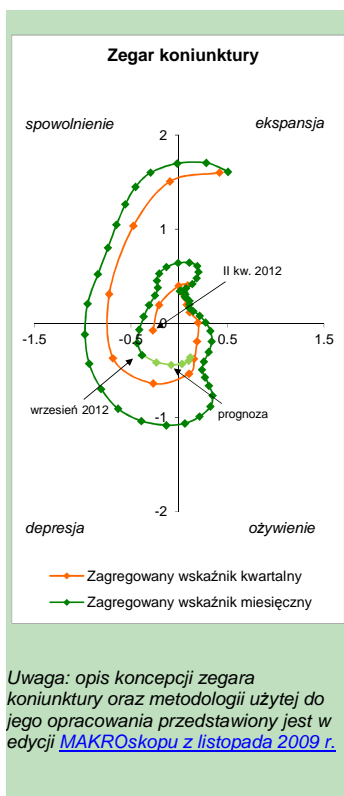


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Listopad 2012

Lepiej późno niż później



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Finansowanie potrzeb pożyczkowych brutto w 2013 r.	
Gospodarka Polski	5
Pod lupą: polityka pieniężna	7
Pod lupą: polityka fiskalna	9
Rynek walutowy	10
Rynek stopy procentowej	11
Monitor rynku	12
Kalendarz makroekonomiczny	13
Dane i prognozy ekonomiczne	14

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
22 586 8363

Piotr Bielski

22 586 8333

Agnieszka Decewicz

22 586 8341

Marcin Luzziński

22 586 8362

Marcin Sulewski

22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

▪ Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 punktów bazowych i tym samym najprawdopodobniej zapoczątkowała cykl łagodzenia polityki monetarnej. Najwyraźniej ostatnia seria negatywnych informacji płynących z gospodarki oraz wyniki projekcji NBP przekonali w końcu większość członków RPP do tego, o czym my przekonywaliśmy od dłuższego czasu – że rozwój sytuacji ekonomicznej w kolejnych kwartałach będzie znacznie mniej optymistyczny niż do tej pory oceniali. Łączna wysokość obniżek stóp w cyklu nie została jednoznacznie określona, wypowiedzi członków RPP celują w szeroki przedział 50-125 pb. Z pewnością kolejne obniżki stóp procentowych ułatwi wyraźny spadek inflacji, który nastąpi już niedługo. We wrześniu stopa inflacji była niższa od oczekiwań i wyniosła 3,8% r/r i według naszych prognoz ten spadkowy trend będzie kontynuowany i w przeciągu kilku miesięcy sprowadzi inflację do celu. Spodziewamy się, że Rada obniży stopy łącznie o 75 pb do końca pierwszego kwartału (jeszcze dwie obniżki po 25 pb w grudniu i styczniu), chociaż skala redukcji może wynieść nawet 100 pb.

▪ Najnowsza projekcja inflacji i PKB, przygotowana przez Instytut Ekonomiczny NBP, pokazała znaczące spowolnienie wzrostu gospodarki oraz cen. Według projekcji w tym roku polska gospodarka wzrośnie o 2,2%, a w 2013 r. zaledwie o 1,5%. W 2014 r. nastąpi odbicie do 2,3%. W całym horyzoncie prognozy wzrost PKB jest poniżej potencjału, zatem luka popytowa będzie się powiększać. Sprzyja to spadkowi inflacji, która ma osiągnąć średnio 2,5% w 2013 r., 1,5% w 2014 r. i spaść do zaledwie 1% pod koniec horyzontu. Prognozy dla Polski obniżyła także Komisja Europejska. Jej przewidywania dotyczące wzrostu są wprawdzie mniej pesymistyczne (w latach 2012-14 odpowiednio 2,4%, 1,8%, 2,6%), ale należy pamiętać, że Polska należy do nielicznej grupy krajów w Europie, które w 2013 r. zanotują spowolnienie. Podobny obraz wyłania się z prognoz MFW.

▪ Wrześniowe dane makroekonomiczne potwierdziły dalsze hamowanie krajowej gospodarki. Tak jak oczekiwaliśmy, szczególnie słaba jest sytuacja w przemyśle i budownictwie. Dynamika produkcji w tych sektorach była w trzecim kwartale najniższa od kilku lat. Mamy już komplet danych miesięcznych z tego okresu i na tej podstawie szacujemy, że PKB wzrósł zaledwie o 1,7% r/r. Wskaźniki wyprzedzające nie napawają optymizmem i pokazują, że na przełomie roku należy spodziewać się dalszego spowolnienia wzrostu do ok.1%. Nasz zegar koniunktury (wykres obok) wskazuje, że polska gospodarka jest i w najbliższym czasie będzie w fazie depresji.

▪ Gorsze perspektywy gospodarcze są czynnikiem ryzyka dla realizacji budżetu na 2013 r., ale naszym zdaniem nie będzie większych problemów z pokryciem przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Resort finansów sfinansował już ok. 10% potrzeb na 2013 r., ponadto dysponuje on pokaźną nadwyżką płynności, a warunki rynkowe, w tym łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP, są dla polskiego długu sprzyjające (rentowności obligacji spadły do najniższych poziomów w historii). Więcej o potrzebach pożyczkowych w 2013 r. napisaliśmy w *Temacie miesiąca*.

Na rynku finansowym 12 listopada 2012 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,65	EURPLN	4,1667
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	3,72	USDPLN	3,2803
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,74	CHFPLN	3,4565

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.11.2012 r.

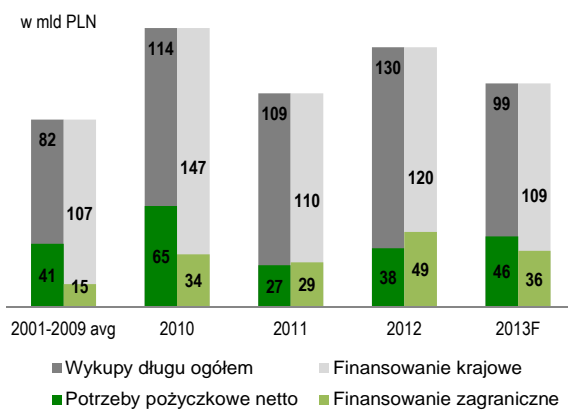
Temat miesiąca

Finansowanie potrzeb pożyczkowych brutto w 2013 r.

Niższe potrzeby, niższe wykupy w 2013 r.

Na początku października Ministerstwo Finansów zakończyło finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto w wysokości 168,5 mld zł (wg założeń do projektu ustawy budżetowej na 2013 r.). W 2013 r. potrzeby pożyczkowe brutto wyniosą około 145 mld zł, co oznacza spadek o około 14% w porównaniu do tegorocznych potrzeb. Jest to przede wszystkim efekt niższych wykupów długu ogółem, które w przyszłym roku mają wynieść około 99,3 mld zł (łącznie krajowego i zagranicznego) wobec 130,6 mld zł w tym roku.

Wykres 1. Potrzeby pożyczkowe brutto i ich finansowanie



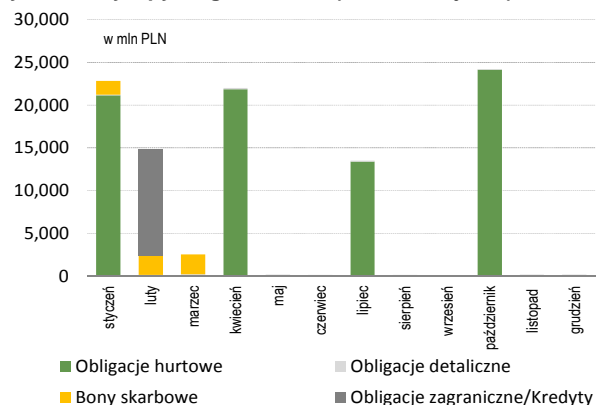
Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Z drugiej jednak strony potrzeby pożyczkowe netto rosną do ok. 45,7 mld zł z ok. 38 mld zł w tym roku. Wynika to z kilku czynników, w tym wyższego deficytu budżetowego (35,6 mld zł wobec około 32 mld zł realizacji planowanej na ten rok) oraz niższych wpływów z prywatyzacji (5 mld zł wobec 10 mld zł planowanych w tym roku). Przychody z prywatyzacji, w naszej ocenie, są realistyczne do osiągnięcia. Najwięcej obaw może za to budzić realizacja przyszłorocznego deficytu ze względu na możliwość wolniejszego wzrostu gospodarczego niż założono w projekcie budżetu na 2013 r. Już w tym roku, ze względu na spowolnienie aktywności gospodarczej i zmianę struktury PKB, wpływy podatkowe, w szczególności z VAT, są znacząco niższe. Z tą samą sytuacją możemy mieć do czynienia również i w przyszłym roku (rządowa prognoza wzrostu to 2,2%, podczas gdy my spodziewamy się 1,9% z ryzykiem asymetrycznym w dół). W naszej ocenie jest to główny czynnik ryzyka, którego materializacja będzie wymagała od resortu dodatkowych działań. Ten niedobór może być zbilansowany przez wpływy niepodatkowe (np. z tytułu zysku NBP czy też z dywidend, co miało miejsce w tym roku) w połączeniu z utrzymaniem dyscypliny po stronie wydatkowej.

Istotne dla ograniczenia potrzeb pożyczkowych netto może okazać się efektywne zarządzanie płynnością sektora publicznego. Na koniec września środki z tego tytułu wyniosły nieco ponad 5 mld zł wobec -0,2 mld zł planowanych w ustawie budżetowej. Ten czynnik jest bardzo trudny do oszacowania, niemniej może on pozytywnie zaskoczyć.

Jak już wcześniej wspomnieliśmy przyszłoroczne wykupy długu krajowego i zagranicznego będą istotnie niższe w porównaniu z tym rokiem. Ich kumulacja nastąpi na początku roku (wykres poniżej), w ciągu pierwszych czterech miesięcy wartość wykupywanych obligacji krajowych wyniesie łącznie 43 mld zł, gdy kolejne znaczące wykupy będą miały miejsce w lipcu i październiku wynosząc odpowiednio 13,4 mld zł oraz około 24 mld zł. W przypadku długu zagranicznego kumulacja wykupów nastąpi w lutym (3 mld €). Warto jednak zauważyć, że ministerstwo już zabezpieczyło przyszłoroczne wykupy zagraniczne poprzez zwiększenie rezerwy walutowej. Na koniec października stan środków złotych i walutowych w dyspozycji Ministerstwa Finansów wyniósł 51,4 mld zł i oczekujemy, że do końca roku pozostanie powyżej 50 mld zł.

Wykres 2. Wykupy długu w 2013 r. (dane miesięczne)



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

MF z sukcesem pozyskuje środki na przyszły rok...

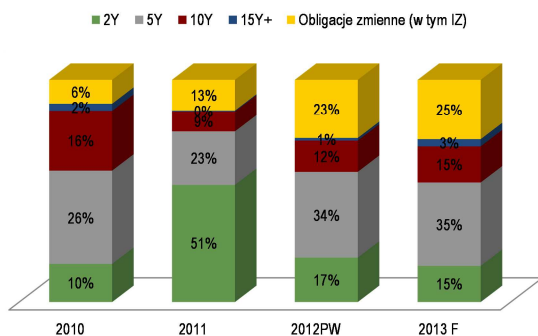
Wrześniową aukcją zamiany, na której do odkupu przedstawiono obligacje OK0113, Ministerstwo Finansów rozpoczęło prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na 2013 r. Odbywa się ono zarówno poprzez aukcje zamiany, jak i również poprzez aukcje standardowe, które biorąc pod uwagę bieżące warunki emisji są bardziej efektywne. Po październiku resort finansów sfinansował już około 10% (z 20% planowanych) potrzeb pożyczkowych na 2013. Biorąc pod uwagę plany emisyjne do końca roku, w naszej ocenie, planowany cel jest realistyczny do osiągnięcia, a nawet nie wykluczamy, że może być on przekroczony - spodziewamy się około 25% rocznego planu, przy założeniu bardzo dobrych wyników aukcji zamiany w listopadzie i w grudniu. Sądymy, że resort finansów może chcieć wykorzystać sprzyjające warunki rynkowe i zdecyduje się na aukcje zamiany raczej niż na regularną aukcję w grudniu, w

szczególności biorąc pod uwagę przyszłoroczną strukturę wykupów (o czym piszemy w dalszej części tekstu). Oznacza to, że przyszły rok Ministerstwo Finansów rozpocznie z dość solidną poduszką płynnościową, która będzie zabezpieczała znaczące wykupy długu tak na rynku krajowym, jak i zagranicznym w pierwszych miesiącach 2013 r.

