowie Rady: Andrzej Kaźmierczak i Zyta Gilowska. Najwyraźniej obóz jastrzębi stopniowo rośnie w siłę, m.in. za sprawą tego, że – jak powiedział M. Belka na konferencji – część członków Rady perspektywę gospodarki widzi w znacznie bardziej optymistycznym tonie. Nie wiemy, czy wniosek w sprawie podwyżki był głosowany w kwietniu, ale wynik posiedzenia wskazuje, że większość Rady chce się jednak przekonać, czy kolejne dane faktycznie potwierdzą, czy bardziej optymistyczne postrzeganie perspektyw gospodarki jest uzasadnione.

Żeby nie zabrakło jaj!

Podczas konferencji prasowej, Prezes Marek Belka złożył wszystkim życzenia świąteczne „aby jaj nie zabrakło”. Być może nie chodziło mu tylko o to, aby nie zabrakło ich na świątecznym stole, ale również o to, że będąc coraz bliżej podwyżki, w końcu trzeba będzie ją zaaplikować, aby nie pozostały tylko puste słowa. A do tego potrzeba będzie jednak trochę więcej odwagi niż do zmiany kilku słów w komunikacie. Zapowiadając podwyżkę stóp z miesiąca na miesiąc z coraz większą determinacją Rada buduje swoją antyinflacyjną reputację. Jeśli jednak nie nastąpi podwyżka, to obserwatorzy polityki pieniężnej mogą uznać, że zmiana tonu komunikatu to były tylko takie „strachy na lachy”. Czy Rada będzie w stanie wytrzymać cierpliwie jeszcze kilka miesięcy podwyższonej inflacji bez podwyżki stóp procentowych, utrzymując tylko „jastrzębią” retorykę? Naszym zdaniem, właśnie taka polityka byłaby uzasadniona w obecnych uwarunkowaniach gospodarczych charakteryzujących się inflacją podwyższoną na skutek czynników podażowych i oznakami spowolnienia w popycie krajowym. Miejmy nadzieję, że Radzie nie zabraknie... odwagi, aby presję (stworzoną trochę przez samą siebie) wytrzymać.




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)

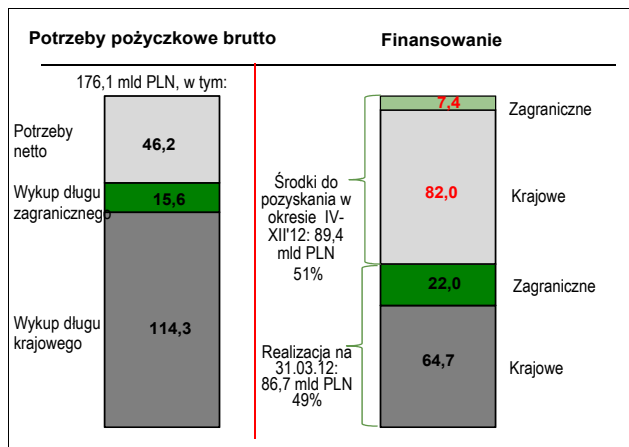
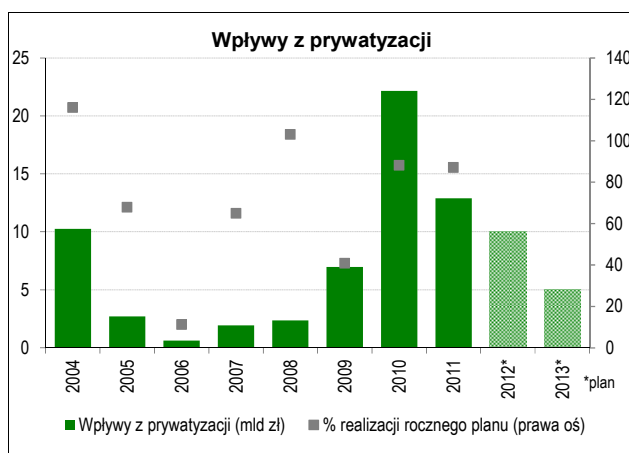
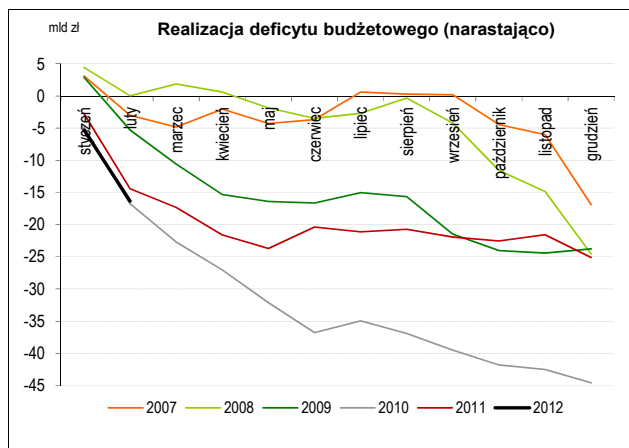


Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Średnia punktów za wszystkie głosowania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

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundly (10 lat, pb)			CDS (5 lat, USD)		
	05.04	zmiana od 7.03.12	zmiana od 30.12.11	05.04	zmiana od 07.03.12	zmiana od 30.12.11
Polska	382	12	-23	180	-12	-98
Czechy	177	13	1	108	-17	-64
Węgry	744	35	-64	547	23	-64
Grecja	2023	-1612	-1343	37030	-51	26799
Hiszpania	402	68	75	454	54	78
Irlandia	518	-6	-149	579	-46	-156
Portugalia	1057	-176	-115	1129	-128	-40
Włochy	372	53	-146	409	40	-76
Niemcy	-	-	-	71	-7	-29

Źródło: MF, Reuters, obliczenia własne

Wydatki determinują realizację deficytu po I kw.

