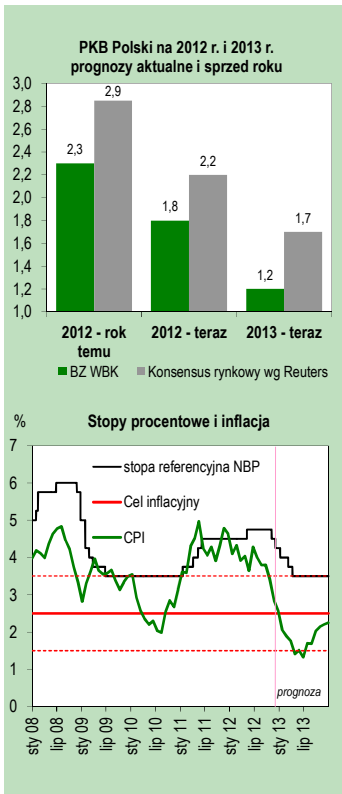


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2012



2013 – Na krawędzi

▪ **Gdy rok temu przedstawialiśmy scenariusz na rok 2012, nie przypuszczaliśmy, że nasza prognoza wzrostu gospodarczego 2,2% (ówczesny konsensus 2,9%) okaże się zbyt optymistyczna.** Co prawda początek roku był całkiem niezły (co spowodowało nawet chwilowe podwyższenie prognoz), jednak skala spowolnienia gospodarczego już od drugiego kwartału jest na tyle znacząca, że dwuprocentowy wzrost w tym roku może być trudny do osiągnięcia. Według naszych prognoz **polska gospodarka stanie na krawędzi recesji na początku roku** i choć zakładamy, że uda się jej uniknąć, to – uwzględniając możliwy błąd prognozy – trzeba przyznać, że pytanie o ryzyko recesji nie jest bezzasadne. **Co ważniejsze jednak, prognozujemy, że każdy kolejny kwartał 2013 roku będzie lepszy od poprzedniego, a pod koniec roku wzrost gospodarczy przekroczy 2%.** Podstawową siłą napędową będzie eksport, którego ożywienie w 2013 roku będzie wynikało między innymi z poprawy sytuacji w strefie euro. O ile trudno być optymistycznym odnośnie inwestycji w roku przyszłym, to wydaje nam się, że dynamika konsumpcji nie pozostanie na historycznie niskim poziomie z III kwartału br. W drugiej połowie roku powinniśmy zobaczyć pośredni wpływ ożywienia eksportu na popyt krajowy. Ale nawet zanim to nastąpi, wyraźny spadek inflacji oraz waloryzacja świadczeń społecznych zwiększą dochody do dyspozycji w ujęciu realnym.

▪ **Wyraźny spadek inflacji już się rozpoczął i naszym zdaniem będzie kontynuowany w najbliższych miesiącach.** Scenariusz, w który od dłuższego czasu nie chciała uwierzyć Rada Polityki Pieniężnej, materializuje się (wyraźne spowolnienie gospodarcze i szybki spadek inflacji). Rok temu pisząc o polityce pieniężnej zakładaliśmy dwie obniżki stóp (które nastąpiły). O ile jednak obawialiśmy się, że większość członków RPP może mieć problem z podjęciem wyprzedzających decyzji, to nie spodziewaliśmy się, że Rada może być tak spóźniona, aby jeszcze podwyższać stopy, gdy popyt krajowy spadał. Jak zwykle więc, RPP będzie zapewne „goniła” spadającą inflację i spodziewamy się dalszych obniżek w skali 75 pb (mniej niż obecnie wycenia rynek).

▪ **2013 będzie kolejnym rokiem, gdy polski dług publiczny będzie na krawędzi prognozy 55% PKB.** Zapewne nie dojdzie do jego przekroczenia, niemniej ryzyko nowelizacji budżetu na skutek spowolnienia głębszego od założeń rządowych oraz zakończenie cyklu obniżek stóp przez RPP może skłonić niektórych posiadaczy polskich obligacji do zrealizowania zysków. A nastąpić by to mogło tym bardziej, gdyby na rynku walutowym doszło do korekty złotego. Ryzyko takowej widzimy w I kwartale, a średnioroczny kurs EURPLN prognozujemy na poziomie ok. 4,15.

Przedstawiony obok spis treści przedstawia zagadnienia, które poruszamy w niniejszym raporcie. Jak zwykle tabela ze szczegółowymi prognozami kwartalnymi znajduje się na końcu raportu.

Miło nam poinformować, że w podsumowaniu trafności prognoz ekonomicznych opublikowanym przez agencję Bloomberg (ankietującą co miesiąc ok. 400 instytucji) zajęliśmy pierwsze miejsce w Polsce. Jednocześnie, nasz wynik był drugim najlepszym na świecie.

Na rynku finansowym 11 grudnia 2012 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,75	WIBOR 3M	4,32	EURPLN	4,1025
Stopa referencyjna NBP	4,25	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	3,23	USDPLN	3,1645
Stopa lombardowa NBP	5,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,51	CHFPLN	3,3870

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.12.2012 r.

W tym miesiącu:

Dolek koniunktury wkrótce. Ale jak głęboki?	2
Brak presji inflacyjnej (od jakiegoś czasu)	3
Kredyty hamują. Jak długo jeszcze?	4
RPP wciąż spóźniona. Czy przesadzi w drugą stronę?	5
RPP – kto z kim przystaje, kogo słuchać?	6
Budżet – nowelizacja czy powtórka z 2012?	7
Czy/kiedy koniec rally na rynku obligacji?	8
Złoty - czy w końcu nastąpi korekta?	9
Monitor rynku	10
Kalendarz makroekonomiczny	11
Dane i prognozy ekonomiczne	12

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
22 586 8363

Piotr Bielski

22 586 8333

Agnieszka Decewicz

22 586 8341

Marcin Luzziński

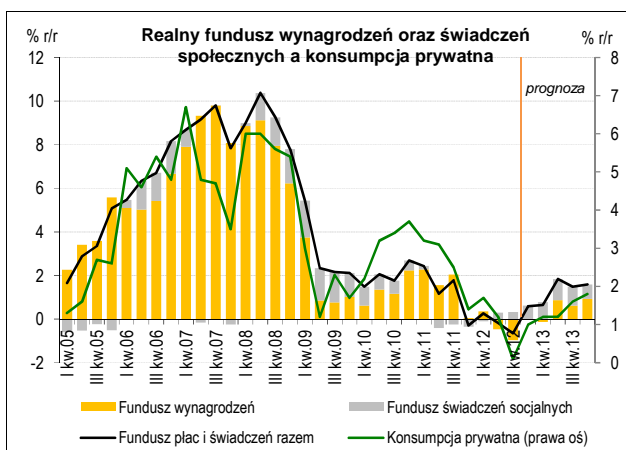
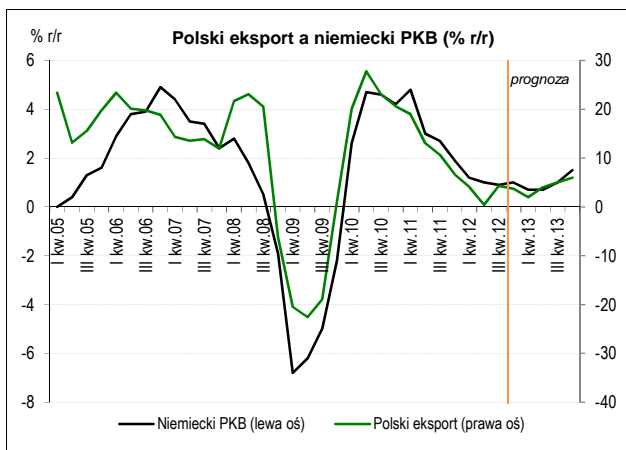
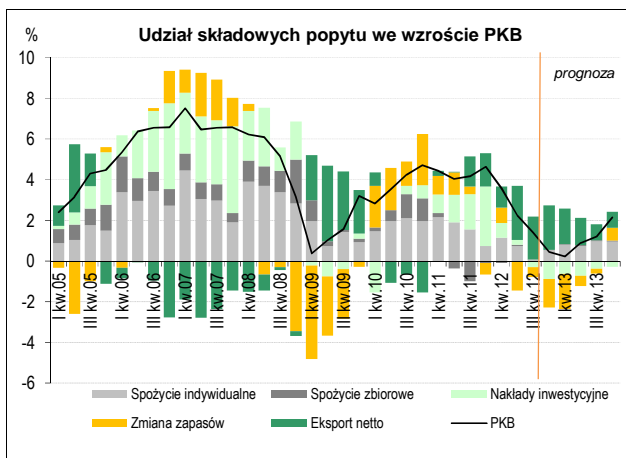
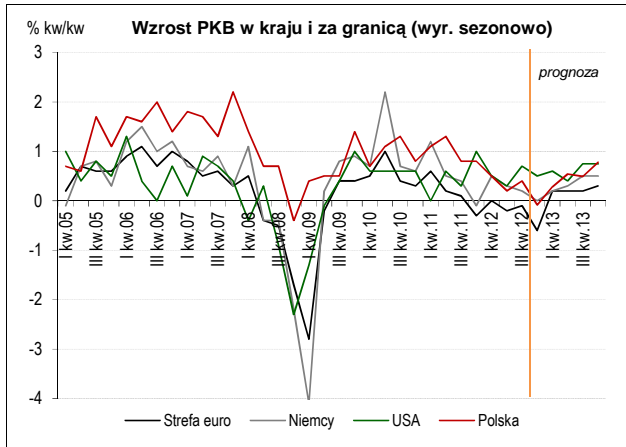
22 586 8362

Marcin Sulewski

22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Dołek koniunktury wkrótce. Ale jak głęboki?