... a podaż w 2013 skoncentruje się na środku krzywej

Spodziewamy się, że w 2013 r. Ministerstwo Finansów utrzyma elastyczne podejście w oferowaniu papierów skarbowych na poszczególnych aukcjach, uzależniając podaż (tak w ujęciu wartościowym, jak i oferowanych serii papierów skarbowych) od warunków rynkowych i popytu zgłaszanego przez inwestorów. Będzie to również dotyczyło emisji na rynki zagraniczne, gdzie prawdopodobnie Ministerstwo będzie bardzo aktywne także w przyszłym roku. W naszej ocenie, w finansowaniu potrzeb pożyczkowych brutto, podobnie jak i w poprzednich latach, będą dominowały emisje na rynek krajowy, których udział szacujemy na około 75% (co odpowiada wartości około 109 mld zł), pozostałe 25% będą stanowiły środki z tytułu emisji obligacji na rynkach zagranicznych i kredytów pozyskanych od międzynarodowych instytucji finansowych. Jeśli chodzi o emisje na krajowy rynek spodziewamy się, że główny udział w ofercie będą miały przede wszystkim obligacje 5-letnie, choć Ministerstwo może zwiększać stopniowo ofertę 10-latek, w ten sposób kontynuując strategię stopniowego wydłużania średniej zapadalności długu krajowego (na koniec sierpnia wynosiła ona 4,31 roku, wzrost z 4,25 roku na koniec 2011 r. z uwzględnieniem obligacji indeksowanych). Obligacje zmienno kuponowe/indeksowane będą stanowić dobre uzupełnienie oferty na aukcjach, w szczególności, że cieszą się one dużym zainteresowaniem ze strony krajowych inwestorów (głównie banków komercyjnych).

Wykres 3. Struktura oferty SPW na rynku krajowym



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Emisje na krótkim końcu (obligacji 2-letnich, ale również bonów skarbowych) mogą być ograniczone. Instrumenty te będą wykorzystywane do zarządzania bieżącą płynnością budżetu i ich emisja, podobnie jak i w tym roku, może skoncentrować się w pierwszej połowie roku, ze względu na dalsze obniżki stóp NBP i zapadalność długu. Ministerstwo może zdecydować się na przeniesienie ciężaru emisji na

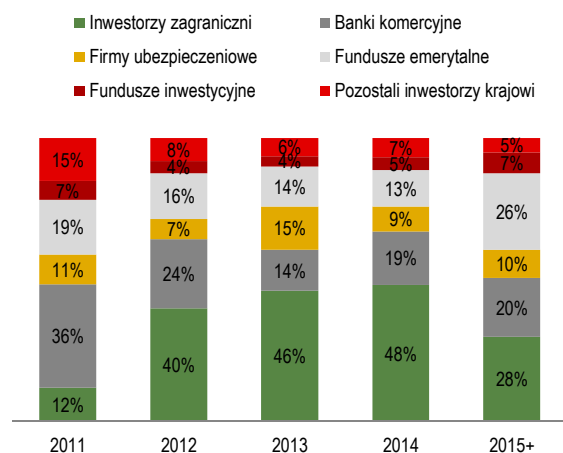
krótki koniec w momencie znacznego pogorszenia nastrojów na rynkach, głównie w wyniku zewnętrznych szoków (wzrost awersji do ryzyka, pogłębianie się kryzysu w krajach peryferyjnych strefy euro). Szczegóły oferty w poszczególne instrumenty w przyszłym roku przedstawia wykres 3.

Rozłożenie ofert papierów skarbowych na poszczególne miesiące roku będzie ściśle zależne od sytuacji rynkowej, zgłaszanego popytu, wyników aukcji zamiany oraz od harmonogramu wykupów. Utrzymanie pozytywnych tendencji na rynku dłużnym w 2013 r. będzie skłaniało Ministerstwo do koncentracji emisji SPW w pierwszej połowie roku. Niemniej, podobnie jak to miało miejsce w tym roku i poprzednich latach, należy oczekiwać wyższych ofert w miesiącach wykupu krajowego długu (patrz wykres 2).

Nierezydenci utrzymują dominującą pozycję na rynku

Rok 2012 przyniósł znaczący napływ zagranicznych inwestycji portfelowych. W efekcie na koniec września 2012 r. zaangażowanie nierezydentów w krajowych rynkowych papierach skarbowych wyniosło prawie 185 mld zł (najwyższy poziom w historii), co odpowiadało ok. 35% krajowego rynkowego długu ogółem. Rok 2013 będzie o tyle ciekawy, że w posiadaniu zagranicznych inwestorów znajduje się 46% wartości wykupywanego długu krajowego (co odpowiada 37,2 mld zł, dane na koniec września br., a po uwzględnieniu wartości odsetek kwota ta wynosi nieco powyżej 44 mld zł). Dla porównania we wrześniu 2011 r. inwestorzy zagraniczni posiadali około 41 mld zł, tj. 39,4% wartości wykupywanych w 2012 r. obligacji krajowych. Spodziewamy się, że inwestorzy zagraniczni zdecydują się na pozostanie na polskim rynku długu poprzez zrolowanie większości kwoty z wykupu i płatności odsetkowych w przyszłym roku, utrzymując tym samym dominującą pozycję w finansowaniu potrzeb pożyczkowych brutto.

Wykres 4. Wykupy obligacji w latach 2011-15+ wg. podmiotów



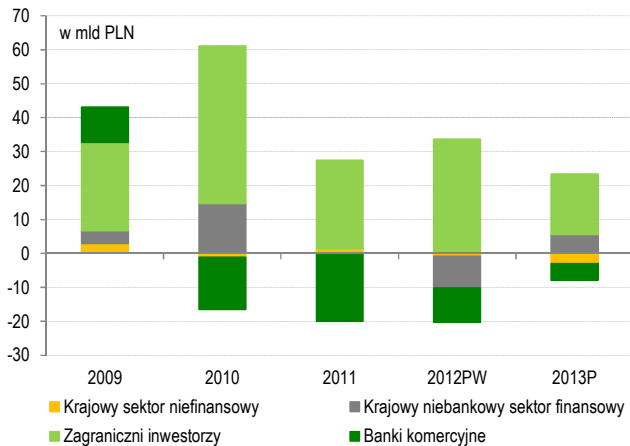
Uwaga: Dane na koniec września 2012

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Z drugiej jednak strony tak znaczące uzależnienie finansowania potrzeb pożyczkowych od zagranicy niesie ze

sobą główny czynnik ryzyka dla krajowego długu w średnim terminie. W naszej ocenie, potencjalny odpływ zagranicznego kapitału w reakcji na znaczące pogorszenie nastrojów na rynkach globalnych będzie jednak ograniczony. Po pierwsze polskie obligacje wciąż oferują zagranicznym inwestorom atrakcyjną stopę zwrotu (biorąc pod uwagę dostęp do taniego finansowania). A po drugie struktura bazy zagranicznych inwestorów wydaje się być relatywnie stabilna, tzn. dominują w niej inwestorzy o średnim i długim horyzoncie inwestycyjnym (baza zagranicznych inwestorów rozszerzyła się o banki centralne).

Finansowanie krajowe – strona popytowa (dane w mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

W przypadku krajowych inwestorów, główny udział w finansowaniu będzie miał pozabankowy sektor krajowy. Sądzymy, że krajowe banki, podobnie jak i w tym roku mogą ograniczać swoje zaangażowanie, utrzymując tylko poziom wymagany do pełnienia funkcji dealera SPW.

Obligacje wciąż w modzie

Ostatnie tygodnie pokazały, że oczekiwania na redukcje stóp procentowych w połączeniu z napływem zagranicznego kapitału przyczyniły się do spadku rentowności obligacji benchmarkowych do najniższych poziomów w historii. Kontynuacja cyklu redukcji stóp procentowych w przyszłym roku powinna wspierać krótki koniec krzywej. W naszej ocenie oczekiwana przez rynek skala redukcji w cyklu (125-150 pb) jest nieco przesadzona. W związku z tym w momencie przejścia Rady na neutralne nastawienie możemy mieć do czynienia z korektą i stopniowym wzrostem rentowności, co naszym zdaniem najprawdopodobniej nastąpi dopiero w drugiej połowie przyszłego roku. W przypadku środka i długiego końca krzywej większe przełożenie będzie miała sytuacja na rynkach globalnych i zainteresowanie polskimi aktywami ze strony zagranicznych inwestorów. Spodziewamy się, że polski dług jest na tyle atrakcyjny dla zagranicznych inwestorów, że popyt z ich strony utrzyma się również w przyszłym roku (polskie aktywa

uważane są za bezpieczne, obok czeskich papierów, wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej). Ten czynnik powinien przyczynić się do dalszego, stopniowego spadku rentowności czy też ich stabilizacji w niskich przedziałach zmienności wzdłuż krzywej rentowności. Długi koniec krzywej jednak pozostanie pod silnym wpływem sytuacji na rynkach bazowych – w ostatnich tygodniach obserwowaliśmy silną zależność pomiędzy notowaniami krajowych obligacji a niemieckich instrumentów w sektorze 10 lat. Oczekiwany przez nas stopniowy wzrost rentowności niemieckich 10-latek może wywierać negatywną presję na krajowe instrumenty o tym samym terminie do wykupu.

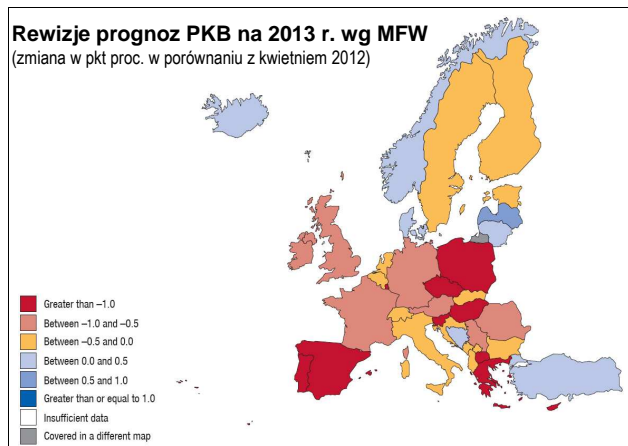
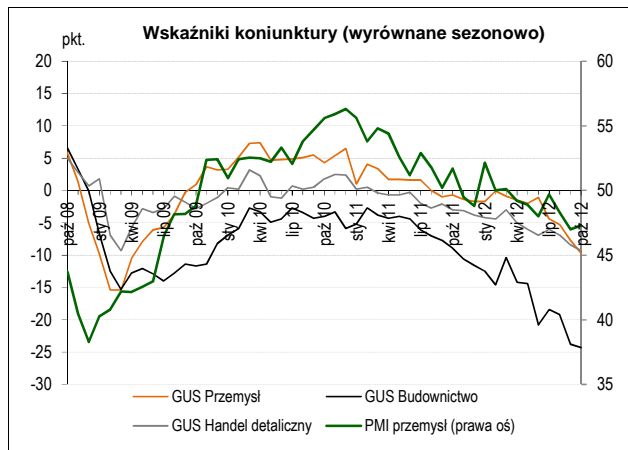
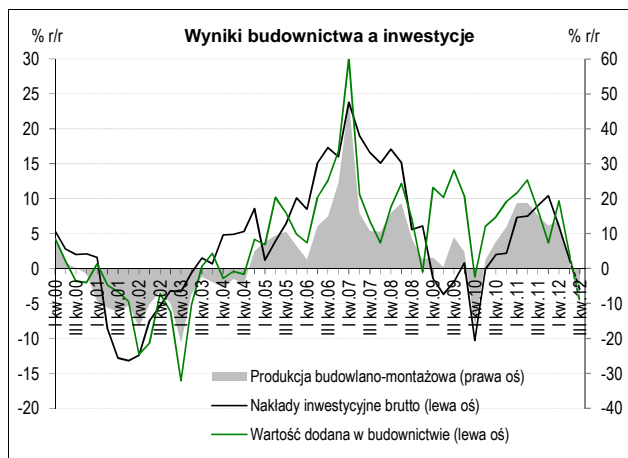
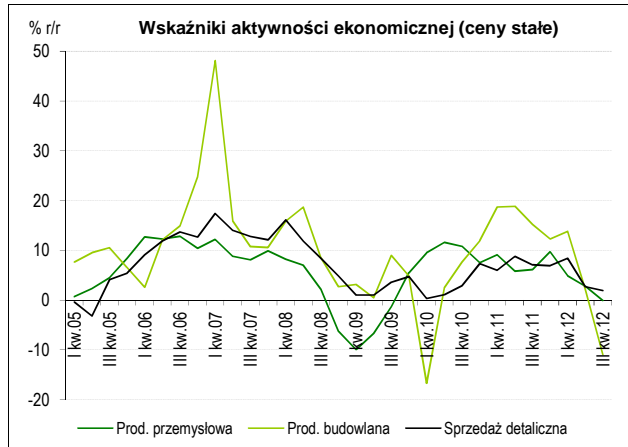
Podsumowanie