Na koniec lutego deficyt budżetowy wyniósł około 16,4 mld zł, tj. 46,8% rocznego planu. To efekt głównie wyższej realizacji wydatków (19,1% rocznego planu wobec średnio ok. 18% w latach 2010-2011), w szczególności związanych z rozliczeniem z budżetem unijnym (odpowiednio 34,5% vs 28%). Po stronie dochodowej, realizacja przychodów przebiega dość dobrze (na zbliżonym poziomie co rok wcześniej). Uwagę zwraca nieco wyższa niż rok wcześniej realizacja dochodów z CIT (10,1% vs 8,0%).

Ministerstwo wstępnie szacuje, że po marcu deficyt wyniósł ok. 20 mld zł, tj. 57,1% planu. Taki scenariusz nie jest zaskoczeniem ze względu na wspomnianą realizację wydatków – MF zakłada spadek deficytu w II poł. roku.

Spadek deficytu i niższe emisje w II połowie roku

Zysk NBP wypracowany w 2011 r. wesprze dochody budżetowe. Do budżetu wpłynie (najprawdopodobniej w lipcu-sierpniu) ok. 8,2 mld zł z tego tytułu. Warto jednak zauważyć, że przekazanie zysku NBP nie wpłynie to na zmianę relacji deficytu sektora do PKB (wg ESA95), co podkreślali w swoich wypowiedziach przedstawiciele MF i NBP.

Perspektywa niższej realizacji deficytu centralnego oznacza niższe potrzeby pożyczkowe netto w tym roku niż założone w ustawie budżetowej na poziomie 46,2 mld zł. Co więcej, na ich obniżenie może również wpłynąć wyższe od założonych środki z zarządzania płynnością sektora publicznego (2,4 mld zł na koniec lutego vs -0,2 mld zł planowanych).

Niepewność mogą budzić plany prywatyzacyjne na ten rok ze względu na dużą zmienność rynku giełdowego. W przyjętym w marcu "Planie prywatyzacji na lata 2012-2013" rząd przytrzymał prognozę przychodów z prywatyzacji na poziomie 10 mld zł w tym roku oraz 15 mld zł łącznie w okresie 2012-2013. Bieżąca realizacja wpływów prywatyzacyjnych wynosi ok. 28% planu. Oferty, które pojawiają się do końca roku, w tym sprzedaż mniejszościowych pakietów PKO BP SA, PZU S.A., czy też kontynuacja sprzedaży spółek z sektora energetycznego czynią tegoroczną prognozę przychodów z prywatyzacji bardziej realną. Główny czynnik ryzyka leży po stronie sytuacji rynkowej, która może ograniczać prywatyzację przez giełdę.

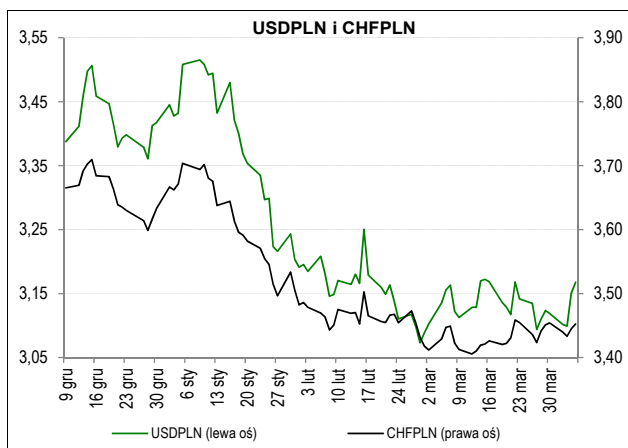
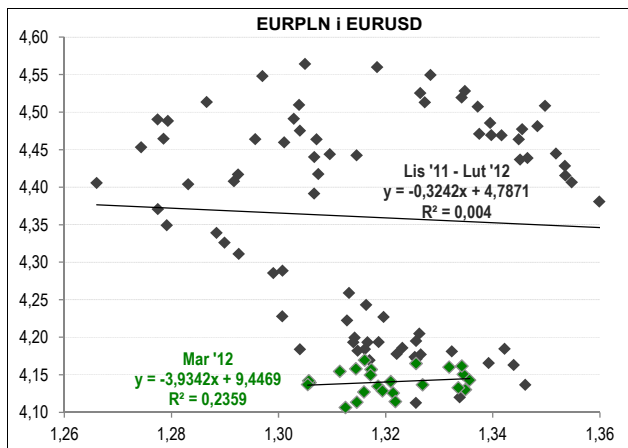
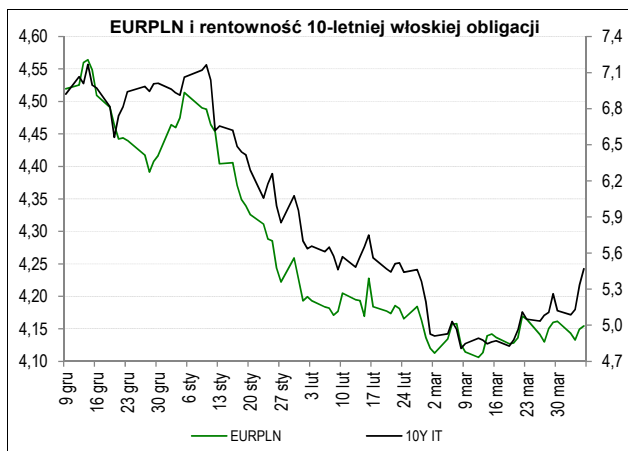
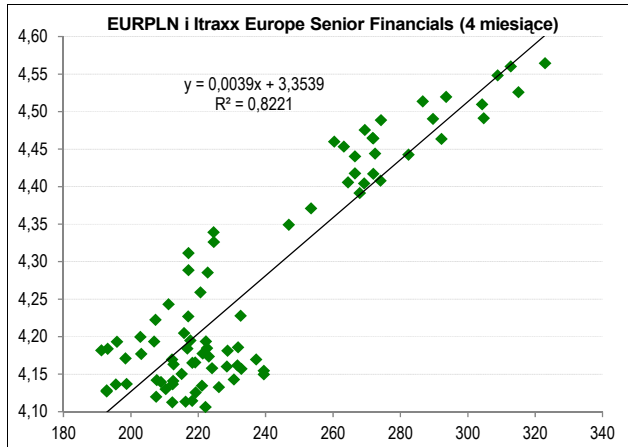
Podsumowując, spodziewamy się, że w tym roku potrzeby pożyczkowe brutto (podobnie jak i w poprzednim roku) mogą ulec zmniejszeniu o przynajmniej 10 mld zł. Po marcu potrzeby pożyczkowe są sfinansowane w prawie 50%, a po pierwszej połowie roku szacujemy, że będzie to ok. 70%. To oznacza niską podaż w drugiej połowie roku, co powinno wspierać rynek długu, m.in. ograniczając wzrosty rentowności w momencie znaczącego pogorszenia nastrojów.