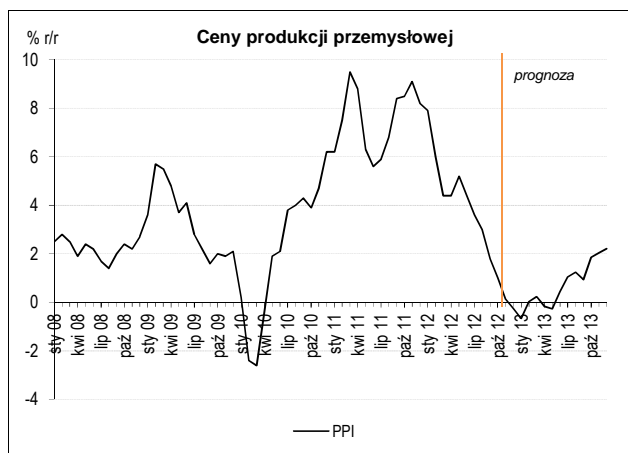
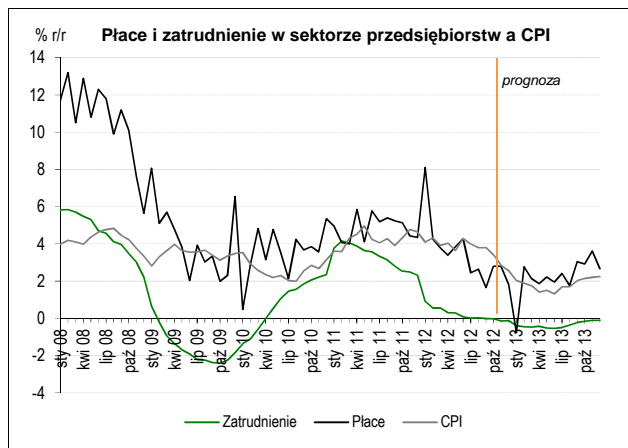
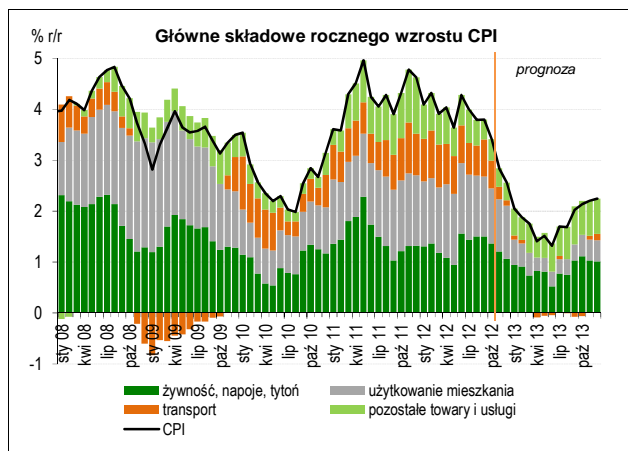
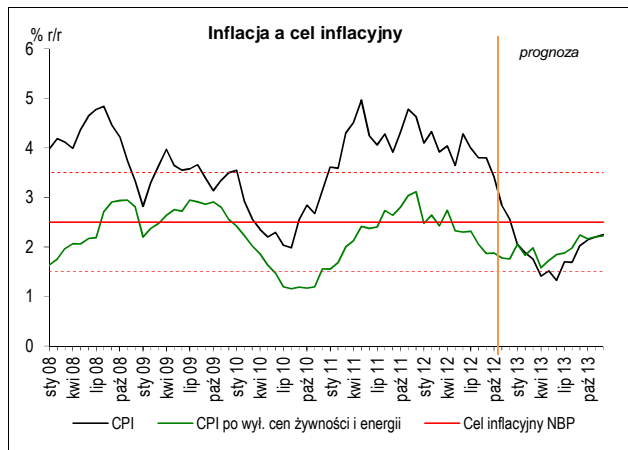
Na przełomie roku wzrost PKB bliski zera

- Spodziewamy się, że w strefie euro cykl gospodarczy osiągnie dno w ostatnim kwartale bieżącego roku, po czym rozpocznie się powolne ożywienie. Słabość popytu w strefie euro negatywnie przekłada się na polski eksport i popyt krajowy, gdyż niepewność co do sytuacji gospodarczej skłania polskich konsumentów i przedsiębiorców do ostrożniejszego wydawania pieniędzy.
- Słaba sytuacja na rynku pracy i spadek realnych dochodów do dyspozycji (także wskutek wysokiej inflacji) przełożyły się na słabość konsumpcji prywatnej. Już w danych za pierwszy kwartał widzieliśmy, że polscy konsumenci finansowali konsumpcję z oszczędności. W kolejnych kwartałach zaczęli mocno ograniczać wydatki, przez co wzrost konsumpcji prywatnej w III kw. 2012 był najniższy w historii (0,1% r/r).
- W III kw. nakłady na środki trwałe brutto spadły o 1,5% w ujęciu rocznym. Firmy prywatne ograniczają swoje plany inwestycyjne w związku z niepewną sytuacją gospodarczą. Z kolei inwestycje publiczne słabną ze względu na wyczerpywanie się środków z funduszy unijnych oraz zakończenie inwestycji związanych z EURO 2012.
- W IV kw. spodziewamy się dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Na przełomie roku najniższym elementem wzrostu PKB będzie akumulacja brutto (mocne spadki inwestycji i zapasów). Spożycie prywatne może nieco odbić, choć jego wzrost nadal pozostanie anemiczny. Dodatni wkład do wzrostu zostanie wniesiony także przez eksport netto, gdyż import hamuje szybciej od eksportu.
- Spodziewamy się dołka koniunktury w I kwartale 2013 (0,2% r/r). Naszym zdaniem wzrost PKB sezonowo dostosowany w ujęciu kwartalnym może być ujemny w co najmniej jednym kwartale, co oznacza, że będziemy poruszać się na skrajach recesji i ryzyko jej wystąpienia jest naszym zdaniem niemałe.

Ożywienie eksportu, konsumpcji pomoże spadek inflacji

- W 2012 r. polski eksport radził sobie nieźle (wg GUS wzrost w euro o 3,7% w okresie styczeń-październik). Wsparciem był słabszy złoty, który zwiększył opłacalność sprzedaży za granicą. Ponadto polskie firmy zareagowały na spowolnienie u głównych partnerów handlowych geograficznym zdywersyfikowaniem rynków zbytu. Dzięki temu zanotowano spektakularne wzrosty eksportu m. in. do Rosji, Ukrainy, Hong Kongu, Indii i Meksyku. W ujęciu produktowym mocne wzrosty zanotował eksport żywności (14% r/r) i dóbr kapitałowych (11%). Pozostałe sektory też radziły sobie nieźle, z wyjątkiem eksportu samochodów osobowych, który przeżywa załamanie (-24%).
- Odbicie gospodarcze u głównych partnerów handlowych Polski, którego spodziewamy się w 2013 r., pozytywnie wpłynie na eksport do tych krajów. W przypadku kontynuacji spowolnienia będziemy mogli liczyć na osłabienie kursu złotego, które zwiększy konkurencyjność cenową krajowych produktów.
- Szybki spadek inflacji (szczegóły na następnej stronie) związany między innymi ze spadkiem cen gazu przełoży się na przyspieszenie wzrostu realnych dochodów do dyspozycji. Ten czynnik, wraz z wysoką waloryzacją świadczeń społecznych w 2013 r. będzie pozytywnie oddziaływał na wzrost konsumpcji prywatnej.
- Spodziewamy się dalszych spadków inwestycji w 2013 r. Pewnym wsparciem dla firm prywatnych mogą być obniżki stóp procentowych, ale znaczna część firm finansuje inwestycje ze środków własnych i istotniejsze wydają się być ich oceny przyszłej sytuacji gospodarczej. Tempo spadku inwestycji publicznych może być też ograniczane przez działalność spółki Inwestycje Polskie.
- Spodziewamy się stopniowego przyspieszenia wzrostu PKB w 2013 r. Po dołku w I kw. 2013 każdy kolejny kwartał będzie lepszy i na koniec roku możemy zobaczyć wzrost w okolicach 2% r/r.