Nasze szacunki dotyczące podaży oraz możliwego zachowania poszczególnych grup inwestorów na rynku obligacji w roku przyszłym skłaniają do wniosku, że Ministerstwo Finansów nie powinno mieć większych problemów ze sfinansowaniem przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych. Elastyczne podejście resortu do ofert na poszczególne aukcje (zarówno zamiany, jak i regularne) powinno zwiększać efektywność pozyskiwania środków z rynku. Spodziewamy się dość ograniczonej oferty na krótkim końcu krzywej, w porównaniu do pozostałych segmentów. Podaż instrumentów o terminie zapadalności do 2 lat będzie silnie zależna od nastrojów rynkowych.

Zakładamy, że w 2013 r. finansowanie krajowe, podobnie jak i w poprzednich latach, będzie dokonywało się głównie poprzez inwestorów zagranicznych (sektor pozabankowy). Niemniej, znaczące uzależnienie finansowania od nierezydentów stanowi główny czynnik ryzyka. Z drugiej jednak strony zbudowanie stabilnej zagranicznej bazy inwestorskiej ogranicza potencjalny odpływ zagranicznego kapitału. Zabezpieczeniem dla Ministerstwa Finansów jest nadwyżka płynnościowa w postaci zgromadzonych środków złotych i walutowych (nieco ponad 50 mld zł na koniec października), jak również utrzymywana przez rząd Polski elastyczna linia kredytowa w MFW w wysokości 30 mld \$.

Obok podaży SPW, kluczowe będą nastroje na rynkach. Utrzymujące się oczekiwania na kolejne redukcje stóp procentowych oraz wciąż solidny popyt ze strony zagranicznych inwestorów mogą przyczynić się do dalszego, stopniowego spadku rentowności czy też stabilizacji w niskich przedziałach zmienności wzdłuż krzywej w pierwszej połowie przyszłego roku. W kolejnych miesiącach publikacja lepszych od oczekiwań danych gospodarczych oraz oczekiwany przez nas wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych może negatywnie przekładać się na polską krzywą.

Gospodarka Polski



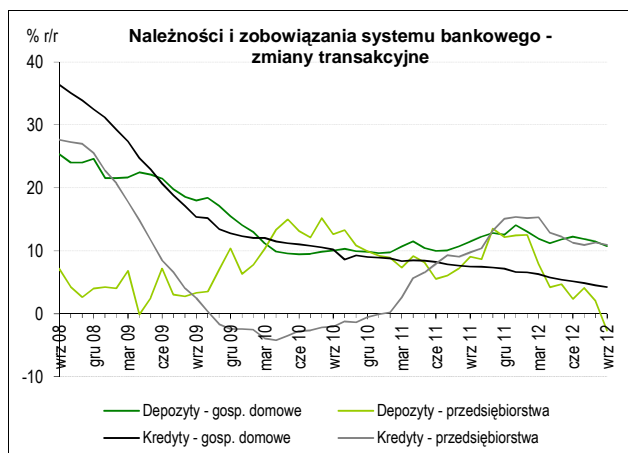
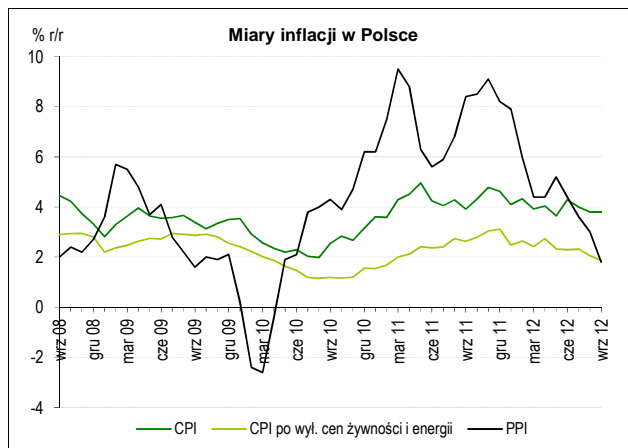
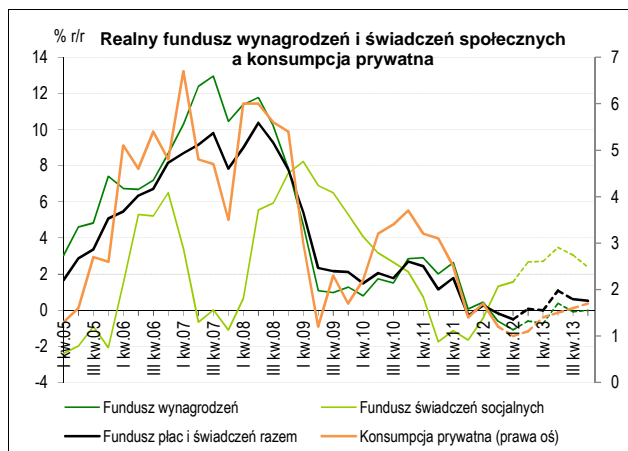
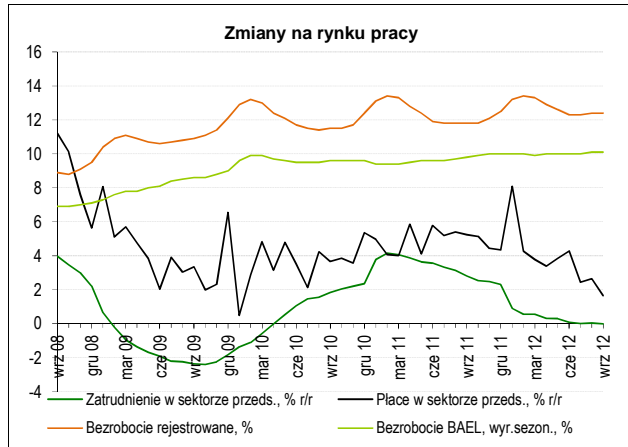
Trzeci kwartał najłabszy od trzech lat

- Zgodnie z naszymi przewidywaniami, dane makroekonomiczne za wrzesień potwierdziły dalsze hamowanie aktywności ekonomicznej w przemyśle, budownictwie i handlu.
- Wrześniowe wyniki produkcji w przemyśle i budownictwie zostały wprawdzie zaburzone przez mniejszą o dwa dni roboczych niż we wrześniu 2011 r., jednak dane skorygowane wskazują na dalsze wyraźne pogorszenie sytuacji – w przemyśle produkcja oczyszczona z wahań sezonowych spadła o 1,6% r/r (pierwszy spadek od końca 2009 roku), a produkcja budowlano-montażowa obniżyła się o 9,5% r/r (najmocniej od kwietnia 2005).
- W całym III kwartale dynamika produkcji w przemyśle była najniższa od trzech lat, a w budownictwie najniższa od I kw. 2010 (nietyposwego ze względu na zaburzenia pogody).
- Mocne spadki produkcji w budownictwie sygnalizują wyraźne obniżenie dynamiki inwestycji brutto w III kwartale (patrz wykres). Perspektywy dla sektora budowlanego na kolejne kwartały pozostają negatywne, m.in. ze względu na przewidywany mocny spadek inwestycji infrastrukturalnych finansowanych przez sektor publiczny, a także problemy finansowe firm budowlanych.
- Wzrost sprzedaży detalicznej również mocno spowolnił we wrześniu (realnie -0,4% r/r, pierwszy spadek od 2,5 roku), odzwierciedlając słabość popytu konsumentów w warunkach trudnej sytuacji na rynku pracy i spadku realnych dochodów. Dane wskazują, że dynamika konsumpcji nadal słabnie.
- GUS zrewidował lekko dane o PKB za okres 2008-2012, m.in. podwyższając wzrost w I kw. 2012 (z 3,5% do 3,6% r/r) i obniżając w II kw. br. (z 2,4% do 2,3% r/r). Na uwagę zasługuje obniżenie tempa wzrostu konsumpcji indywidualnej, które w II kwartale spowolniło do 1,2% r/r (a nie 1,5% jak wcześniej podawano) i było najniższe od trzech lat.

Perspektywy na kolejne kwartały się pogarszają

- Wskaźniki wyprzedzające sugerują, że aktywność ekonomiczna nadal słabnie na początku IV kwartału. Indeksy koniunktury gospodarczej GUS (wyrównane sezonowo) po raz kolejny mocno się obniżyły w październiku we wszystkich sektorach gospodarki, osiągając nowy rekordowo niski poziom w budownictwie, sięgając dna z 2009 r. w handlu, oraz najniższy poziom od połowy 2009 w przemyśle. Na uwagę zasługuje drugi z rzędu gwałtowny spadek ocen produkcji w przemyśle.
- Nieco mniej pesymistyczny wydźwięk miały wyniki raportu Markit/HSBC, wg którego indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w październiku do 47,3 pkt, nieco powyżej prognoz, jednak siódmy miesiąc z rzędu pozostał poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. W porównaniu z wrześniem nieco mniejsze spadki zanotowała wielkość produkcji i liczba nowych zamówień (z wyjątkiem zamówień eksportowych) oraz aktywność zakupowa. Niemniej, wyraźnie pogorszył się subindeks zatrudnienia – firmy informowały o najszybszym tempie redukcji etatów od trzech lat. Co ciekawe, po raz kolejny polski indeks PMI zmienił się w przeciwnym kierunku niż indeks dla strefy euro i Niemiec, gdzie zanotowano spadki po dwóch miesiącach wzrostu indeksów.
- Wiele instytucji (m.in. MFW, KE, EBOR) obniżyło w ostatnim okresie prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski. Warto odnotować, że w ostatnim raporcie MFW Polska znalazła się w niezbyt elitarnej grupie krajów, dla których redukcja prognoz na 2013 r. była największa (patrz wykres) i jest jednym z bardzo nielicznych krajów w Europie, w których wzrost PKB w 2013 ma być niższy niż w 2012.
- Wg naszych prognoz wzrost PKB wyhamował w III kw. br. do 1,7% r/r, a na początku 2013 r. spowolni do blisko 1%. W całym 2012 roku wzrost PKB wyniesie 2,2%, a w 2013 ok. 1,9%.