Sytuacja peryferii strefy euro wciąż nierozwiązana

Wyniki lutowego LTRO pozytywnie wpłynęły na rynek długu krajów peryferyjnych strefy euro. Bez większych problemów sprzedawały one swoje papiery na aukcjach, które cieszyły się sporym zainteresowaniem. Rentowność 10-latk włoskiej spadła poniżej 5%, po raz pierwszy od połowy 2011 r.

Koniec marca przyniósł wzrost obaw o wzrost gospodarczy (po słabszych od oczekiwań odczytach PMI) w strefie euro oraz sytuację fiskalną w Hiszpanii. To zachęciło inwestorów do realizacji zysków, która była kontynuowana również na początku kwietnia i powrót do bezpiecznych aktywów, jakim jest dług Niemiec. W efekcie odnotowano wzrost rentowności obligacji Hiszpanii i Włoch do odpowiednio 5,85% i 5,55%. Dalszy ewentualny wzrost rentowności może wpłynąć na globalne podejście do ryzyka i notowania polskiego rynku.

Rynek walutowy

**Stabilizacja złotego po dwóch miesiącach umacniania się...**

▪ W marcu trend aprecjacyjny złotego jaki trwał od początku roku został zatrzymany i krajowa waluta ustabilizowała się. Miesięczna zmiana EURPLN, USDPLN i CHFPLN wyniosła ok. 1%.

▪ Tak jak sugerowaliśmy w marcu, rynek wyceniał już scenariusz mniej wyraźnego spowolnienia gospodarki europejskiej, w związku z czym publikacja gorszych od oczekiwań wstępnych PMI dla przemysłu strefy euro oraz Niemiec spowodował wyraźny wzrost awersji do ryzyka. Także spodziewane wyhamowanie gospodarki chińskiej wywierało negatywną presję na nastroje. Pojawiła się również niepewność odnośnie dalszego rozwoju sytuacji na peryferiach strefy euro oraz tego czy zagrożone państwa zdołają zrealizować planowane na ten rok oszczędności w obliczu słabszego wzrostu gospodarczego. Restrukturyzacja długu Grecji nie spowodowała wzrostu zmienności na rynku.

▪ Pomimo pojawiających się okresów wysokiej awersji do ryzyka, niepewność nie była na tyle wysoka, by spowodować wyraźniejsze osłabienie złotego. Ryzykowne aktywa zostały w pewnym stopniu wsparte przez Fed, który przedstawił bardziej optymistyczny pogląd na amerykańską gospodarkę i jednocześnie nie wykluczył dalszego luzowania polityki pieniężnej. Poza tym, krajowa waluta pozostała głównie pod wpływem sytuacji na peryferiach strefy euro, a obawy o kryzys zadłużeniowy nie były jeszcze bardzo poważne (peryferia są w dalszym ciągu wspierane przez LTRO). Warto zauważyć, że wzrosła zależność notowań EURPLN od EURUSD.