Brak presji inflacyjnej (od jakiegoś czasu)



Inflacja CPI wkrótce w celu inflacyjnym

▪ Od dłuższego czasu piszemy o braku presji inflacyjnej w polskiej gospodarce. Odzwierciedleniem tej sytuacji był spadek inflacji bazowej (z 3,1% r/r w grudniu 2011 do 2,5% w styczniu 2012 i 1,9% w październiku). RPP nie uwzględniła tego i wciąż wierzyła w cudowne utrzymanie się dość szybkiego wzrostu PKB, który przełoży się na presję popytu na wzrost cen oraz spowoduje powstanie efektów drugiej rundy. Jak wiemy, scenariusz zakładany przez RPP się nie zmaterializował i byliśmy świadkami gwałtownego hamowania wzrostu PKB oraz konsumpcji prywatnej.

▪ Jak już wspomnieliśmy na poprzedniej stronie, spodziewamy się pewnego odbicia konsumpcji prywatnej w 2013 r., ale jej wzrost wciąż pozostanie relatywnie słaby, zatem nie wygeneruje impulsu do wzrostu cen. Dodatkowo, z badań NBP wynika, że warunkach spowolnienia gospodarczego i ujemnej luki popytowej wpływ kursu walutowego na inflację jest zmniejszony, zatem nawet ewentualne osłabienie krajowej waluty wskutek zawirowań na globalnych rynkach finansowych nie powinno skutkować znacznym wzrostem inflacji.

▪ Ostatnio do korzystnej dla inflacji sytuacji popytowej doszły także sprzyjające czynniki podażowe: spowolnienie wzrostu cen żywności i paliw (efekty bazy, których spodziewaliśmy się już wcześniej) oraz obniżka cen gazu na początku 2013 r. (naszym zdaniem może odjąć 0,2-0,3pp od CPI). Niemniej, ceny żywności i paliw na przyszły rok są źródłem niepewności. Spodziewamy się umiarkowanych wzrostów cen żywności na poziomie ok. 3% r/r przy stabilizacji cen paliw. Natomiast inflacja bazowa będzie naszym zdaniem oscylowała w okolicach 2% r/r.

▪ Opisane powyżej czynniki złożą się na znaczący spadek inflacji konsumenta w przyszłym roku. Naszym zdaniem już w styczniu CPI może być poniżej celu inflacyjnego, a średniorocznie może być niższa od 2%.

Sytuacja na rynku pracy sprzyja spadkowi inflacji...

▪ Spodziewamy się kontynuacji tegorocznych tendencji na rynku pracy także w 2013 r. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw będzie nieznacznie spadać, choć w połowie roku może nastąpić stabilizacja liczby zatrudnionych. Pod koniec roku może nawet pojawić się potencjał do wzrostu zatrudnienia, pod warunkiem odbicia w strefie euro i wzrostu popytu na polskie towary.

▪ W warunkach spowolnienia gospodarczego i niechęci firm do zatrudniania również presja na wzrost płac będzie niewielka. Naszym zdaniem płace zanotują słaby wzrost o 2-3% na przestrzeni 2013 r. (co będzie jednak powyżej stopy inflacji).

▪ Bezrobocie będzie poruszało się w trendzie wzrostowym. Naszym zdaniem na koniec 2013 r. może osiągnąć 14%.

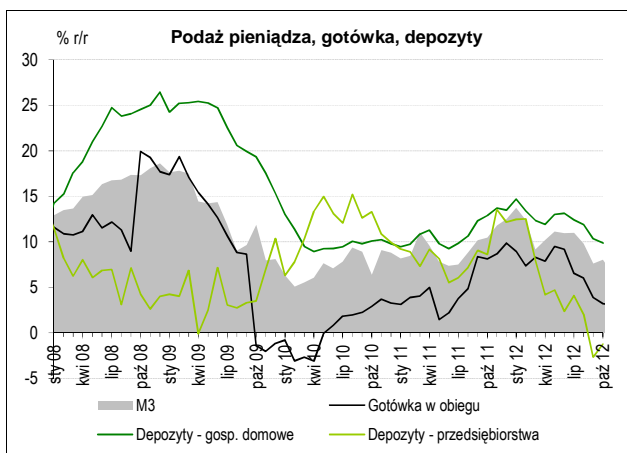
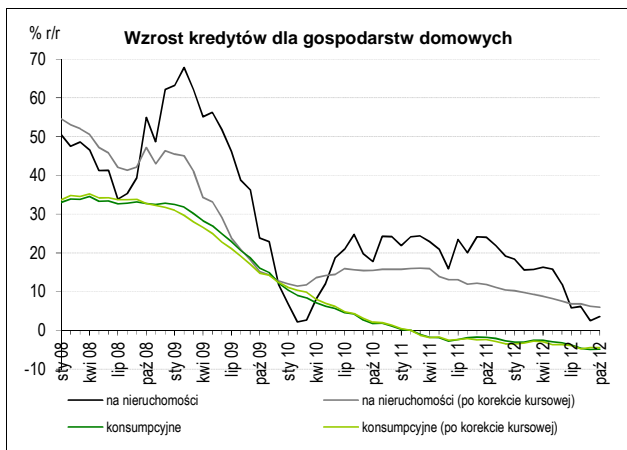
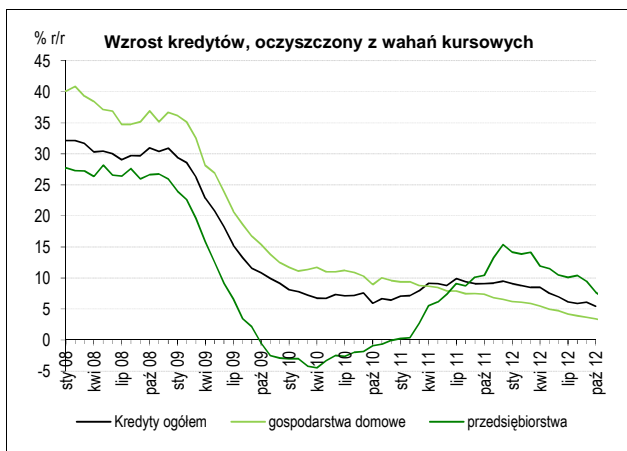
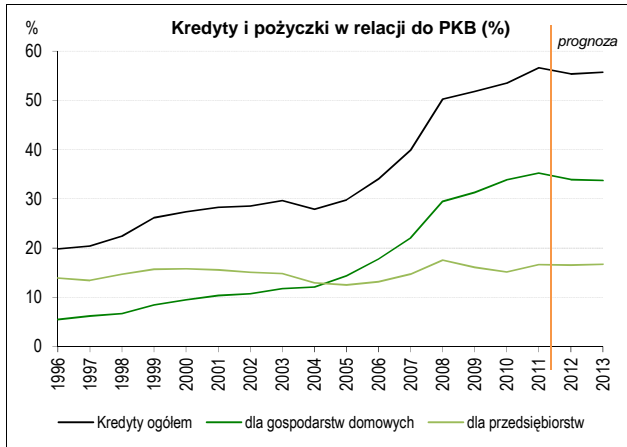
▪ Sytuacja na rynku pracy będzie czynnikiem wspierającym niski wzrost cen konsumpcyjnych.

... podobnie jak deflacja PPI

▪ Kolejnym czynnikiem sprzyjającym spadkowi inflacji CPI będzie spowolnienie wzrostu cen producenta. Na przestrzeni ostatnich miesięcy zaobserwowaliśmy gwałtowny spadek tej miary – z 9,1% r/r w listopadzie 2011 (lokalne maksimum) do 1,0% r/r w październiku 2012. Spodziewamy się, że PPI w 2013 r. będzie oscylowało w okolicach 0-2%, a przejściowo może nawet spaść poniżej zera.