Gospodarka Polski



Sytuacja na rynku pracy hamulcem dla konsumpcji

- We wrześniu nastąpiło wyraźne osłabienie wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw – do 1,6% r/r z 2,7% w sierpniu. Chociaż pewien wpływ na ten wynik mogła mieć mniejsza liczba dni roboczych (wynagrodzenia w niektórych firmach uzależnione są od liczby faktycznie przepracowanych godzin), tendencja hamowania wzrostu płac widoczna jest już od pewnego czasu.
- Najwyraźniej polskie firmy – podobnie jak w 2009 roku – reagują na osłabienie koniunktury odmiennie niż we wczesnych latach transformacji gospodarczej: skala zwolnień pracowników jest raczej ograniczona, ponieważ przedsiębiorcy zdają sobie sprawę, że odzyskanie wykwalifikowanych pracowników po zakończeniu fazy spowolnienia może być trudne, ale zamiast bardziej zdecydowanego cięcia etatów mocniej ograniczane są koszty płacowe i redukowany czas pracy.
- Przeciętne zatrudnienie w sektorze firm stopniowo się jednak obniża: we wrześniu spadło o 8 tys. m/m, a od początku roku o 37 tys. (wobec wzrostu o 14 tys. w analogicznym okresie ub.r.) Po raz pierwszy od 2,5 roku liczba zatrudnionych była nieznacznie niższa niż rok wcześniej (choć z dokładnością do jednego miejsca po przecinku roczna dynamika zatrudnienia trzeci miesiąc z rzędu pozostała na poziomie zerowym).
- Stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się we wrześniu na poziomie 12,4%. Jednak liczba bezrobotnych wzrosła o 6,3% r/r, najmocniej od dwóch lat.
- Fundusz płac w sektorze firm wzrósł nominalnie o 1,6% r/r, najwolniej od stycznia 2010, natomiast realnie obniżył się o 2,1% r/r. Dane za III kwartał o dochodach z płac i świadczeń społecznych zapowiadają dalsze wyhamowanie dynamiki popytu konsumpcyjnego. Słabe perspektywy konsumpcji potwierdza też dalsze pogorszenie nastrojów konsumenckich – wskaźnik bieżącej ufności spadł w październiku poniżej dołka z 2009 r.

Inflacja może spaść szybciej niż się do niedawna zdawało

- Inflacja CPI niespodziewanie utrzymała się we wrześniu na poziomie 3,8% r/r (oczekiwano wzrostu), głównie dzięki niskim cenom żywności i mniejszej niż zakładano skali sezonowych podwyżek. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła we wrześniu z 2,1% do 1,9%, najniższej od 18 miesięcy. Z kolei dynamika PPI obniżyła się z 3,0% do 1,8% r/r i jest najniższa od kwietnia 2010 r.
- Najbliższe miesiące przyniosą szybki spadek inflacji. Będą temu sprzyjały niższe ceny paliw (na początku listopada mocno potaniała ropa Brent, a na krajowych stacjach benzynowych zanotowano znaczny spadek cen) i gazu (w wyniku ugody z Gazpromem PGNiG ma obniżyć taryfy od stycznia), ale przede wszystkim będzie to efekt słabego popytu. W efekcie, CPI może spaść do celu 2,5% już na samym początku 2013 r.

Rozszerzenie statystyk podaży pieniądza

- W październiku NBP po raz pierwszy opublikował statystykę dotyczącą zmian czynników kreacji pieniądza wskutek zawartych transakcji. Wcześniej statystyka obejmowała jedynie całościowe zmiany, czyli zarówno nowe transakcje, jak i zmiany wyceny już istniejących w systemie zobowiązań i należności, na przykład pod wpływem zmian kursów walutowych. Dotychczas na własną rękę próbowaliśmy oczyszczać zmiany podaży pieniądza ze zmian wyceny.
- Nowa statystyka pozwala lepiej uchwycić tendencje zachodzące na rynkach depozytów i kredytów. Na rynku kredytowym obserwujemy spowolnienie, kredyty dla gospodarstw domowych spowolniły we wrześniu do 4,2% r/r. Kredyty dla przedsiębiorstw urosły o przyzwoite 11,0%, ale one także spowalniają. Wzrost depozytów gospodarstw domowych jest dość stabilny w okolicach 10% r/r, ale depozyty przedsiębiorstw zanotowały spadek.

Źródło: GUS, NBP, Reuters, BZ WBK

Pod lupą: polityka pieniężna

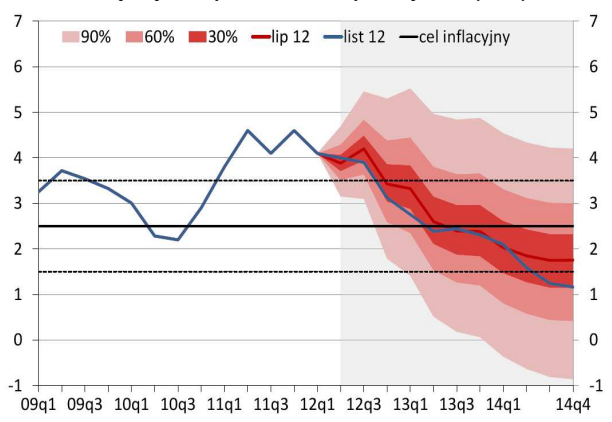
Fragmenty listopadowego komunikatu RPP

Dane o aktywności gospodarczej były gorsze od oczekiwań i potwierdziły dalsze osłabienie koniunktury w III kw. Także dane z rynku pracy, w tym utrzymujący się spadek zatrudnienia, obniżająca się dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw oraz stopniowo rosnąca stopa bezrobocia, sygnalizują brak presji płacowej oraz prawdopodobne dalsze osłabienie popytu ze strony sektora prywatnego.

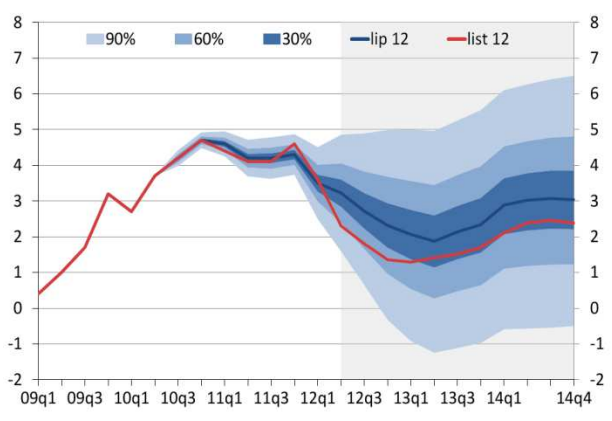
W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają wyraźne osłabienie koniunktury w Polsce, które prowadzi do ograniczenia presji płacowej i inflacyjnej. Jednocześnie zgodnie z listopadową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, wzrost PKB w najbliższych latach będzie utrzymywać się poniżej dynamiki produktu potencjalnego. Zgodnie z projekcją w najbliższych kwartałach inflacja powróci do celu, natomiast w średnim okresie może obniżyć się poniżej celu.

Jeśli napływające informacje będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostanie ograniczone, Rada dokona dalszego złagodzenia polityki pieniężnej.

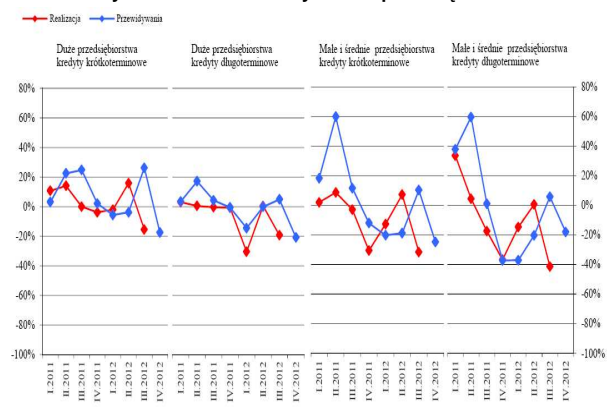
Projekcja listopadowa na tle lipcowej – CPI (% r/r)



Projekcja listopadowa na tle lipcowej – PKB (% r/r)



Kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw



Cykl łagodzenia polityki pieniężnej w końcu się rozpoczął

▪ Na posiedzeniu w listopadzie Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb, w tym stopę referencyjną do 4,50%.

▪ Ton komunikatu stał się zdecydowanie bardziej gołębi. Najwyraźniej ostatnia seria negatywnych danych oraz wyniki projekcji NBP (szczegóły niżej) przekonały w końcu większość członków RPP do tego, o czym my przekonywaliśmy od dłuższego czasu – że rozwój sytuacji ekonomicznej w kolejnych kwartałach będzie znacznie mniej optymistyczny niż do tej pory oceniali. W komunikacie znalazła się też wyraźna zapowiedź, że obniżka może być początkiem cyklu łagodzenia polityki (o ile kolejne dane potwierdzą trwałość osłabienia koniunktury, a ryzyko nasilenia presji inflacyjnej pozostanie ograniczone, co naszym zdaniem jest wysoce prawdopodobne). Prezes NBP Marek Belka powiedział, że prawdopodobieństwo obniżki stóp w grudniu jest „dość znaczne”. O tym, w jakim stopniu zmieniło się stanowisko Rady świadczy chociażby zdanie komunikatu, wg którego obniżka „oddziałuje w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i ogranicza ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie”. Do tej pory głównym zmartwieniem Rady było ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu, teraz stara się zmniejszyć ryzyko jej spadku poniżej tej wartości.

▪ Z wypowiedzi członków RPP podczas konferencji wynika, że wysoka inflacja wciąż jest dla nich przeszkodą w mocniejszym obniżeniu stóp. Wg nas CPI będzie szybko spadać w najbliższych miesiącach, zatem stanowisko Rady może ulec dalszemu złagodzeniu, a skala obniżek może być w sumie nieco większa niż zakładana przez nas do tej pory. Jeśli RPP obniży stopy w grudniu, do kolejnej dojść może w styczniu, po czym RPP poczeka na marcową projekcję NBP, od której uzależnione będą dalsze ruchy. Jeśli nasz scenariusz zakładający dołek koniunktury w I kw. 2013 zmaterializuje się, nie wydaje się, aby było miejsce na więcej niż jeszcze trzy obniżki stóp po 25 pb (łącznie 100 pb w cyklu).

Niższa projekcja inflacji i PKB

▪ Nowa projekcja NBP zakłada znacząco niższą ścieżkę inflacji oraz wzrostu PKB niż w poprzednich edycjach.

▪ W 2013 inflacja będzie średnio niższa niż 2,5% z ponad 50-procentowym prawdopodobieństwem, a pod koniec horyzontu prognozy przewidywany jest jej spadek do 1%. Zmniejszenie presji inflacyjnej będzie efektem osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego, wygasania niekorzystnych szoków cenowych oraz spadku cen ropy oraz surowców rolnych na rynkach światowych.

▪ Analitycy NBP spodziewają się spowolnienia wzrostu PKB do 2,3% w 2012 i 1,5% w 2013 r. Obniżenie wzrostu w porównaniu do lipcowej prognozy wynika przede wszystkim z mocniejszego spadku inwestycji, zarówno prywatnych, jak i publicznych. Według NBP odbicia w nakładach inwestycyjnych można spodziewać się dopiero w III kw. 2014 r.

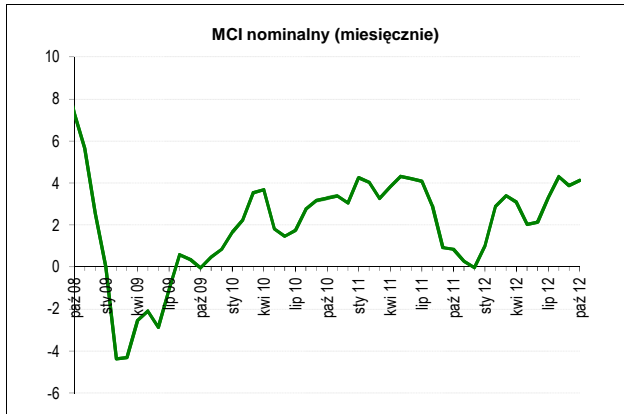
Zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów w III kw.

▪ Wyniki ankiety NBP wśród przewodniczących komitetów kredytowych pokazały, że w III kw. banki zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów dla przedsiębiorstw we wszystkich segmentach, zwłaszcza w MŚP. Zaostrzono wszystkie warunki, przede wszystkim dotyczące marż i wymaganych zabezpieczeń. Głównymi przyczynami zmian było pogorszenie perspektyw gospodarczych oraz wzrost ryzyka poszczególnych branż.