... i w kwietniu spodziewamy się jego osłabienia

▪ Ten miesiąc będzie obfitował w ważne wydarzenia. Uwaga rynku skupi się pewnie na wyborach prezydenckich we Francji (pierwsza tura zaplanowana jest na koniec kwietnia) oraz na oczekiwaniach odnośnie możliwego kształtu rządu po wyborach parlamentarnych w Grecji (odbędą się zapewne na początku maja). Wzrost wahań na koniec miesiąca może też wygenerować wynik posiedzenia Fed i jego ocena perspektyw gospodarki USA oraz oczekiwania rynku na trzecią rundę stymulacji. Nie widzimy żadnego innego czynnika wspierającego popyt na ryzykowne aktywa oprócz nadziei na QE3 (która została ograniczona po publikacji marcowych *minutes*). Dlatego też spodziewamy się, że w kwietniu nastąpi realizacja zysków z ostatniego umocnienia złotego, a mogłaby ona być tym większa jeśli kolejne dane makro potwierdzą, że spowolnienie gospodarcze w Europie postępuje, a dotychczasowe oczekiwania rynku były zbyt optymistyczne.

▪ Nierozwiązane problemy w strefie euro i niepewność odnośnie rozwoju sytuacji w Hiszpanii czy Portugalii razem z odnotowanym w ostatnich tygodniach spadkiem liczby krótkich pozycji na kursie EURUSD zwiększają potencjał do osłabienia euro do dolara, które rozpoczęło się na początku kwietnia. Jak wspomniano powyżej, kontynuacja trendu spadkowego EURUSD może mieć wpływ nie tylko na kurs USDPLN, ale także na EURPLN.

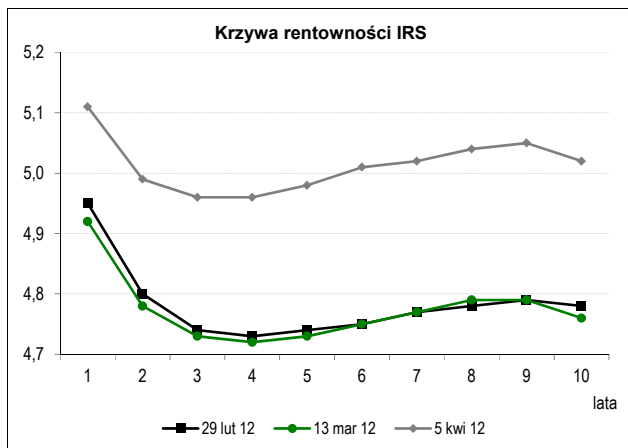
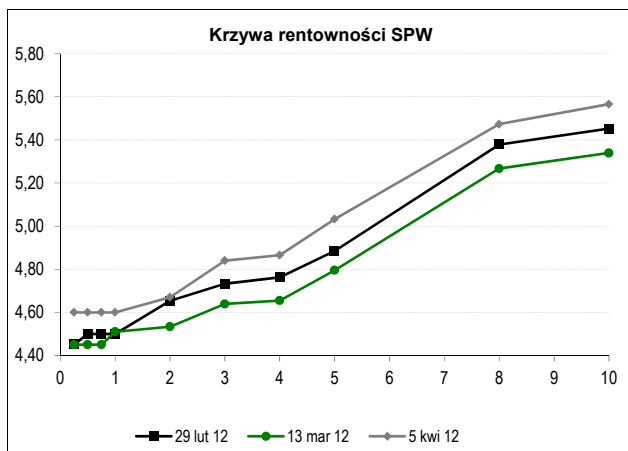
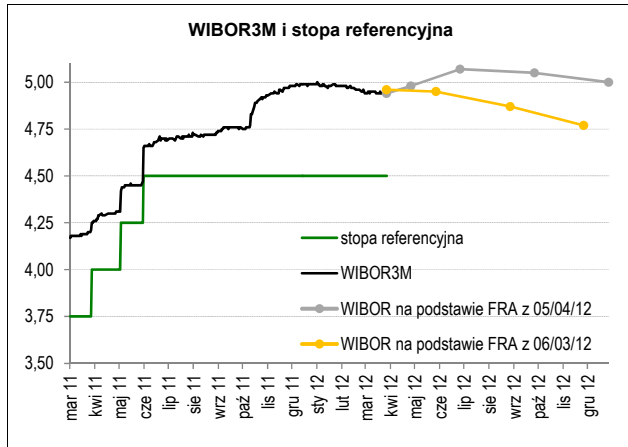
▪ Ważne poziomy dla EURPLN to 4,17-4,18 i 4,14. Przebicie oporu (co naszym zdaniem jest bardziej realne) może oznaczać wzrost nawet do 4,26 (ale nie oczekujemy osiągnięcia tego poziomu już w kwietniu). Wg nas w kwietniu EURPLN wyniesie średnio 4,19.

▪ Kurs EURCHF spadł chwilowo na początku kwietnia poniżej 1,20 i wydaj się coraz bardziej prawdopodobne podniesienie przez SNB tej dolnej granicy tolerancji kursu do 1,25, wobec słabszego wzrostu i panującej deflacji. Taka decyzja może mieć tymczasowy wpływ na notowania EURUSD, ale co ważniejsze, w wyraźnym stopniu powinna wesprzeć złotego do franka.

Forint i korona – podobne trendy jak złoty

▪ W marcu pozostałe waluty CEE3 także pozostały dość stabilne. Co istotne, z Węgier nie napłynęły żadne negatywne sygnały, które mogłyby osłabić złotego. EURHUF i EURCZK są obecnie blisko ważnych poziomów oporu (odpowiednio ok. 295 i 24,8) i wygląda na to, że w nadchodzących tygodniach waluty CEE3 mogą podążać w tym samym kierunku.