▪ Znaczący spadek inflacji PPI odzwierciedla słabość presji na wzrost cen producentów. Częściowo jest to efekt słabszego popytu na dobra przemysłowe i mocnego spowolnienia produkcji przemysłowej, a częściowo ustabilizowania się cen surowców na rynkach światowych i słabego wzrostu kosztów płacowych. Oznacza to, że producenci nie będą widzieli konieczności przeliczenia rosnących kosztów na konsumentów.

Kredyty hamują. Jak długo jeszcze?



Najgłębsze od lat załamanie na rynku kredytów

- Spowolnienie wzrostu gospodarczego w ostatnich kwartałach szło w parze z wyraźnym wyhamowaniem akcji kredytowej w polskim systemie bankowym. Zadłużenie bankowe podmiotów niefinansowych praktycznie we wszystkich sektorach niemal przestało rosnąć. O ile w 2009 r. spowolnienie najmocniej dotknęło należności od firm, tym razem bardziej osłabiła się dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, spadając do najniższego poziomu w historii.
- O skali pogorszenia sytuacji na rynku kredytowym świadczy m.in. fakt, że rok 2012 będzie najprawdopodobniej drugim (po 2004 r.) od początku lat dziewięćdziesiątych, w którym relacja kredytów ogółem do PKB ulegnie obniżeniu.

Kolejny rok też będzie trudny

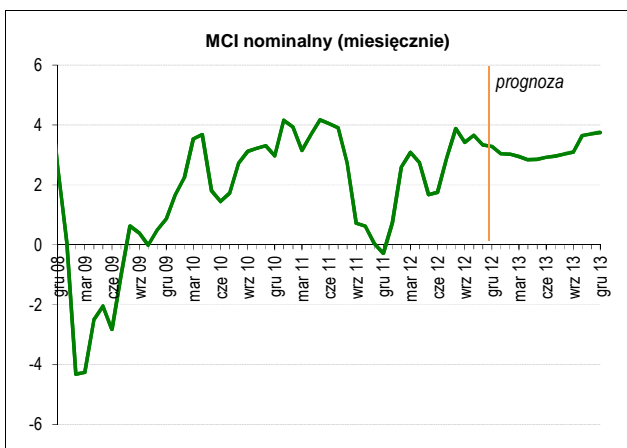
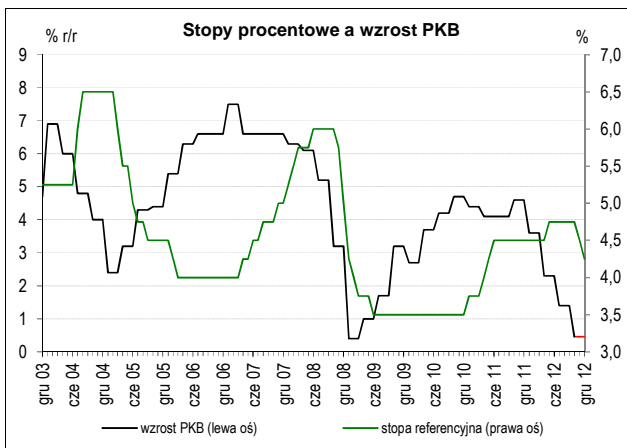
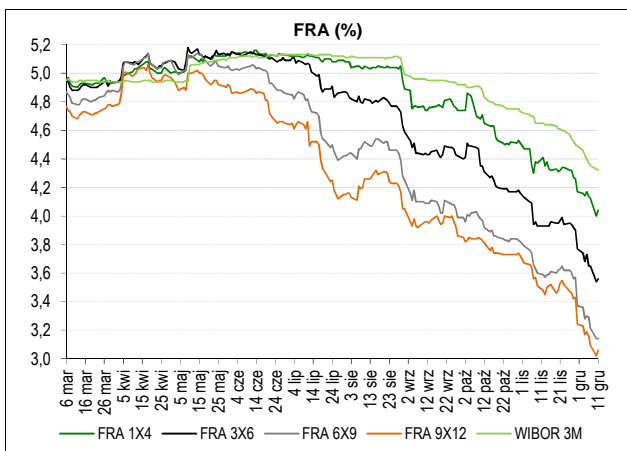
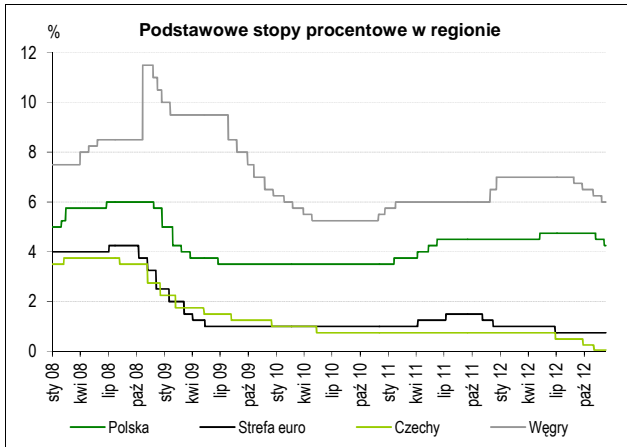
- W 2013 sytuacja na rynku kredytowym nadal będzie trudna. Początek roku może jeszcze być okresem pogłębienia stagnacji, jednak zakładamy, że w dalszej części roku możliwe jest delikatne ożywienie popytu.
- W szczególności kredyty dla gospodarstw domowych mogą rosnąć nieco szybciej niż w tym roku, głównie za sprawą powstrzymania spadku kredytów konsumpcyjnych. Zadłużenie w tej kategorii obniżało się stopniowo w ciągu ostatnich dwóch lat, jednak przewidujemy, że w 2013 r. możliwy jest niewielki wzrost ze względu na poprawę dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych, spadek oprocentowania, a także złagodzenie przez banki polityki kredytowej w tym segmencie pod wpływem zmian w Rekomendacji T zapowiedzianych przez KNF.
- Wzrost kredytów mieszkaniowych mocno wyhamował – w 2012 r. stan zadłużenia gospodarstw z tego tytułu wzrośnie zapewne tylko o nieco ponad 6 mld zł (1,9% r/r), wobec 53 mld zł w 2011 r. (19,2% r/r). Choć w dużej części jest to efekt umocnienia złotego, to jednak rzeczywisty popyt na kredyty mieszkaniowe również się osłabił (wg naszych szacunków wzrost kredytów mieszkaniowych oczyszczony z wahań kursowych wyniesie w 2012 r. ok. 16,5 mld zł, tj. 5% r/r, wobec 29 mld zł w 2011 r.). Trudno liczyć na mocne ożywienie popytu w tym segmencie, ale wzrost przystępności cenowej mieszkań w efekcie spadku cen nieruchomości oraz strukturalny niedobór mieszkań w relacji do liczby gospodarstw domowych powinny podtrzymać wzrost kredytów mieszkaniowych na umiarkowanym poziomie (ok. 4% r/r po oczyszczeniu z wahań kursowych).
- Przewidujemy, że kredyty dla przedsiębiorstw zwiększą się w 2013 r. w niewielkiej skali, w podobnym tempie jak w tym roku, czemu sprzyjać będzie m.in. skromny (ale jednak) wzrost inwestycji sektora prywatnego. Wzrostowi kredytów dla firm sprzyjałaby też realizacja rządowego programu Inwestycje Polskie, o ile uda się szybko uruchomić odpowiednie projekty już w 2013 r.

Depozyty firm topnieją, ludności rosną coraz wolniej

- Wyraźny spadek aktywności gospodarczej negatywnie odbił się na finansach przedsiębiorstw, co pociągnęło za sobą lekki spadek ich depozytów. W przypadku gospodarstw domowych nastąpiło umiarkowane wyhamowanie wzrostu depozytów, przy wyraźnej zmianie ich struktury – mocnym wzroście lokat terminowych kosztem środków na rachunkach bieżących i oszczędnościowych.
- Przewidujemy, że spadek środków na rachunkach firm nie będzie zjawiskiem trwałym, o ile zmaterializuje się nasz scenariusz stopniowego ożywienia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Spadek dynamiki depozytów gospodarstw domowych może się jednak jeszcze pogłębić, ponieważ poprawa ich sytuacji finansowej będzie następowała z pewnym opóźnieniem w stosunku do ożywienia koniunktury i w pierwszym etapie będzie wynikała głównie ze spadku inflacji, a nie wzrostu nominalnych dochodów.

Źródło: NBP, BZ WBK

RPP wciąż spóźniona. Czy przesadzi w drugą stronę?



Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

Nadeszły spóźnione obniżki. Co dalej?

▪ W listopadzie i grudniu Rada Polityki Pieniężnej dokonała wreszcie długo oczekiwanych obniżek stóp w dwóch cięciach po 25 pb, sprowadzając stopę referencyjną do 4,25%. Ten ruch został dokonany po przekonaniu się o trwałości spowolnienia gospodarczego oraz braku czynników ryzyka dla wzrostu inflacji w średnim terminie.

▪ Warto zauważyć, że członkowie RPP potrzebowali aż trzech kwartałów spowalniającej dynamiki PKB z rzędu (z 4,6% r/r w IV kw. 2011 do 1,4% r/r w III kw. 2012), aby dostrzec trwałość spowolnienia oraz potrzebę obniżenia stóp procentowych. Oznacza to, że nie sposób uznać działań RPP za wyprzedzające. Można by było, gdyby Rada dokonała poluzowania polityki pieniężnej o cały rok wcześniej. Ponadto Rada podniosła stopy o 25pb w maju, czyli w samym środku kwartału, w którym zanotowano ujemny wzrost popytu krajowego w ujęciu r/r. Teoria ekonomii podpowiada, że działania polityki pieniężnej powinny zmniejszać wahania produkcji i cen, czyli działać antycyklicznie. Ruch dokonany przez RPP w maju niewątpliwie działał w przeciwną stronę.

▪ Z wypowiedzi członków RPP jasno wynika, że czeka nas kontynuacja cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W Radzie są osoby, które chciałyby dokonać szybkich i zdecydowanych ruchów, ale naszym zdaniem są one w mniejszości i nie należy spodziewać się obniżek większych niż 25 pb jednorazowo. Oczekujemy kolejnej obniżki o 25 pb w styczniu, a potem Rada będzie chciała poczekać na wyniki kolejnej projekcji NBP w marcu, po czym obetnie stopy o kolejne 50 pb, obniżając stopę referencyjną do 3,50%.

▪ Rynek FRA wycenia dalsze obniżki stóp, głębsze niż zakłada nasza prognoza. Według wyceny rynku stopa referencyjna spadnie aż do 3,00% w połowie przyszłego roku.

Spóźnione decyzje = (znów) przereagowanie?

▪ Jak już zauważyliśmy wcześniej, decyzja o obniżce stóp procentowych została podjęta zbyt późno. Naszym zdaniem wynika to z faktu, że Rada zbyt mocno koncentruje się na tym co było, zamiast na tym, co będzie (polityka backward-looking). Niektórzy członkowie przypisują też duże znaczenie polityce dodatnich (ale umiarkowanej) realnych stóp procentowych. Przy czym (jak wnioskujemy na podstawie wypowiedzi członków) realne stopy uzyskujemy poprzez odjęcie bieżącej inflacji od bieżących stóp.

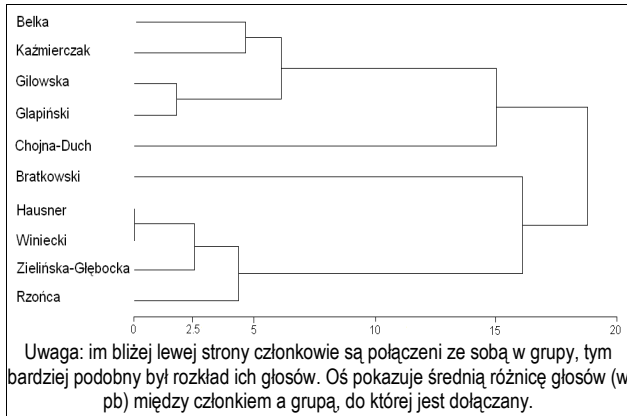
▪ To oznacza, że gdy Rada zobaczy spadek inflacji znacząco poniżej 2% i wzrostu PKB znacząco poniżej 1%, a takich zmian spodziewamy się w I i II kw. 2013 r., to może przereagować i obciążyć stopy mocniej. To także byłby już ruch spóźniony, bo od II kw. 2013 oczekujemy już powolnego ożywienia, niemniej widzimy pewne ryzyko w dół dla naszej prognozy spadku stóp do 3,50%.

Jaka restrykcyjność polityki w 2013 (MCI)?

▪ Na przestrzeni 2012 r. indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI poruszał się w trendzie wzrostowym, na co złożyła się podwyżka stóp procentowych NBP w maju oraz, przede wszystkim, umocnienie złotego po silnej deprecjacji pod koniec 2011 r.

▪ Spodziewamy się nieznacznego spadku restrykcyjności polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach pod wpływem cyklu obniżek stóp procentowych NBP i spadku stóp rynku pieniężnego WIBOR. Mocniejsze spadki indeksu będą jednak powstrzymany przez wydarzenia na rynku walutowym. Naszym zdaniem kurs złotego będzie oscylował w okolicach 4,15 w 2013 r. (szczegóły na kolejnych stronach), a zatem ulegnie nieznaczącej deprecjacji w porównaniu do obecnych poziomów.

RPP – kto z kim przestaje, kogo słuchać?



Dwie grupy głosujących podobnie

- Przeanalizowaliśmy wyniki głosowań RPP od początku obecnej kadencji za pomocą analizy skupień, żeby zobaczyć, którzy członkowie głosowali podobnie do siebie.
- Na wykresie widać dwie grupy członków głosujących „razem”. Do pierwszej należą Hausner, Winiecki, Zielińska-Głębocka oraz Rzońca. Co ciekawe, Hausner oraz Winiecki jak dotąd głosowali zawsze tak samo, a Zielińska-Głębocka tylko raz zagłosowała inaczej niż Winiecki. Do drugiej grupy należą: Belka, Kaźmierczak, Gilowska i Glapiński. Ta grupa jest bardziej heterogeniczna, a jej głosy są bardziej zbliżone do ostatecznego zdania Rady. Chojna-Duch i Bratkowski głosują inaczej od wszystkich. Wprawdzie ostatnio głosowali podobnie do siebie, ale średnia różnica między ich głosami wynosi aż 18,8 pb.



Gilowska (1,09)

Rzońca (1,07)

Winiecki (1,06)

Hausner (1,05)

Kaźmierczak (1,05)

Glapiński (1,03)

Zielińska-Głębocka (0,82)

Belka (0,77)

Bratkowski (0,21)

Chojna-Duch (0,18)



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.

Prezes NBP przegłosowany w 2012

Ostatni rok przyniósł ciekawe zmiany w wynikach głosowań Rady Polityki Pieniężnej. Andrzej Bratkowski, jeden z większych zwolenników podwyżek stóp procentowych w poprzednich dwóch latach, stał się orędownikiem łagodzenia polityki pieniężnej (najwyraźniej dostrzegając zagrożenia związane z nadciągającym spowolnieniem i wynikające stąd malejące ryzyko utrwalenia presji inflacyjnej). Jedynie Bratkowski oraz tradycyjnie „gołębia” Elżbieta Chojna-Duch nie poparli kontrowersyjnej podwyżki stóp w maju, a od lipca oboje konsekwentnie opowiadali się za obniżkami stóp procentowych. Dopiero w październiku konieczność wycofania się z majowej podwyżki stóp dostrzegł Prezes NBP Marek Belka (i Anna Zielińska-Głębocka). Niemniej, „jastrzębia” frakcja w RPP okazała się na tyle silna, że pomimo tej zmiany oraz mimo powtarzającej się nieobecności Zyty Gilowskiej, stopy pozostały bez zmian aż do listopada (tym samym Prezes NBP został przegłosowany przez Radę po raz pierwszy w tej kadencji). Warto wziąć pod uwagę, że głos Prezesa NBP może nie być kluczowy dla decyzji podejmowanych przez RPP również w najbliższych miesiącach.

Kto spośród 6 jastrzębi najłatwiej zmieni zdanie?