▪ Banki zaobserwowały także spadek popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Istotną przyczyną tego spadku było niższe zapotrzebowanie na finansowanie inwestycji.

▪ Kryteria przyznawania kredytów dla gospodarstw domowych również zostały zaostrzone, zwłaszcza w segmencie kredytów mieszkaniowych. Zaostrzenie było efektem m. in. konieczności dostosowań do zapisów rekomendacji S i T.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Nieznaczny wzrost MCI

- Zgodne z naszymi oczekiwaniami, w październiku nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI zanotował nieznaczny wzrost. Główną przyczyną dla takiej zmiany było utrzymanie stóp NBP bez zmian na październikowym posiedzeniu RPP. Wsparło to złotego (który średnio umocnił się do euro o 0,6%) oraz ograniczyło nieco spadki stawek rynku pieniężnego (trzymiesięczny WIBOR obniżył się średnio w miesiącu o ok. 13 punktów bazowych).
- Spodziewamy się obniżenia restrykcyjności polityki pieniężnej w listopadzie, co będzie skutkiem osłabienia złotego oraz spadku rynkowych stóp procentowych pod wpływem obniżenia stóp procentowych przez RPP o 25 punktów bazowych i zapowiedzi cyklu obniżek.



Gilowska (1,09)

Rzońca (1,08)

Winiecki (1,07)

Hausner (1,06)

Kaźmierczak (1,06)

Zielińska-Głębocka (1,06)

Glapiński (1,04)

Belka (1,00)

Bratkowski (0,27)

Chojna-Duch (0,25)



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. Wartość indeksu dla danego bankiera centralnego to średnia ważona punktów za wszystkie głosowania. Ostatnie głosowania mają największą wagę, odległe w czasie – mniejszą.

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.

Źródło: GUS, NBP, Reuters, BZ WBK

Projekcja NBP potwierdza: inflacja spadnie

W listopadzie doczekaliśmy się długo oczekiwanej obniżki stóp NBP. Tym samym Rada wywiązała się z warunkowej zapowiedzi z października. Przypomnijmy, że RPP uzależniła wówczas obniżkę od potwierdzenia trwałości osłabienia koniunktury oraz ograniczonego ryzyka nasilenia się presji inflacyjnej. O ile oznaki mocnego osłabienia koniunktury są widoczne dłuższego czasu, to większość członków RPP wciąż potrzebowała potwierdzenia co do tendencji inflacyjnych. A. Bratkowski i E. Chojna-Duch o perspektywach spadku inflacji są przekonani już od pewnego czasu, o czym świadczą wyniki głosowań w lipcu i wrześniu – oboje zagłosowali wówczas za obniżkami. Naszym zdaniem podobnie było na głosowaniu w październiku i w listopadzie. Wydaje nam się, że również M. Belka był już wcześniej zwolennikiem obniżek (wywiad o cyklu obniżek z 26 września), ale starał się dostosowywać swoje komentarze i działania do opinii większości członków Rady. Pozostali członkowie RPP wciąż nie wierzyli w spadek inflacji (A. Rzońca stwierdził np., że spowolnienie nie jest na tyle mocne, by sprowadzić inflację do celu), stąd przewijające się w ich wypowiedziach oczekiwanie na wyniki projekcji NBP. Projekcja pokazała, że z ponad 50-procentowym prawdopodobieństwem w przyszłym roku inflacja będzie średnio poniżej celu inflacyjnego, dzięki czemu Rada obniżyła stopy procentowe. Po raz kolejny warto zaznaczyć, że poprzednie projekcje również uzasadniały łagodzenie polityki pieniężnej.

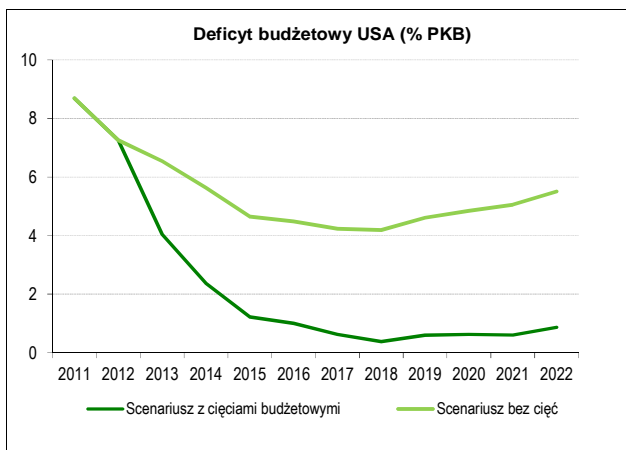
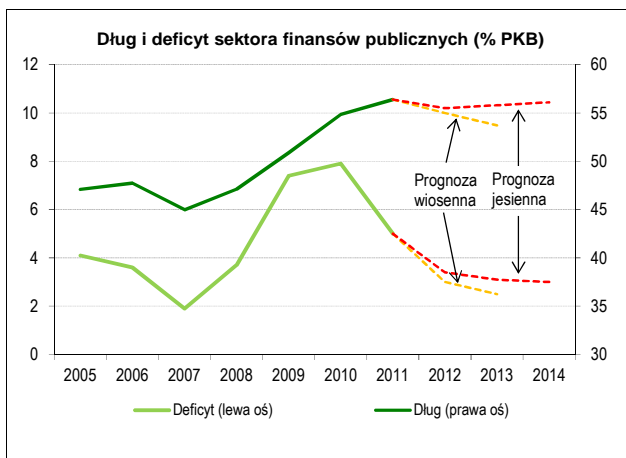
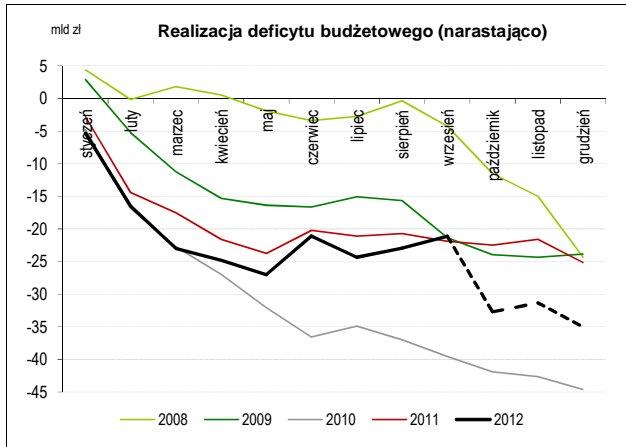
Czyżby RPP wreszcie zastosowała regułę forward-looking?

Jak już zauważyliśmy na poprzedniej stronie, z wypowiedzi członków RPP podczas konferencji (a także z ostatniego miesiąca) wynika, że podwyższony poziom bieżącej inflacji powstrzymuje ich przed bardziej znaczącymi obniżkami, których domagają się A. Bratkowski i E. Chojna-Duch. Przypomnijmy, że mamy listopad, a 3,8% r/r, na które powoływał się A. Kaźmierczak podczas konferencji prasowej po posiedzeniu Rady, to liczba z września (w listopadzie spodziewamy się inflacji na poziomie 2,9% r/r). J. Winiecki sugerował pod koniec października, że przed obniżką wolałby zobaczyć dane o PKB za III kwartał. Niewątpliwie jest to bardzo ważna informacja, ale w momencie jej publikacji (30.11) III kwartał będzie już dość odległym wspomnieniem. Jeśli w dodatku weźmiemy pod uwagę fakt, że wpływ listopadowej obniżki na gospodarkę realną będzie odczuwalny najwcześniej pod koniec 2013 r., ponownie dojdziemy do wniosku, że Rada podejmuje decyzje zbyt późno (widzieliśmy to już zresztą przy okazji cyklu podwyżek w 2011 r.).

Jaka łączna skala cyklu obniżek?

RPP zasugerowała, że listopadowa obniżka może być początkiem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Łączna skala obniżek wciąż jest otwartą kwestią. Dla J. Winieckiego wystarczającą byłaby jeszcze tylko jedna obniżka o 25 pb (czyli w sumie 50 pb), A. Glapiński za najbardziej prawdopodobne uznał jeszcze dwie obniżki po 25 pb (łącznie 75 pb), z kolei A. Bratkowski jeszcze przed listopadową obniżką sugerował łączne cięcia rzędu 100-125 pb. E. Chojna-Duch potwierdziła ostatnio, że jest zwolenniczką „głębszych, bardziej zdecydowanych” obniżek (sugerując, że skala cięcia w grudniu powinna wynieść przynajmniej 50 pb), choć nie zgodziła się z opinią, że ich łączna skala może sięgnąć 175 pb. My spodziewamy się obniżek łącznie o 75 pb do końca I kwartału, ale nie można wykluczyć, że gdy Rada zobaczy inflację na poziomie celu (lub nawet poniżej) już w pierwszych miesiącach nowego roku, to, zgodnie z podejściem backward-looking, obniży stopy mocniej.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	12.11	zmiana od 10.10.12	zmiana od 30.12.11	12.11	zmiana od 10.10.12	zmiana od 30.12.11
Polska	283	-30	-121	88	-9	-191
Czechy	49	-34	-127	78	-7	-95
Węgry	562	-16	-245	292	-36	-319
Grecja	1674	-13	-1692	37030	0	26799
Hiszpania	454	24	127	337	-24	-39
Irlandia	349	-4	-317	201	-86	-533
Portugalia	753	66	-419	591	121	-579
Włochy	367	7	-151	307	-7	-179
Niemcy	-	-	-	32	-18	-67

Obsługa długu w październiku podwyższyła deficyt budżetu

Ministerstwo Finansów szacuje, że po październiku deficyt budżetu wyniósł ok. 34 mld zł (czyli 97% rocznego planu). Miesięczny przyrost deficytu (o prawie 13 mld zł, największy w tym roku) to efekt wzrostu wydatków na obsługę długu (w tym 9,3 mld zł z tytułu płatności odsetkowych) oraz innych wydatków realizowanych przez niektórych dysponentów (wynik opóźnień w przetargach). Warto jednak zauważyć, że deficyt znajdował się wciąż nieco poniżej planu założonego w harmonogramie realizacji dochodów i wydatków w tym roku (37 mld zł).

Spodziewamy się, że kolejne miesiące przyniosą stopniowe ograniczanie deficytu budżetowego, głównie poprzez utrzymanie dyscypliny wydatkowej. Realizacja planu na ten rok (deficyt w wysokości 35 mld zł) wydaje się być niezagrażona. Wciąż widzimy szansę, że na koniec roku deficyt wyniesie ok. 32 mld zł.

Zniesienie procedury nadmiernego deficytu w 2013?

Komisja Europejska przedstawiła swoje najnowsze prognozy makroekonomiczne. Odnosząc się do Polski, Komisja przewiduje dalsze ograniczanie deficytu i długu sektora finansów publicznych, choć tempo spadku jest nieco wolniejsze niż wcześniej prognozowano (wykres obok). Po części jest to efekt rewizji w dół prognoz wzrostu PKB. Prognozy przedstawione przez Komisję nie odbiegają znacząco od przewidywań Ministerstwa Finansów.

W ocenie przedstawicieli rządu przewidywania Komisji dotyczące deficytu sektora otwierają drogę do zniesienia wobec Polski procedury nadmiernego deficytu latem 2013 r. Taki scenariusz wydaje się realistyczny, tym bardziej, że po uwzględnieniu kosztów reformy emerytalnej poziom deficytu może obniżyć się do około 3% PKB.

Obama nadal prezydentem, uwaga na klif fiskalny

Wybory w USA nie przyniosły istotnej zmiany na scenie politycznej – Barack Obama pozostał prezydentem, Demokraci utrzymali kontrolę nad Senatem, a Republikanie w Izbie Reprezentantów.

Uwaga rynków tuż po wyborach skupiła się na ryzyku tzw. klifu fiskalnego – jeżeli amerykański parlament nie porozumie się szybko w sprawie zmian w przepisach, wygaśnięcie czasowych obniżek podatków, uruchomienie półautomatycznych cięć fiskalnych i wzrost obciążeń z tytułu programów socjalnych spowoduje zacieśnienie polityki fiskalnej w USA na początku 2013 r. o ok. 4% PKB. To zepchnęłoby gospodarkę z powrotem w recesję. Tymczasem, rozkład głosów w parlamencie nie wskazuje na duże szanse szybkiego porozumienia.