Rynek stopy procentowej



Plan podaży SPW na II kwartał 2012			
Data aukcji	Data płatności	Instrument	Oczekiwana podaż (w mld PLN)
05 kwi	10 kwi	Aukcja zamiany	
19 kwi	25 kwi	OK0714 / PS1016	5,0 – 9,0
23 kwi	25 kwi	31-tyg. Bony skarbowe	1,0 – 3,0
07 maj	09 maj	Warunkowa aukcja bonów skarbowych	
16 maj	18 maj	OK / PS	2,0 – 3,5
23 maj	25 maj	DS / WS / WZ / IZ	2,0 – 4,0
04 cze	06 cze	51-tyg. Bony skarbowe	1,0 – 3,0
14 cze	18 cze	Aukcja zamiany	
20 cze	22 cze	OK / PS	2,0 – 3,5
27 cze	29 cze	Obligacje infrastrukturalne emitowane przez BGK	do 2,0

Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Rynek FRA w górę po posiedzeniu RPP

▪ Sytuacja na rynku stopy do 1 roku nie uległa większym zmianom w marcu. Stawki WIBOR od 1M do roku obniżyły się o ok. 2pb, w tym stawki dla terminów od 6 miesięcy do roku pozostały płaskie w okolicach 4,96%. Po kwietniowym posiedzeniu RPP stawki powyżej 6M nieznacznie wzrosły.

▪ Większe zmiany obserwowaliśmy na rynku FRA, które odzwierciedlały zarówno odczyty danych makro, jak i wypowiedzi członków RPP. O ile stawki FRA do 3 miesięcy spadły nieznacznie w skali miesiąca (między innymi po złagodzeniu oczekiwań na szybkie podwyżki stóp przez prezesa NBP), to FRA 6x9 i 9x12 wzrosły o 3-4pb. Większy ruch dokonał się po kwietniowym posiedzeniu RPP, która zaostrzając retorykę zwiększyła ryzyko podwyżki stóp.

▪ Rynek FRA wskazuje, że na koniec tego roku stawki WIBOR3M mogą być nawet nieco niższe niż obecnie, choć stawki krótkoterminowe (3X6) wzrosły nawet powyżej obecnych poziomów WIBORu.

W końcu korekta na rynku obligacji i IRS...

▪ Marzec przyniósł realizację zysków na rynku długu. Niemniej zanim ona nastąpiła rentowności obligacji osiągnęły poziomy odpowiednio 4,53% dla 2 lat (najniższy od października 2011), 4,78% dla 5 lat oraz 5,34% dla 10 lat (w obu przypadkach najniższe poziomy od października 2010). Korekta nastąpiła po publikacji danych o inflacji i styczniowym bilansie płatniczym. Wyższy od oczekiwań deficyt przyczynił się do osłabienia złotego, co dało impuls również do wyprzedaży długu (głównie na środku i długim końcu krzywej). Trend wzrostowy rentowności zatrzymały pozytywne informacje o podaży SPW na II kwartał (MF ograniczyło podaż w sektorze 10 lat do jednej aukcji w kwartale). W konsekwencji w ramach korekcyjnego ruchu rentowności 5 i 10 latek wzrosły o około 15pb, gdy rentowności 2 latki o ok. 4pb tylko dzięki ograniczeniu oczekiwań na szybkie podwyżki stóp.

▪ W nieco większej skali wzrosły stawki IRS; krzywa przesunęła się w górę o 7-17pb, głównie na długim końcu. To spowodowało zawężenie asset swap spreadu w sektorze 10 lat o ok. 10pb do nieco poniżej 60pb na koniec marca.

... wzmocniona komunikatem RPP

▪ Dalszy wzrost rentowności obligacji, ale również IRS odnotowaliśmy po kwietniowym posiedzeniu RPP, po którym ryzyko podwyżki stóp zdecydowanie wzrosło. To spowodowało wzrost rentowności 2-latki w kierunku 4,70%, a 5-latki powyżej 5%. Na krzywej IRS również wzrosły, w tym IRS 5-letni do ok. 5%, a 10-letni powyżej 5%.

▪ Obecnie rynek długu znajduje się pod presją z jednej strony jastrzębiej retoryki RPP, a z drugiej strony sytuacji w krajach peryferyjnych (obawy o wzrost w strefie euro, o parametry fiskalne w Hiszpanii). Te czynniki będą determinowały zachowanie rynku. Zakładamy, że publikowane krajowe dane makro (inflacja, płace, produkcja) mogą w krótkim terminie wesprzeć krótki koniec krzywej rentowności, zmniejszając ryzyko podwyżki stóp w maju.