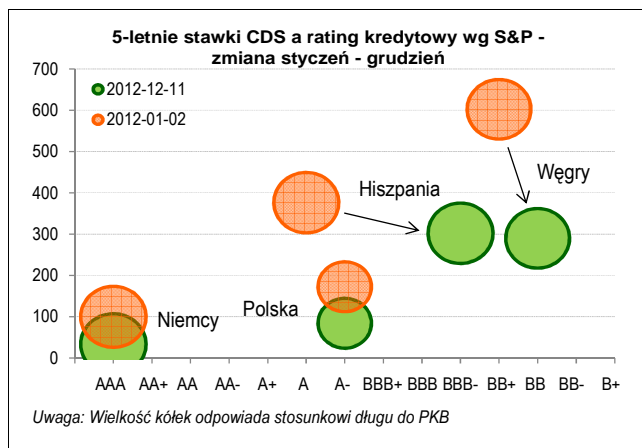
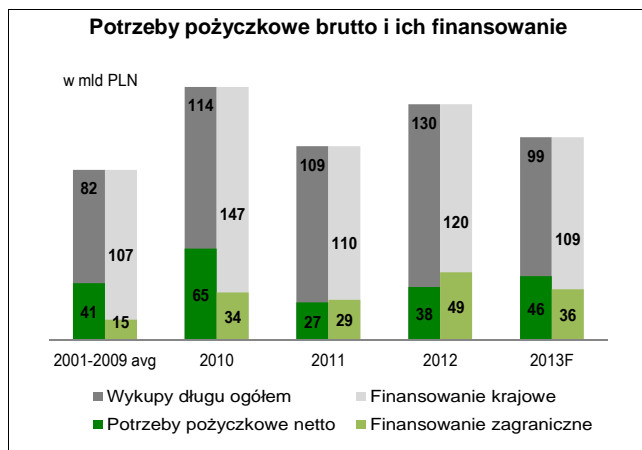
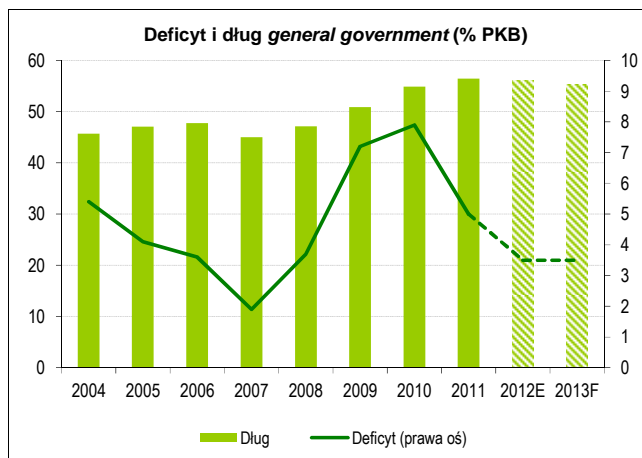
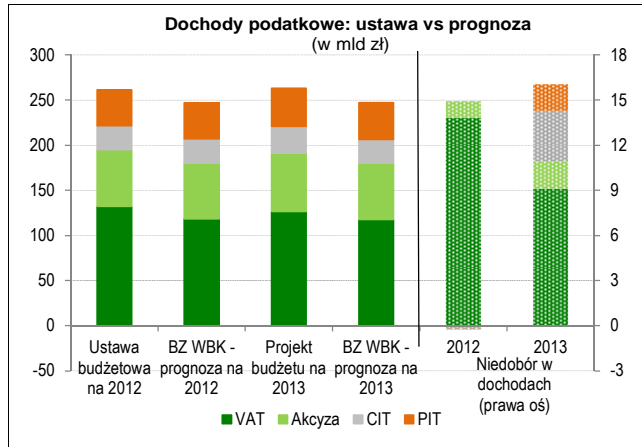
Czy rozkład głosów w RPP będzie się zmieniał w najbliższych miesiącach? Wydaje się to dość prawdopodobne ze względu na przywiązanie niektórych członków Rady do bieżących danych, które – wg naszych prognoz – pokażą szybki spadek inflacji poniżej celu i dalsze hamowanie gospodarki. Biorąc pod uwagę wypowiedzi członków RPP z ostatnich miesięcy, nie wykluczamy, że zwiększy to skłonność do obniżek Andrzeja Kaźmierczaka i Jerzego Hausnera. Raczej mało prawdopodobna wydaje nam się znacząca zmiana poglądów Andrzeja Rzońcy i Jana Winieckiego, z kolei Zyta Gilowska (często nieobecna w ostatnich miesiącach) i Adam Glapiński pozostają dużą niewiadomą.

Kto ile by chciał obniżyć (a przynajmniej dziś tak myśli)

Obecnie wydaje się, że w Radzie istnieje dość wyraźny konsensus, co do tego, że cykl obniżek stóp nie został jeszcze zakończony. Adam Glapiński przyznał ostatnio, że styczniowa obniżka stóp jest „raczej pewna”. Niemniej, opinie nt. pożądanej całkowitej skali cięć są nadal mocno zróżnicowane. Niektórzy członkowie Rady (np. właśnie Glapiński) są zdania, że po styczniu należy zrobić przerwę. Jan Winiecki uważa, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych w ogóle jest ograniczona. Z kolei na drugim biegunie niezmiennie znajduje się Andrzej Bratkowski, który uważa, że konieczna jest szybka obniżka stopy referencyjnej do 3%. Bratkowski oraz Chojna-Duch nadal są zdania, że można obniżać stopy większymi krokami niż o 25 pb, choć zdaniem Bratkowskiego szanse na poparcie większości dla takich ruchów są małe. Marek Belka przyznał ostatnio, że dalsze cięcie stóp jest „bardzo prawdopodobne”, ponieważ spadek inflacji będzie szybki i trwały. Warto przy tym odnotować, że nawet skrajny Bratkowski uważa, że cykl łagodzenia polityki powinien zakończyć się najdalej w I kwartale 2013.

W sumie, zakładamy, że na żadnym z najbliższych spotkań wniosek o obniżkę stóp głębszą niż 25 pkt bazowych nie zyska poparcia większości. Dodatkowo zakładamy, że Rada zakończy cykl obniżek w marcu lub kwietniu (skoro najbardziej skłonny do obniżek członek o tym mówi) z możliwością przerwy w obniżkach w lutym. W konsekwencji, prognozujemy, że stopy procentowe spadną jeszcze łącznie o 75 pkt bazowych.

Budżet – nowelizacja czy powtórka z 2012?



Zbyt optymistyczne założenia. I co teraz?

Od dawna pisaliśmy o zbyt optymistycznych założeniach makroekonomicznych budżetu, w szczególności dot. PKB. Struktura wzrostu gospodarczego na 2013 (głównym motorem wzrostu pozostanie eksport netto), ale również słaba sytuacja na rynku pracy i pogarszające się wyniki finansowe firm stawiają pod znakiem zapytania przyszłoroczne dochody podatkowe.

Uwzględniając powyższe czynniki zakładamy, że ubytek po stronie dochodów (zakładając, że dynamiki r/r dochodów z PIT i akcyzy będą bliskie wzrostowi średniej inflacji, a dla wpływów z VAT i CIT bliskie zera) może wynieść średnio 16 mld zł. W tym roku niedobór dochodów wynikający głównie z niższych wpływów z VAT (na koniec października roczny plan został zrealizowany w ok. 76%) został zbilansowany przez wpływy niepodatkowe (realizacja na poziomie 116% planu w wyniku wpłaty z zysku NBP) oraz dyscypliny po stronie wydatkowej.

W 2013 r. sama dyscyplina po stronie wydatkowej może nie wystarczyć, a warto też zadać pytanie czy miałyby ona sens, gdyż mogłaby pogłębić skalę spowolnienia. Trudno też liczyć na tak znaczące wpływy z zysku NBP. W związku z tym nie można wykluczyć, że rząd będzie zmuszony do podwyższania podatków pośrednich lub nowelizacji budżetu w trakcie roku, czego nie wyklucza minister finansów, wskazując głównie na ryzyka związane z czynnikami zewnętrznymi. Inną opcją byłoby wypchnięcie części deficytu poza sektor centralny.

W sumie, należy spodziewać się, że rząd będzie kontynuował prowadzenia ostrożnej polityki fiskalnej (dług na podwyższonym poziomie, blisko poziomów bezpieczeństwa). Jednakże, deficyt całego sektora finansów publicznych nie spadnie do założonych 3%, ale raczej ustabilizuje się na poziomie około 3,5% osiągniętym w tym roku.

Wzrost emisji netto, ale nie brutto

W listopadowym MAKROskopie przedstawiliśmy szczegóły dotyczące potrzeb pożyczkowych na 2013 r. i struktury ich finansowania. Projekt budżetu na przyszły rok zakłada niższe potrzeby brutto o ok. 14% (spadek do ok. 145 mld zł z 168,5 mld zł), głównie w wyniku niższych wykupów długu. Natomiast potrzeby pożyczkowe netto rosną do ok. 45,7 mld zł z ok. 38 mld zł w 2012 r., co jest głównie wynikiem wzrostu deficytu budżetowego do 35,6 mld zł i niższych wpływów z prywatyzacji.