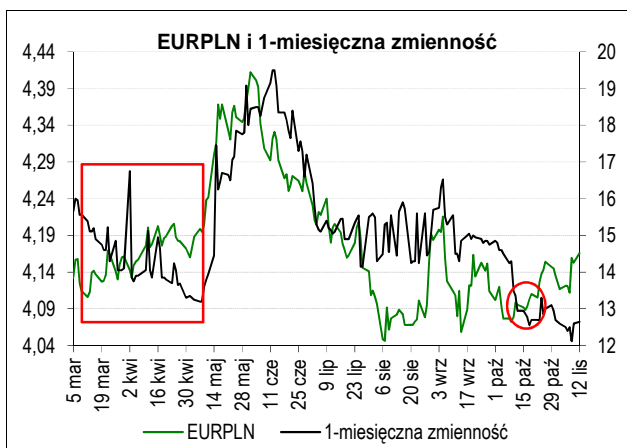
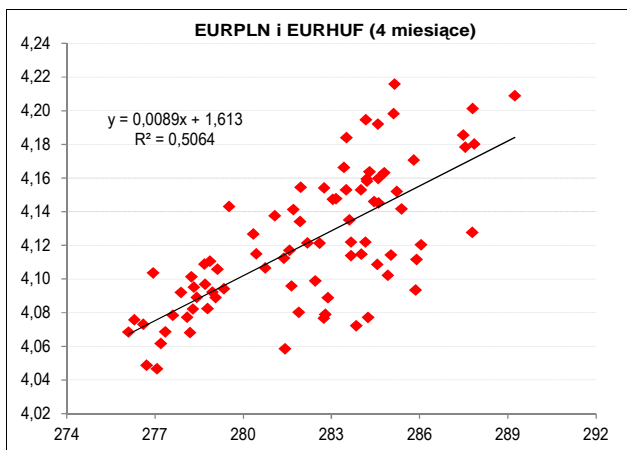
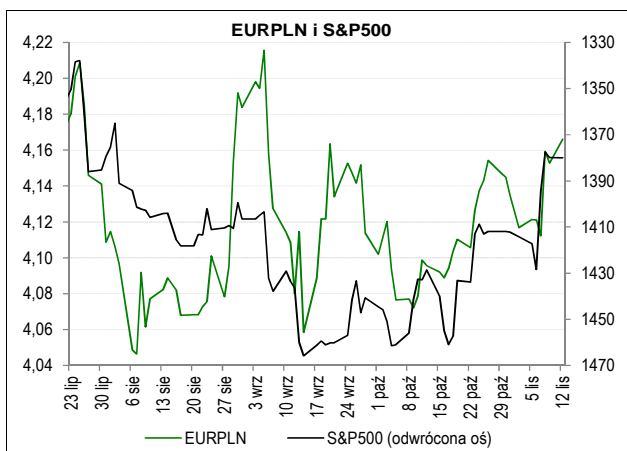
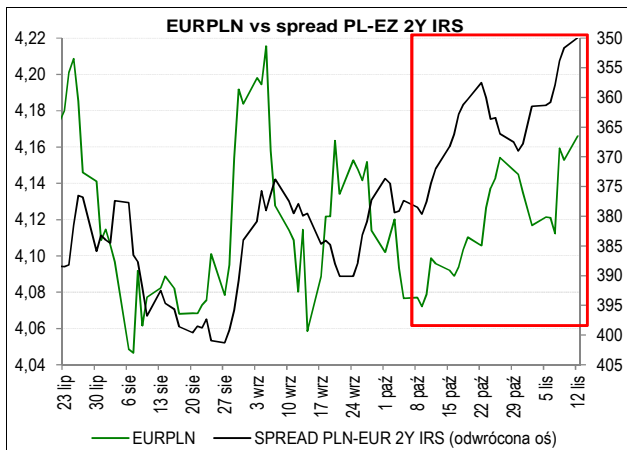
Skala zacieśnienia fiskalnego w USA będzie pilnie śledzona przez agencje ratingowe ze względu na dług zbliżający się do 100% PKB.

Grecja i Hiszpania pozostają w centrum uwagi

Oczekiwania, że Hiszpania poprosi o wsparcie finansowe i spekulacje dotyczące zmian warunków pomocy dla Grecji wsparty rentowności obligacji krajów peryferyjnych. Reakcja rynku na informacje o obniżeniu ratingu Hiszpanii przez S&P oraz jej regionów przez Moody's była bardzo umiarkowana. Możliwość interwencji EBC na rynku długu peryferii niezmiennie ogranicza wyprzedaż tamtejszych obligacji, głównie krótkoterminowych.

Początek listopada przyniósł nieznacznie osłabienie długu peryferii i wzrost popytu na papiery bezpieczne. To efekt niepewności czy Grecja otrzyma kolejną transzę pomocy finansowej. Decyzja ta jest tylko kwestią czasu - europejscy politycy czekają na raport Trojki. Warto wspomnieć, że na początku listopada rząd w Atenach przyjął kolejny pakiet oszczędnościowy. Wypłata tej transzy powinna stabilizować nastroje na rynkach.

Rynek walutowy



Złoty traci z powodu perspektyw polityki pieniężnej...

▪ Tak jak sugerowaliśmy miesiąc temu, największy wpływ na notowania złotego miała ocena perspektyw polskiej polityki pieniężnej. Kiedy pod koniec października opublikowano gorsze od oczekiwań dane o krajowej sprzedaży detalicznej i awersja do ryzyka na globalnym rynku uległa nasileniu. EURPLN przyspieszył wzrosty i w rezultacie przebił górne ograniczenie konsolidacji, w której przeżywał od początku września i osiągnął niemal 4,16 (najwyższy poziom od miesiąca). W kolejnych dniach krajowa waluta odrobiła część strat – głównie w warunkach niskiej płynności w długi weekend na początku listopada dzięki lepszym od prognoz danym z rynku pracy USA – ale wydzwięk posiedzenia RPP zainicjował kolejny ruch w górę. Określenie obniżki stóp jako początku cyklu luzowania polityki pieniężnej sprawiło, że EURPLN szybko wzrósł z 4,11 do 4,17, a USDPLN z 3,19 do 3,28.

▪ Poza tym, nastrojów na światowym rynku był bardzo zmienny w minionym miesiącu, ponieważ inwestorzy obawiali się o kwartalne wyniki spółek w USA i byli rozczarowani tym, że Hiszpania do tej pory nie poprosiła o zewnętrzną pomoc.

... i małe są szanse na odrobienie strat w listopadzie

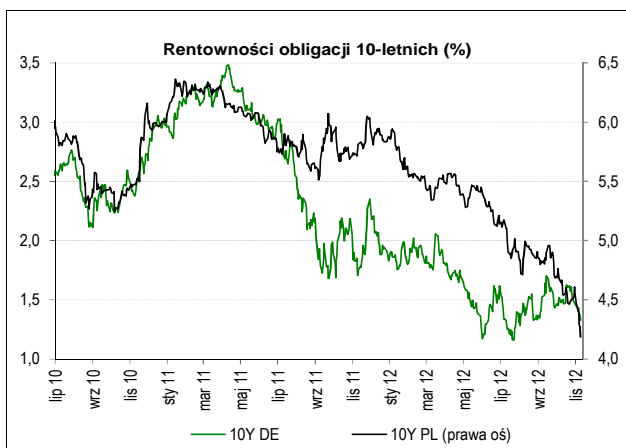
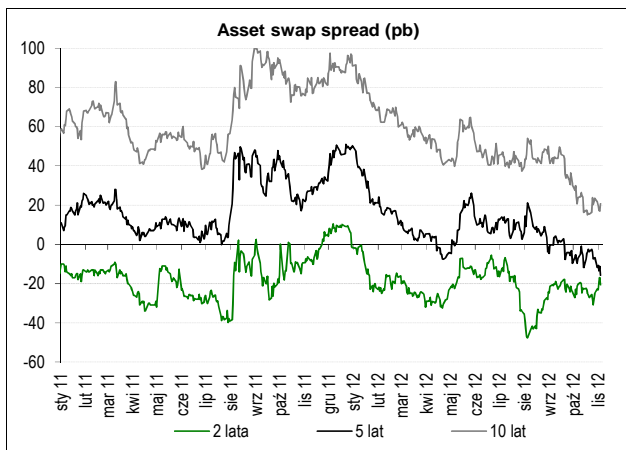
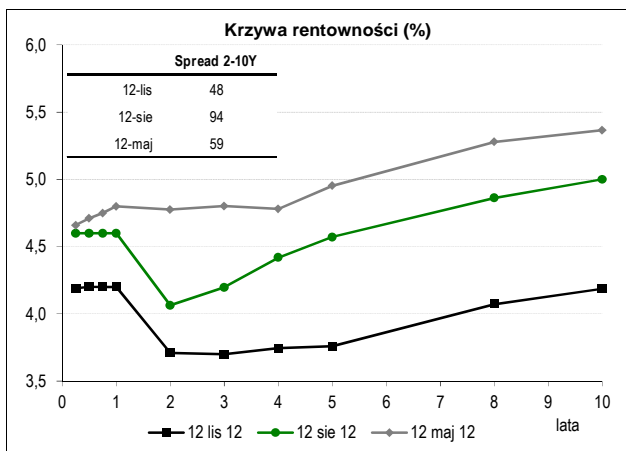
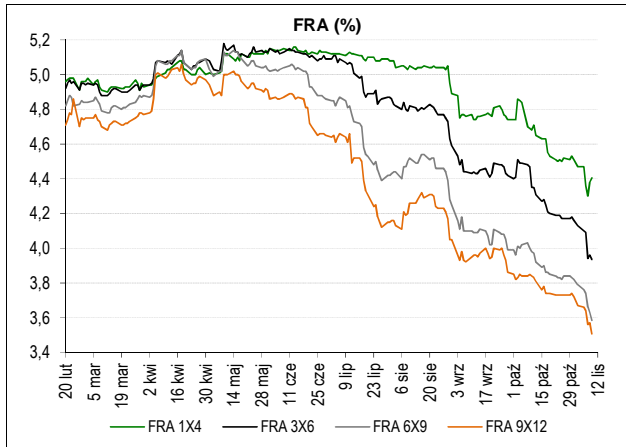
▪ Spodziewamy się, że złoty pozostanie pod presją oczekiwanych obniżek stóp NBP. Podobnie może być zresztą w przypadku innych krajów naszego regionu, gdzie luzowanie polityki pieniężnej rozpoczęło się kilka miesięcy temu. Banki centralne Węgier oraz Czech obniżyły stopy już trzy razy od lipca, odpowiednio o 75 pb do 6,25% oraz o 70 pb do 0,05%. Ponadto, przedłużające się negocjacje rządu Węgier z MFW ws. pożyczki mogą wywierać negatywną presję na forinta, co w konsekwencji może też osłabiać złotego.

▪ W listopadzie kluczową kwestią dla globalnych inwestorów to temat wypłaty kolejnej transzy pomocy dla Grecji. Na ten moment nie ma jednego stanowiska wśród europejskich polityków odnośnie tego jak rozwiązać problem związany z tym, że ścieżka redukcji deficytu tego kraju przebiega powyżej planu. Im dłużej nie będzie wspólnej decyzji, tym większe obawy o perspektywy strefy euro będą dominować na rynku. Dodatkowo, presję na ryzykowne aktywa może wywierać utrzymanie patowej sytuacji w parlamencie USA po listopadowych wyborach. Korelacja kursu EURPLN z S&P500 spadła, ale kierunek zmian tych dwóch instrumentów pozostaje ten sam i ewentualne dalsze spadki na giełdzie w USA mogą mieć niekorzystny wpływ na złotego. Warto też zauważyć, że korelacja EURUSD z rentownością 10-letnich obligacji Hiszpanii wzrosła do bardzo wysokiego poziomu (0,93) i jednocześnie stopniowo rośnie zależność EURPLN do notowań euro do dolara (choć na razie jest jeszcze niska). W październiku rentowność długoterminowego długu Hiszpanii wzrosła do prawie 6% i obawy o peryferia strefy euro również mogą działać w kierunku osłabienia złotego.