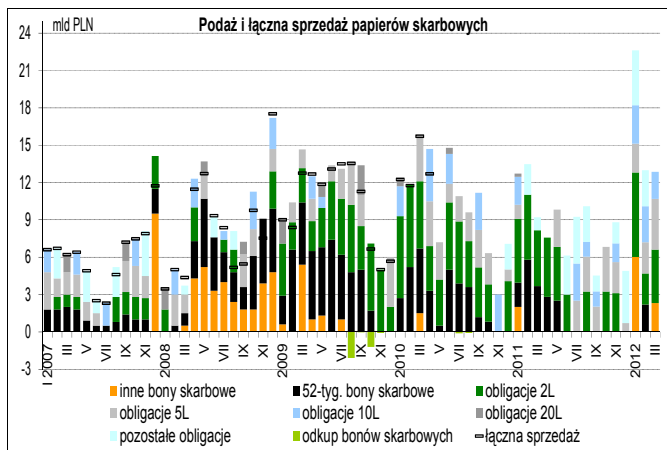
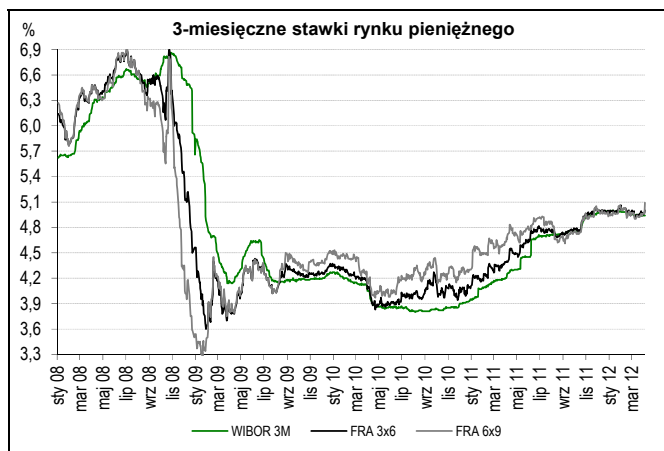
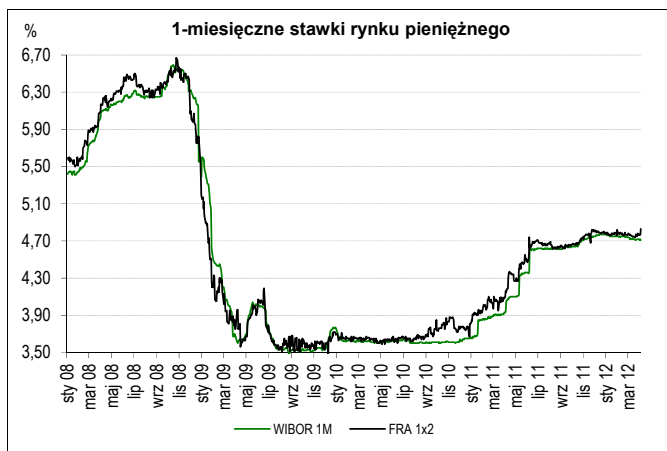
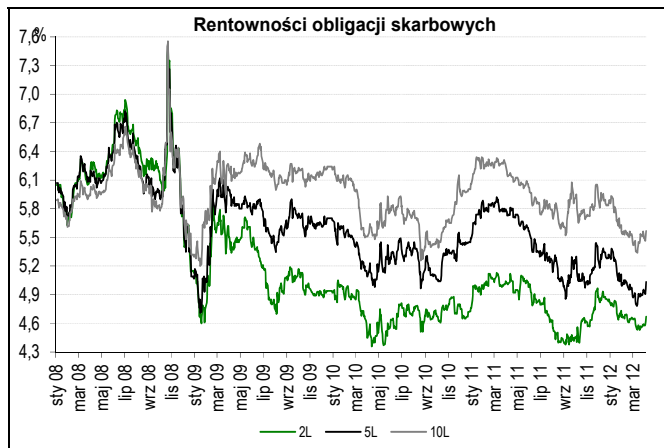
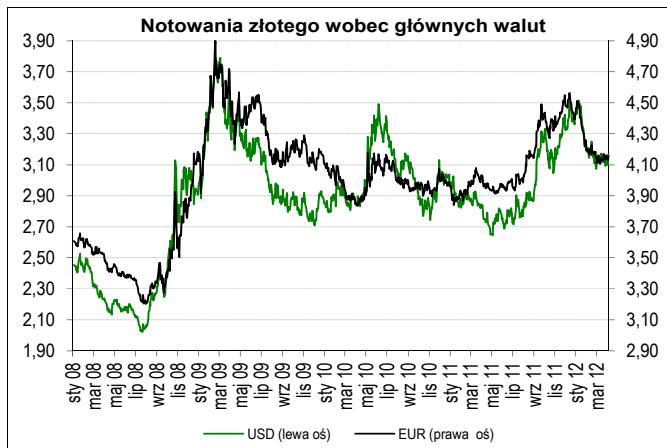
Ministerstwo ogranicza podaż SPW w II kwartale

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, MF zredukowało podaż SPW na II kwartał. Oferta skoncentruje się głównie na krótkim końcu (w ofercie nowy benchmark 2 letni) i środku krzywej. Natomiast podaż na długim końcu została ograniczona do jednej aukcji w kwartale (w maju). Łącznie w okresie kwiecień-czerwiec oferta obligacji hurtowych planowana jest na poziomie 13-20 mld zł.

▪ W kwietniu MF utrzymało ofertę SPW na wysokim poziomie (5-9 mld zł), chcąc tym samym zaabsorbować środki z wykupu PS0412 i z płatności odsetkowych (łącznie około 27 mld zł, wartość po uwzględnieniu wyników kwietniowej aukcji zamiany). W kolejnych miesiącach oferta obligacji zdecydowanie spada.

▪ MF planuje pozyskać ok. 0,6 mld € z kredytów oraz nie wyklucza emisji na rynkach zagranicznych.