W kierunku wyższych od planu potrzeb pożyczkowych netto może oddziaływać większa realizacja deficytu (np. w wyniku nowelizacji ustawy budżetowej na 2013 r.). Jednak nawet przy materializacji negatywnego scenariusza dla dochodów potrzeby pożyczkowe brutto w 2013 r. będą wciąż lekko niższe niż w 2012.

Nie widzimy większych zagrożeń dla finansowania potrzeb pożyczkowych brutto. Rok 2013 resort finansów rozpocznie z „poduszką płynnościową” w wysokości nieco ponad 25% planu na cały rok. W naszej ocenie będzie to czynnik ograniczający ryzyko znacznego osłabienia krajowego rynku długu w przyszłym roku.

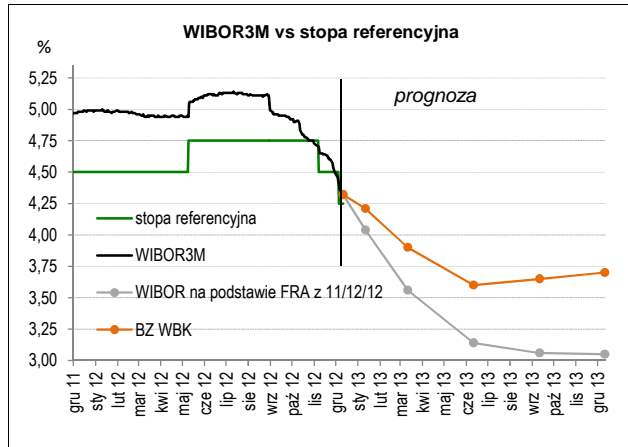
Czy Polska wciąż będzie się pozytywnie wyróżniać?

Stawiając to pytanie na początku roku oczekiwaliśmy, że ocena Polski na arenie międzynarodowej ulegnie poprawie. Nasz scenariusz się zmaterializował – polskie aktywa zyskały status „bezpiecznej przystani”, a rating pozostał bez zmian, gdy wielu innym krajom UE został obniżony nawet o kilka stopni. W efekcie rząd Polski może emitować dług po niższym koszcie (choć aż tak niskiego nie prognozowaliśmy), notowania CDS 5Y zbliżyły się do poziomu Francji, spread do Bundów uległ znacznemu zawężeniu.

Zaangażowanie zagranicznego kapitału jest na historycznym maksimum. Jest to oznaka zaufania, ale i czynnik ryzyka w przypadku ponownej eskalacji kryzysu w strefie euro.

Ścieżka ograniczania deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB uległa wydłużeniu ze względu na spowolnienie gospodarcze. Jednak wciąż widzimy duże szanse na zniesienie procedury nadmiernego deficytu w 2013 r.

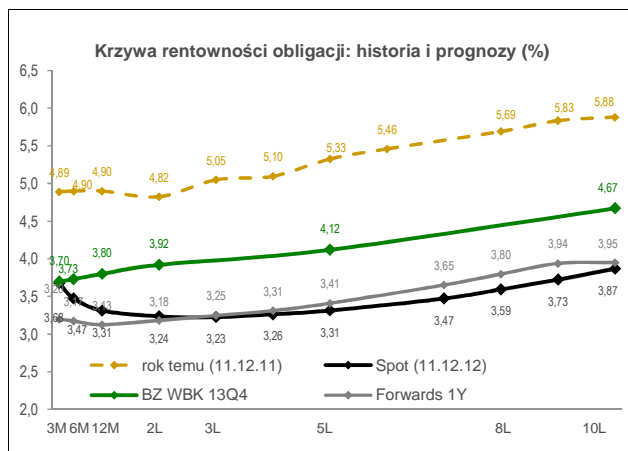
Czy/kiedy koniec rally na rynku obligacji?



Rynek agresywnie wycenia dalszy spadek WIBOR

Przez większą część bieżącego roku stawki rynku pieniężnego pozostawały na podwyższonym poziomie. Był to efekt m.in. uporczywie wysokiej inflacji (wskaźnik oscylował powyżej 4% r/r), co skłoniło RPP do podwyższenia stóp procentowych na majowym posiedzeniu. Dopiero słabsze od oczekiwań dane o PKB za II kw. wzmocniły oczekiwania na redukcję stóp w tym roku i dały silny impuls do spadku WIBORów. Tendencję spadkową wsparło rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki monetarnej na listopadowym posiedzeniu i zapowiedź dalszych obniżek. Ich materializacja nastąpiła w grudniu po słabszym od oczekiwań odczycie PKB za III kw.

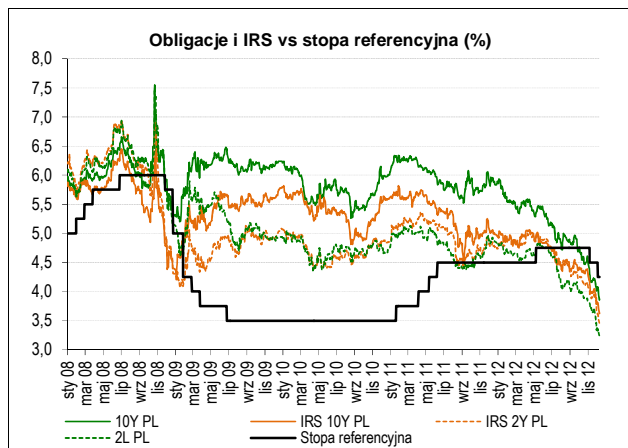
Kontrakty FRA wskazują na dość agresywne oczekiwanie na redukcję stóp procentowych w 2013 r. W perspektywie 9 miesięcy rynek spodziewa się spadku stawek WIBOR 3M o prawie 125 pb. W naszej ocenie skala redukcji stóp może okazać się mniejsza od oczekiwanej, co może wygenerować impuls do wzrostu stawek w drugiej połowie przyszłego roku.



Rentowności obligacji na najniższych poziomach w historii

Inwestorzy na rynku stopy procentowej mogą zaliczyć rok 2012 do bardzo udanych. Tak jak sądziliśmy nastąpił spadek rentowności obligacji wzdłuż krzywej, jednak skala spadku okazała się znacząco większa niż przewidywaliśmy i wyniosła odpowiednio 161 pb dla 2L, 200 pb dla 5L oraz 203 pb dla 10L. Co więcej, pod koniec roku rentowności obligacji osiągały nowe historyczne minima. Był to efekt kilku czynników, w tym: (1) znacznego napływu kapitału zagranicznego (na koniec października nierezydenci posiadali nieco ponad 35% obligacji emitowanych na rynek krajowy), (2) elastycznej polityki emisyjnej Ministerstwa Finansów, która umożliwiła zakończenie finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych na początku października, (3) pozytywnej oceny działań rządu w kwestii redukcji deficytu i długu sektora finansów publicznych przez agencje ratingowe, (4) pomimo spowolnienia korzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego.

Spadki dotyczyły również stawek IRS, choć ich skala była nieco mniejsza niż w przypadku rynku obligacji. Krzywa rentowności przesunęła się w dół o 128-138 pb, w tym największe spadki dotyczyły stawek rocznych (efekt oczekiwań na obniżki stóp).

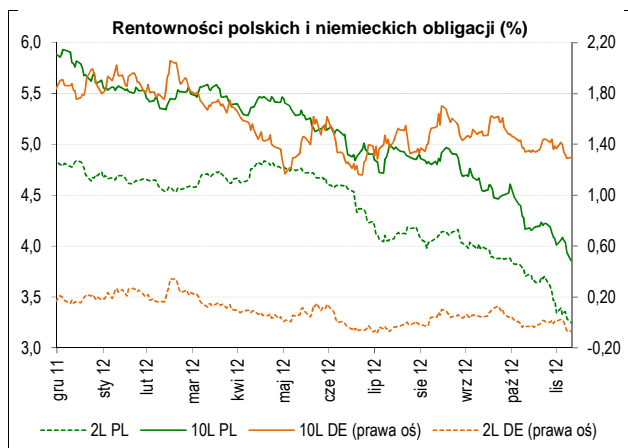


Potencjał do spadku rentowności ograniczony

Oczekiwania na dalsze luzowanie polityki monetarnej powinno sprzyać spadkowi, a przynajmniej stabilizacji rentowności 2-latkowej blisko historycznego minimum. Kontynuacja obniżek po 25 pb przy napływie słabych danych makro może prowadzić do przereagowania rynku jeśli chodzi o oczekiwania co do przyszłej skali redukcji stóp. W konsekwencji nie wykluczamy kolejnych minimów na krótkim końcu krzywej. Potencjał do spadków rentowności wydaje się jednak ograniczony, a sygnały poprawy sytuacji gospodarczej czy też zmiany nastawienia RPP mogą przyczynić się do presji na wzrost rentowności w sektorze do 2 lat, co może mieć miejsce w drugiej połowie przyszłego roku. Ewentualne wcześniejsze korekty mogą okazać się krótkotrwałe, biorąc pod uwagę kolejne dane o inflacji. Warto też zwrócić uwagę, że w poprzednim cyklu stawki IRS zaczęły rosnąć już w momencie gdy RPP jeszcze obniżała stopy.