▪ Co ciekawe, kiedy kurs EURPLN przebił górne ograniczenie konsolidacji (ok. 4,06-4,11), 1-miesięczna zmienność pozostała stabilna, a kiedy złoty ponownie zaczął tracić (po posiedzeniu RPP), zmienność ta zaczęła spadać. Podobna dywergencja – choć na dużo mniejszą skalę – miała miejsce w marcu oraz kwietniu br. Kolejne miesiące przyniosły wówczas osłabienie złotego do niemal 4,43 za euro. Nie oczekujemy aż tak znacznej przeceny krajowej waluty jak wtedy, ale analogia do sytuacji sprzed kilku miesięcy jest zgodna z naszymi oczekiwaniami, że w kolejnych miesiącach złoty będzie tracił na wartości.

▪ Podsumowując, naszym zdaniem EURPLN ma potencjał do wzrostu do końca roku i w pierwszych miesiącach 2013. Choć analiza techniczna sugeruje, że kurs mógłby osiągnąć nawet 4,28, to oczekujemy mniejszej skali deprecjacji złotego. Uważamy, że w tym miesiącu średni EURPLN wyniesie ok. 4,15 (z ryzykiem w górę) i utrzymujemy prognozę kursu na koniec roku (4,20).

Rynek stopy procentowej



Kontynuacja spadków po listopadowej redukcji stóp...

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, korekta na rynku po październikowej decyzji RPP utrzymującej stopy na stabilnym poziomie była krótkotrwała. Słabsze od oczekiwań dane z gospodarki realnej za wrzesień oraz widoczne złagodzenie tonu wypowiedzi przez „jastrzębich” członków Rady wsparło oczekiwania rynku na listopadową obniżkę stóp. W efekcie stawki rynku pieniężnego (WIBOR, FRA) oraz instrumenty do 2 lat kontynuowały trend spadkowy. Warto zauważyć, że w ostatnich dniach października stawki WIBOR powyżej 3 miesięcy były notowane poniżej stopy referencyjnej.

▪ Redukcja stóp na listopadowym posiedzeniu RPP w połączeniu z zapowiedzią kontynuacji łagodzenia polityki monetarnej w kolejnych miesiącach przyczyniła się do dalszego spadku stawek rynku pieniężnego do poziomów nienotowanych od wielu lat. Spadek FRA 3x6 poniżej 4% świadczy o tym, że rynek oczekuje dalszego luzowania polityki monetarnej w dość krótkim terminie.

▪ Miniony miesiąc przyniósł materializację naszego scenariusza i spadek rentowności 2 latki do 3,90%, a nawet dość szybkie przełamanie tego poziomu. Po decyzji RPP rentowność 2-letniego benchmarku obniżyła się do 3,70%.

▪ Najbliższe tygodnie mogą przynieść dalszy, stopniowy już spadek krótkiego końca krzywej. Kluczowe dla rynku mogą okazać się dane o PKB za III kw., które GUS opublikuje pod koniec miesiąca. Odczyt poniżej 2% r/r (co jest naszym scenariuszem) może wygenerować kolejny silny impuls dla rynku.

Solidny napływ zagranicznego kapitału wspiera długi koniec

▪ Znaczące umocnienie na środku i długim końcu krzywej to efekt utrzymującego się solidnego popytu ze strony zagranicznych inwestorów, do którego prawdopodobnie dołączyli się również krajowi gracze. Wsparciem dla rynku okazały się również plany podażowe na listopad oraz wyższa niż oczekiwano sprzedaż obligacji na japońskim rynku. W efekcie nie można wykluczyć, że listopadowa aukcja nowej 5-latki będzie ostatnią regularną aukcją w tym roku. Dla przypomnienia grudniowe aukcje są warunkowe, których przeprowadzenie zależy od sytuacji rynkowej.

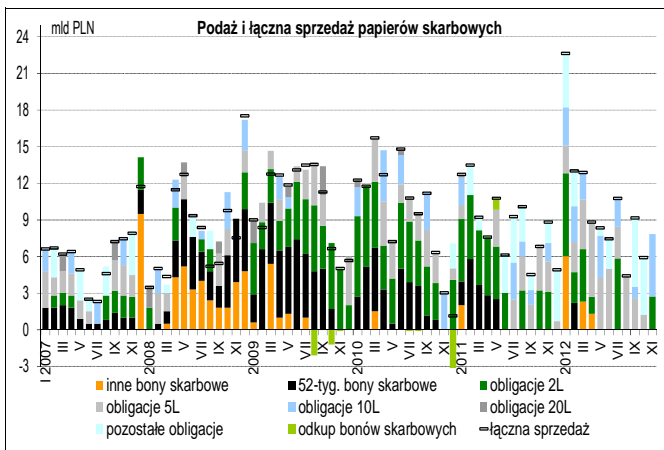
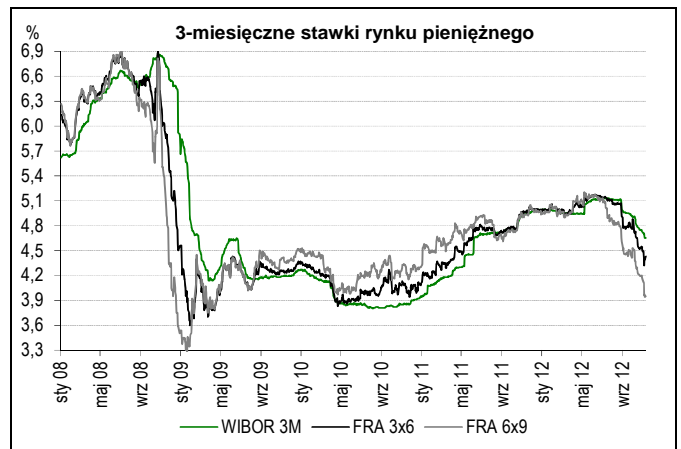
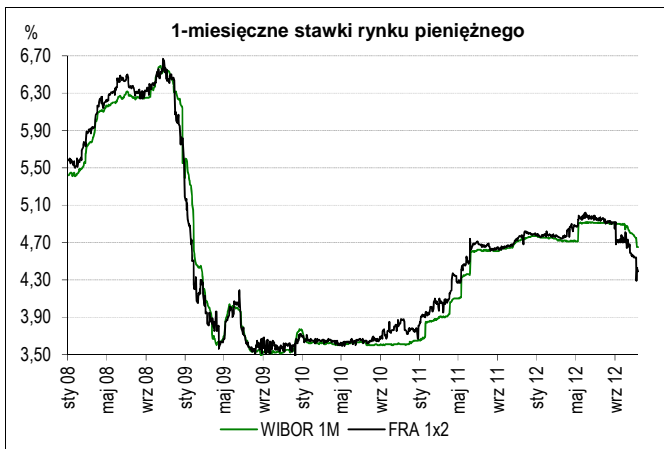
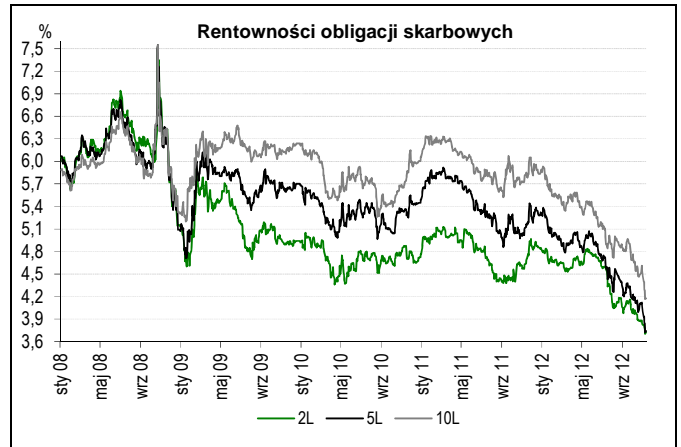
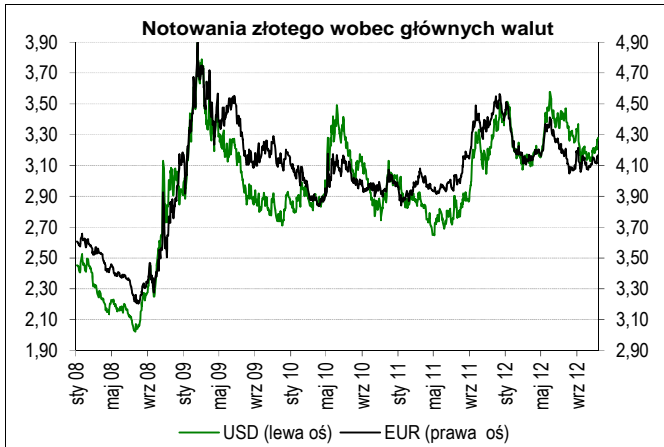
▪ Powyższe czynniki przyczyniły się do spadku rentowności obligacji 5- i 10-letnich do najniższych poziomów w historii, odpowiednio do 3,71% oraz 4,17%. Warto zauważyć, że w efekcie tych zmian krzywa rentowności wyraźnie się spłaszczyła – w segmencie 2-5L stała się niemal całkowicie płaska, a spread 2-10L zawężił się do ok. 45 pb z ok. 70 pb na początku października.

▪ Znaczący ruch na rynku obligacji przyczynił się również do spadku stawek IRS. Również w przypadku krzywej IRS obowiązująca była strategia na wypłaszczenie krzywej (spread 2-10L zawężił się do około 6 pb z ok. 20 pb w połowie października. Po listopadowej decyzji RPP krzywa IRS do 5 lat była – podobnie jak krzywa obligacyjna – prawie płaska.

▪ Ograniczona podaź obligacji do końca roku w połączeniu z utrzymującym się silnym popytem ze strony inwestorów zagranicznych i oczekiwaniami, że skala obniżek stóp przez RPP może być głębsza, może powodować dalszą presję na spadek rentowności na środku i długim końcu krzywej. Dodatkowo, istotny wpływ na zachowanie obligacji, w szczególności 10-letniego benchmarku, będzie miała sytuacja na rynkach bazowych. Ewentualny wzrost rentowności niemieckich obligacji 10-letnich może negatywnie przekładać się na wycenę krajowej 10-latki.

▪ Spodziewamy się, że w nadchodzących tygodniach rentowności obligacji będą utrzymywały się blisko rekordowo niskich poziomów, niewykluczone, że przed końcem roku zobaczymy jeszcze ich dalsze spadki, szczególnie jeśli dane makroekonomiczne będą potwierdzały scenariusz słabego wzrostu PKB i szybko malejącej inflacji.