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	5402/2223
23.04.2012	31-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
kwiecień	13.04	OK0713	3000-5500	4759	-	-	-	-	20.04	OK0711/PS0511/WZ0911	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/NWZ/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
luty '12	09.02	OK0114/PS1016	3500-5500	5049	16.02	WZ0117	1000-3000	3518	1.02	DS1021: 1000-3000	2937
marzec '12	14.03	OK0114	1500-3500	-	21.03	DS1021/WS0429	1000-2500	-	08.03	PS1016: 1500-3000	4080
kwiecień '12	19.04	OK0714/PS1016	5000-9000	-	-	-	-	-	5.04	PS/OK	WZ

* 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
9 kwietnia DE, GB, PL: Wielkanoc EZ: Indeks Sentix (IV) CN: CPI (III)	10 DE: Eksport (II) CN: Bilans handlowy (III)	11 US: Ceny importu (III) US: Beżowa Księga Fed	12 PL: Bilans płatniczy (II) EZ: Produkcja przemysłowa (II) US: Bilans handlowy (II)	13 PL: CPI (III) PL: Podaż pieniądza (III) US: Bazowy CPI (III) US: Wstępny indeks Michigan (IV) CN: PKB (I kw.)
16 US: Indeks NY Fed (IV) US: Sprzedaż detaliczna (III)	17 EZ: HICP (III) US: Rozpoczęte budowy domów (III) US: Pozwolenia na budowę domów (III) US: Produkcja przemysłowa (III) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (III)	18 PL: Płace i zatrudnienie (III)	19 PL: Produkcja przemysłowa (III) PL: PPI (III) EZ: Indeks nastrojów konsumentów (IV) US: Sprzedaż domów (III) US: Wskaźniki wyprzedzające (III) US: Indeks Philly Fed (IV)	20 PL: Inflacja bazowa (III) DE: Indeks Ifo (IV)
23 DE: Wstępny PMI-przemysł (IV) EZ: Wstępny PMI-przemysł (IV) CN: Wstępny PMI-przemysł (IV)	24 EZ: Zamówienia przemysłowe (II) US: Sprzedaż nowych domów (III) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (II)	25 GB: PKB (I kw.) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (III) US: Decyzja Fed	26 US: Niezakończona sprzedaż domów (III) PL: Minutes RPP	27 DE: Indeks GfK (V) US: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) US: Indeks Michigan (IV)
30 PL: Oczekiwania inflacyjne (IV) EZ: Podaż pieniądza (III) EZ: Wstępny HICP (IV) US: Wydatki konsumentów (III) US: Dochody osobiste (III) US: Bazowy PCE (III)	1 maja PL: Dzień wolny US: ISM-przemysł (IV)	2 PL: PMI-przemysł (IV) DE: PMI-przemysł (IV) EZ: PMI-przemysł (IV) CN: PMI-przemysł (IV) US: Zamówienia przemysłowe (III) US: Raport ADP (IV)	3 PL: Święto Konstytucji 3 Maja EZ: Decyzja EBC	4 DE: PMI – usługi (IV) EZ: PMI – usługi (IV) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) US: Stopa bezrobocia (IV)
7 DE: Zamówienia przemysłowe (III) EZ: Indeks Sentix (V)	8 DE: Produkcja przemysłowa (III)	9 DE: Eksport (III) PL: Decyzja RPP	10 GB: Decyzja BoE US: Ceny importu (IV) US: Bilans handlowy (III)	11 US: PPI (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 ^a	13 ^b	13	15	13	13	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	20	-	20	20	22	20	20	21	20	22	21	20
Ceny producenta	19	17	19	19	21	20	18	20	19	17	20	19
Produkcja przemysłowa	19	17	19	19	21	20	18	20	19	17	20	19
Sprzedaż detaliczna	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	-	-	29	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13	13	13	12	16	15	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	13	13	14	14	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	20	22	22	20	20	22	20	22	21	22	22	20

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

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	kwi 12
PMI	pkt.	54,8	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8	52,2	50,0	50,1	48,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,8	6,7	7,8	2,0	1,8	7,9	7,4	6,4	8,5	7,7	9,1	4,6	1,9	3,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	24,2	15,6	23,9	17,0	16,5	10,8	18,1	8,9	13,0	14,6	32,2	12,0	2,2	5,3
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	9,4	18,6	13,8	10,9	8,2	11,3	11,4	11,2	12,6	8,6	14,3	13,7	9,0	8,7
Stopa bezrobocia	%	13,3	12,8	12,4	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	12,1	12,5	13,2	13,5	13,5	13,2
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,0	5,9	4,1	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	4,4	4,4	8,1	4,3	1,2	2,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,1	3,9	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5	2,3	0,9	0,6	0,6	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	12,5	11,2	18,1	7,2	6,0	15,9	7,5	8,6	8,4	4,7	6,8	2,9	4,2	0,7
Import (w euro)	% r/r	10,6	16,1	19,4	12,9	9,1	12,0	4,5	7,8	5,0	2,4	9,4	3,7	-0,6	-3,9
Bilans handlowy	mln EUR	-687	-1 004	-932	-1 203	-1 189	-903	-211	-722	-964	-1 122	-830	-819	-100	-440
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 107	-1 149	-182	-2 023	-1 865	-1 382	-1 241	-1 779	-1 436	-1 744	-1 831	-1 298	-400	-540
Rachunek bieżący	% PKB	-4,8	-4,8	-4,7	-4,9	-4,9	-4,7	-4,6	-4,7	-4,4	-4,3	-4,5	-4,6	-4,4	-4,3
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-17,3	-21,6	-23,7	-20,4	-21,1	-20,7	-21,9	-22,5	-21,6	-25,1	-5,3	-16,4	-20,0	-24,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	43,1	53,8	59,0	50,7	52,5	51,6	54,5	56,1	53,6	62,5	15,1	46,8	57,1	68,6
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,8	4,6	4,1	4,3	3,8	3,9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,7	2,6	2,8	3,0	3,1	2,5	2,6	2,3	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	9,5	8,8	6,3	5,6	5,9	6,8	8,4	8,5	9,1	8,2	7,9	6,3	4,6	4,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,9	9,4	7,7	7,2	7,4	8,8	10,2	10,5	11,8	12,5	13,7	12,6	10,6	13,5
Zobowiązania	% r/r	12,2	9,9	8,1	7,7	7,7	8,8	9,5	9,4	11,2	11,7	12,8	12,5	10,1	13,1
Należności	% r/r	11,4	12,0	11,7	9,9	13,9	13,2	14,7	14,8	14,6	14,4	14,5	13,0	14,6	14,8
EUR/PLN	PLN	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	4,19
USD/PLN	PLN	2,87	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,27	3,40	3,39	3,16	3,13	3,18
CHF/PLN	PLN	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	3,41
Stopa referencyjna ^b	%	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	4,50
WIBOR 3M	%	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	4,94
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	4,61	4,61	4,63	4,61	4,53	4,48	4,48	4,48	4,55	4,51	4,50	4,48	4,46
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	5,01	5,02	4,87	4,72	4,47	4,43	4,54	4,73	4,86	4,75	4,66	4,58	4,67
Rentowność obligacji 5L	%	5,82	5,76	5,64	5,42	5,30	5,14	5,08	5,09	5,19	5,30	5,20	5,00	4,88	4,95
Rentowność obligacji 10L	%	6,28	6,14	6,06	5,90	5,81	5,71	5,80	5,76	5,85	5,88	5,74	5,53	5,45	5,55

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2009	2010	2011	2012	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
PKB	mld PLN	1 343,4	1 415,4	1 522,7	1 622,0	349,3	369,3	375,1	428,9	373,3	392,7	401,5	454,4
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	1,2	4,4	4,3	3,2	3,3	2,6	0,7	0,8	0,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,2	3,1	1,9	3,7	3,6	3,0	2,0	2,2	1,7	1,8	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	3,9	9,1	5,8	6,1	9,7	5,0	3,9	4,2	2,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	4,6	16,3	4,7	18,7	18,8	15,2	12,3	13,3	1,6	5,1	3,1
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,5	6,1	11,2	7,8	9,4	14,5	10,3	10,6	12,0	7,7	6,2	6,0
Stopa bezrobocia ^b	%	12,1	12,4	12,5	13,5	13,3	11,9	11,8	12,5	13,5	12,7	12,7	13,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,4	3,3	5,0	3,7	4,1	5,0	6,1	4,6	4,5	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	0,3
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	22,8	11,4	4,1	17,0	12,0	9,9	7,3	4,5	4,5	3,0	4,5
Import (w euro)	% r/r	-24,4	24,9	11,5	1,7	17,7	16,0	8,6	5,1	3,9	0,5	0,5	2,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 893	-10 112	-6 885	-1 894	-3 141	-2 263	-2 814	-1 749	-1 746	-1 399	-1 991
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-16 493	-15 917	-11 345	-3 135	-3 359	-4 459	-4 964	-3 529	-1 630	-2 665	-3 522
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,7	-4,3	-3,0	-4,8	-4,9	-4,6	-4,3	-4,4	-4,0	-3,4	-3,0
Wynik general government	% PKB	-7,3	-7,9	-5,5	-3,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,6	4,3	3,9	3,8	4,6	4,1	4,6	4,1	3,9	4,2	3,5
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,5	3,1	4,6	3,1	4,3	4,2	3,9	4,6	3,8	4,1	4,3	3,1
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	2,3	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,6	4,2	7,7	6,9	7,0	8,6	6,3	4,7	3,8	2,1
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,1	8,8	12,5	7,8	10,9	7,2	10,2	12,5	10,6	13,6	10,8	7,8
Zobowiązania ^b	% r/r	9,8	9,1	11,7	8,0	12,2	7,7	9,5	11,7	10,1	13,0	11,2	8,0
Należności ^b	% 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	3,34	2,88	2,75	2,94	3,28	3,23	3,27	3,44	3,44
CHF/PLN	PLN	2,87	2,90	3,34	3,30	3,06	3,16	3,56	3,60	3,50	3,35	3,25	3,08
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	3,50	4,50	4,50	3,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	4,42	3,94	4,54	4,91	4,10	4,43	4,72	4,91	4,97	4,93	4,89	4,85
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	3,96	4,51	4,45	4,37	4,62	4,54	4,50	4,50	4,45	4,44	4,42
Rentowność obligacji 2L	%	5,17	4,72	4,81	4,64	5,01	4,97	4,54	4,71	4,66	4,66	4,64	4,58
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,44	4,97	5,79	5,60	5,17	5,19	5,02	4,95	4,98	4,93
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,98	5,56	6,27	6,03	5,77	5,83	5,58	5,57	5,58	5,50

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 5.04.2012 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

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.