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.	3116,5/1332,1

* 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
listopad	16.11	PS1016	1000-2500	2500	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK/NW/DS/WS
grudzień'11	-	-	-	-	-	-	-	-	14.12	OK/PS	WZ/IZ/PS
styczeń'12	12.01	IZ/PS/WS	1000-4000	4067	19.01	OK0114	3000-6000	6753	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
lut	9.02	OK0114/PS1016	3500-5500	5049	16.02	WZ0117	1000-3000	3518	1.02	DS1021: 1000-3000	2937
marzec	14.03	OK0114	1500-3500	-	21.03	DS1021/WS0429	1000-2500	-	8.03	PS1016: 1500-3000	4080
kwiecień	19.04	OK0714/PS1016	5000-9000	7511,8	-	-	-	-	5.04	PS/OK	WZ
maj	10.05	DS1021/WS0429	2000-4000	4092,3	16.05	PS0417	2000-4000	4248,4	-	-	-
czerwiec	20.06	PS0417	2000-4000	4973,7	-	-	-	-	14.06	OK0712/OK1012	WZ/IZ
lipiec	19.07	OK0714	2000-5000	5842,1	-	-	-	-	5.07	OK0712/OK1012	PS0417/DS1021
sierpień	1.08	PS0417	2000-4000	4410,5	-	-	-	-	-	-	-
wrzesień	19.09	WZ/DS/IZ	2000-4000	3458,8	-	-	-	-	5.09	OK1012/OK0113	WZ0117/PS0417
październik	4.10	WZ/PS	3000-5000	5900,9	23.10	OK0714/DS1023	5000-9000	7840,5	-	-	-
listopad	8.11	PS0418	2000-4000	4526,3	-	-	-	-	21.11	OK0113/PS0413	DS/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
12 listopada <i>PL: Bilans płatniczy (IX)</i>	13 DE: Indeks ZEW (XI)	14 <i>PL: CPI (X)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (X)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (IX) US: Sprzedaż detaliczna (X)	15 DE: Wstępny PKB (III kw.) EZ: Wstępny PKB (III kw.) EZ: HICP (X) US: Bazowy CPI (X) US: Indeks Philly Fed (XI)	16 US: Produkcja przemysłowa (X)
19 US: Sprzedaż domów (X) <i>PL: Place i zatrudnienie (X)</i>	20 <i>PL: Produkcja przemysłowa (X)</i> <i>PL: PPI (X)</i> US: Rozpoczęte budowy domów (X) US: Pozwolenia na budowę domów (X)	21 <i>PL: Inflacja bazowa (X)</i> US: Indeks Michigan (XI) US: Wskaźniki wyprzedzające (X)	22 <i>PL: Minutes RPP</i> CN: Wstępny PMI-przemysł (XI) DE: Wstępny PMI-przemysł (XI) EZ: Wstępny PMI-przemysł (XI) EZ: Indeks nastrojów konsumentów (XI)	23 DE: Indeks Ifo (XI)
26 DE: Indeks GfK (XII)	27 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (X) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (IX) US: Indeks nastrojów konsumentów (XI)	28 US: Sprzedaż nowych domów (X)	29 US: Drugi szacunek PKB (III kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (X)	30 <i>PL: PKB (III kw.)</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (X)</i> <i>PL: Oczekiwania inflacyjne (XI)</i> EZ: Wstępny HICP (XI) US: Dochody osobiste (X) US: Wydatki konsumentów (X) US: Bazowy PCE (X) US: Indeks Chicago PMI (XI)
3 grudnia <i>PL: PMI-przemysł (XI)</i> DE: PMI-przemysł (XI) EZ: PMI-przemysł (XI) US: ISM-przemysł (XI)	4	5 <i>PL: Decyzja RPP</i> DE: PMI-usługi (XI) EZ: PMI-usługi (XI) EZ: Sprzedaż detaliczna (X) US: Raport ADP (XI) DE: Zamówienia przemysłowe (X) US: ISM-usługi (XI)	6 EZ: Rewizja PKB (III kw.) DE: Zamówienia przemysłowe (X) GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC	7 DE: Produkcja przemysłowa (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) US: Stopa bezrobocia (XI) US: Wst. indeks Michigan (XII)
10 DE: Eksport (X) EZ: Indeks Sentix (XII)	11 DE: Indeks ZEW (XII) US: Bilans handlowy (X)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Decyzja Fed	13 <i>PL: CPI (XI)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (X)</i> US: Sprzedaż detaliczna (XI)	14 <i>PL: Podaż pieniądza (XI)</i> EZ: HICP (XI) US: Produkcja przemysłowa (XI) US: Bazowy CPI (XI)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg

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	25	31	26	26	30	25	23	30	-
Place brutto, zatrudnienie	18	16	16	18	18	19	17	17	18	16	19	18
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	30	-	-	29	-	-	28	-	-	-
Bilans płatniczy	13	13	13	12	16	15	13	13	11	15	12	13
Podaż pieniądza	13	14	13	13	14	14	13	14	14	12	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

		paź 11	lis 11	gru 11	sty 12	lut 12	mar 12	kwi 12	maj 12	cze 12	lip 12	sie 12	wrz 12	paź 12	lis 12
PMI	pkt.	51,7	49,5	48,8	52,2	50,0	50,1	49,2	48,9	48,0	49,7	48,3	47,0	47,3	46,3
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,4	8,5	7,7	9,1	4,8	0,8	2,8	4,3	1,2	5,4	0,6	-5,2	4,9	0,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	8,9	13,0	14,6	32,2	12,0	3,5	8,1	6,2	-5,2	-8,7	-5,0	-17,8	-5,6	-8,2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	11,2	12,6	8,6	14,3	13,7	10,7	5,5	7,7	6,4	6,9	5,8	3,1	3,2	4,9
Stopa bezrobocia	%	11,8	12,1	12,5	13,2	13,4	13,3	12,9	12,6	12,3	12,3	12,4	12,4	12,5	13,0
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	5,1	4,4	4,4	8,1	4,3	3,8	3,4	3,8	4,3	2,4	2,7	1,6	1,7	2,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,5	2,5	2,3	0,9	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Eksport (w euro)	% r/r	6,3	8,1	5,7	6,2	4,4	2,5	2,6	-1,6	0,4	10,9	3,9	-0,3	2,7	0,0
Import (w euro)	% r/r	5,4	3,2	3,5	6,9	5,6	1,5	-3,1	-2,1	-5,4	2,0	-3,3	-3,0	-2,5	-3,8
Bilans handlowy	mln EUR	-695	-772	-1 139	-687	-883	-544	-421	-842	-376	-231	-63	84	-41	-292
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 999	-1 294	-1 890	-1 994	-1 909	-585	-734	-403	-1 025	-711	-609	-1 137	-937	-902
Rachunek bieżący	% PKB	-5,3	-4,9	-4,9	-5,0	-5,3	-5,1	-4,9	-4,9	-4,6	-4,3	-4,0	-3,9	-3,5	-3,4
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	-22,5	-21,6	-25,1	-5,3	-16,5	-23,0	-24,8	-27,0	-21,1	-24,3	-22,9	-21,1	-32,7	-31,3
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	55,9	53,7	62,5	15,1	47,2	65,6	70,9	77,1	60,2	69,6	65,5	60,4	93,4	89,5
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	4,8	4,6	4,1	4,3	3,9	4,0	3,6	4,3	4,0	3,8	3,8	3,5	2,9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,8	3,0	3,1	2,5	2,6	2,4	2,7	2,3	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	8,5	9,1	8,2	7,9	6,0	4,4	4,4	5,2	4,4	3,6	3,0	1,8	1,7	0,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,5	11,8	12,5	13,7	12,5	9,3	10,3	11,3	11,1	11,1	9,8	7,6	7,5	6,6
Zobowiązania	% r/r	9,4	11,2	11,7	12,8	12,5	8,5	10,0	10,8	10,4	10,9	9,5	7,9	8,1	6,8
Należności	% r/r	14,8	14,6	14,4	14,5	13,0	12,8	13,4	13,1	10,7	7,5	7,1	5,4	6,2	4,3
EUR/PLN	PLN	4,35	4,43	4,48	4,37	4,18	4,14	4,18	4,30	4,30	4,19	4,09	4,14	4,11	4,15
USD/PLN	PLN	3,18	3,27	3,40	3,39	3,16	3,13	3,17	3,36	3,43	3,41	3,30	3,22	3,17	3,20
CHF/PLN	PLN	3,54	3,60	3,65	3,61	3,47	3,43	3,47	3,58	3,58	3,49	3,41	3,42	3,40	3,44
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50
WIBOR 3M	%	4,80	4,94	4,98	4,99	4,97	4,95	4,94	5,05	5,12	5,13	5,10	4,95	4,82	4,62
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,48	4,48	4,55	4,51	4,50	4,48	4,58	4,75	4,75	4,64	4,58	4,53	4,42	4,15
Rentowność obligacji 2L	%	4,54	4,73	4,86	4,75	4,66	4,58	4,67	4,77	4,71	4,46	4,12	4,09	3,94	3,70
Rentowność obligacji 5L	%	5,09	5,19	5,30	5,20	5,00	4,88	4,97	4,97	4,85	4,58	4,43	4,28	4,12	3,80
Rentowność obligacji 10L	%	5,76	5,85	5,88	5,74	5,53	5,45	5,50	5,41	5,24	4,99	4,88	4,85	4,59	4,25

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2010	2011	2012	2013	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
PKB	mld PLN	1 416,6	1 523,2	1 596,0	1 656,4	370,7	388,3	392,6	444,4	383,7	401,5	406,4	464,9
PKB	% r/r	3,9	4,3	2,2	1,9	3,6	2,3	1,7	1,4	1,3	1,7	2,1	2,2
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,4	-0,4	0,9	2,5	-0,4	-1,8	-1,6	-0,5	0,3	1,7	1,8
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	2,5	1,3	1,5	1,7	1,2	1,0	1,1	1,4	1,5	1,6	1,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	9,0	-0,4	-2,7	6,0	1,3	-3,0	-2,0	-5,0	-4,0	-3,0	-1,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	1,5	1,7	4,9	2,8	-0,1	-1,0	-0,9	1,8	1,6	4,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	16,3	-4,3	-8,5	13,8	2,2	-10,9	-10,4	-12,1	-8,9	-6,9	-7,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,1	11,2	7,0	4,4	12,6	6,5	5,3	4,5	4,2	3,3	5,4	4,4
Stopa bezrobocia ^b	%	12,4	12,5	13,5	13,8	13,3	12,3	12,4	13,5	14,0	12,4	12,6	13,8
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,3	5,0	3,3	1,6	5,3	3,0	2,7	1,9	1,2	1,6	1,8	2,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,8	3,2	0,2	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,1
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	12,1	2,6	4,3	4,1	0,4	4,3	1,6	2,0	4,0	5,0	6,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	12,2	-1,1	2,3	4,3	-3,5	-1,6	-3,2	-1,2	1,1	5,5	4,0
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 059	-4 808	-2 139	-2 115	-1 641	-210	-842	-945	-623	-405	-166
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 129	-17 977	-12 134	-5 743	-4 515	-2 164	-2 457	-2 998	-2 150	-769	-1 378	-1 446
Rachunek bieżący	% PKB	-5,1	-4,9	-3,2	-1,4	-5,1	-4,6	-3,9	-3,2	-2,5	-2,1	-1,9	-1,4
Wynik general government	% PKB	-7,9	-5,0	-3,5	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,6	4,3	3,7	2,2	4,1	4,0	3,9	3,0	2,3	1,8	2,2	2,5
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,1	4,6	2,6	2,5	3,9	4,3	3,8	2,6	2,2	1,7	2,4	2,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	2,4	2,2	2,0	2,5	2,5	2,1	1,8	2,0	1,8	2,1	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	3,6	1,9	6,1	4,7	2,8	0,9	1,2	1,4	2,4	2,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,8	12,5	6,3	4,3	9,3	11,1	7,6	6,3	7,2	7,5	7,5	4,3
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	11,7	6,4	4,7	8,5	10,4	7,9	6,4	6,7	7,6	7,7	4,7
Należności ^b	% r/r	9,2	14,4	3,3	3,6	12,8	10,7	5,4	3,3	4,5	5,4	6,4	3,3
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,19	4,15	4,23	4,26	4,14	4,15	4,21	4,15	4,15	4,10
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,27	3,21	3,23	3,32	3,31	3,20	3,33	3,26	3,17	3,08
CHF/PLN	PLN	2,90	3,34	3,48	3,37	3,50	3,55	3,44	3,44	3,51	3,39	3,32	3,28
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	4,50	4,25	4,00	4,50	4,75	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00
WIBOR 3M	%	3,94	4,54	4,91	4,13	4,97	5,04	5,06	4,58	4,15	4,06	4,12	4,19
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,50	4,05	4,50	4,69	4,58	4,22	3,78	3,95	4,18	4,27
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,34	3,85	4,66	4,71	4,22	3,75	3,58	3,75	3,98	4,07
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,57	4,07	5,02	4,93	4,43	3,85	3,64	3,93	4,18	4,27
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,06	4,69	5,58	5,38	4,91	4,31	4,20	4,61	4,87	4,87

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.11.2012 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 14/30
fax 61 856 44 56

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 22 586 83 20/38
fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 71 369 94 00
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.