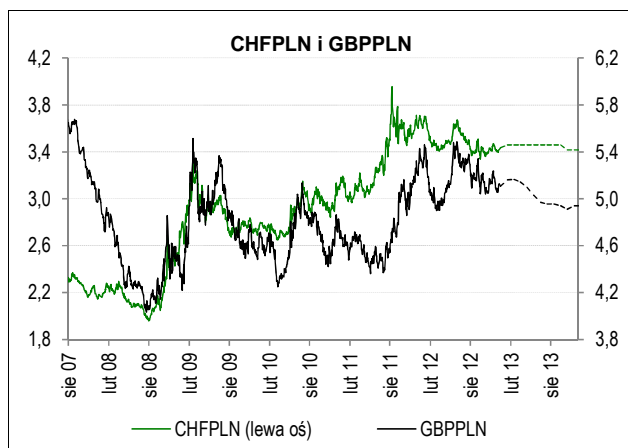
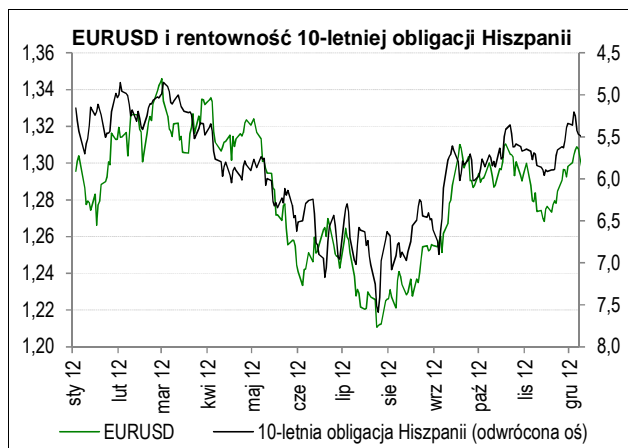
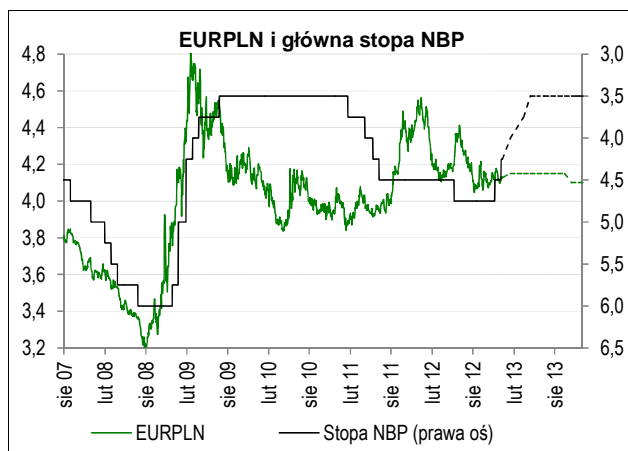
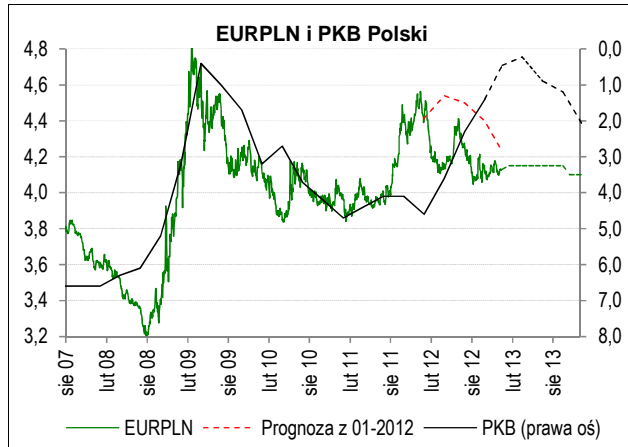
Rentowność obligacji 10-letniej jest silnie zależna od sytuacji na rynkach bazowych, a w szczególności od notowań niemieckich obligacji. Wzrost rentowności niemieckiego benchmarku może dać impuls dla wzrostu rentowności krajowej 10L. W naszej ocenie wzrost rentowności obligacji z długiego końca krzywej może okazać się głębszy niż w przypadku krótkiego końca, co doprowadzi w konsekwencji do wystramiania się krzywej.

Jednym z głównych czynników ryzyka jest silna zależność od inwestorów zagranicznych. W ich ocenie polskie aktywa pozostają atrakcyjne. W naszej ocenie ewentualna skala odpływu będzie raczej ograniczona ze względu na spory udział inwestorów długoterminowych.



Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Złoty - czy w końcu nastąpi korekta?



Obniżki stóp i niski wzrost PKB nie pozwolą złotemu zyskać

▪ Pierwsze dwa miesiące mijającego roku przyniosły dynamiczną aprecjację złotego. Krajowa waluta, tak jak inne ryzykowne aktywa, odreagowała osłabienie z końca 2011. Przy skrajnie negatywnych nastrojach z przełomu 2011 i 2012, publikacje lepszych od prognoz danych makro ze świata, udane aukcje obligacji państw z peryferii strefy euro (wsparte przez dwie 3-letnie LTRO), wsparły apetyt na ryzyko. EURPLN spadł z ok. 4,50 do 4,10 na początku II kw. i chociaż zgodnie z naszymi oczekiwaniami w kolejnych miesiącach pojawiały się fale deprecyjacyjne, to ruch z początku roku sprawił, że ścieżka kursu obserwowana w 2012 przebiegała poniżej naszej prognozy.

▪ Wykresy obok sugerują, że dalsze spowolnienie tempa wzrostu PKB i kolejne obniżki stóp NBP przez RPP mogłyby zainicjować dynamiczne osłabienie złotego w kolejnych miesiącach. Naszym zdaniem jednak fakt, że od początku IV kw. br. EURPLN pozostaje w przedziale 4,06-4,22 wskazuje, że luzowanie polityki pieniężnej i perspektywa głębszego spowolnienia gospodarczego jest już w dużym stopniu zdyskontowana przez rynek. Czynnikiem ryzyka dla EURPLN w pierwszej połowie 2013 średnio na poziomie 4,15 jest wg nas sytuacja gospodarcza w kraju. Ewentualne problemy fiskalne wskutek głębszego spowolnienia gospodarczego mogłyby wywołać nagłe osłabienie obligacji i zainicjować wycofanie się części inwestorów z krajowych aktywów.

▪ Przy założeniu, że dotek spowolnienia koniunktury w Polsce i w strefie euro wystąpi w IV kw. 2012 r. lub I kw. przyszłego roku, widzimy szansę na lekkie umocnienie krajowej waluty w drugiej połowie 2013 (do ok. 4,10 za euro). Rynek zacznie wyceniać nadchodzące odbicie gospodarcze, więc takie warunki powinny sprzyjać złotemu (i innym ryzykownym aktywom).

Dobre perspektywy dla euro dzięki bankom centralnym

▪ EURUSD zakończy rok zapewne nieznacznie poniżej poziomu z początku 2012 (1,29 wobec 1,31). Euro odrobiło starty z II kw. br. głównie dzięki reakcji EBC na nasilenie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (uruchomienie programu OMT) i rozpoczęciu przez Fed trzeciej rundy stymulacji gospodarki USA.

▪ Uważamy, że wraz z kolejnymi sygnałami wskazującymi na to, że gospodarka strefy euro pogrąży się w recesji, euro może być pod presją w stosunku do dolara w pierwszych miesiącach 2013. Co więcej, problemy zadłużeniowe będą powracać z powodu wyborów parlamentarnych w Niemczech i we Włoszech. Czynnikiem ryzyka dla scenariusza spadku kursu w I kw. 2013 jest to, że pogarszająca się sytuacja gospodarcza może rozbudzić nadzieje inwestorów na zwiększenie skali działań wspierających i stabilizujących przez banki centralne. Uważamy, że na koniec przyszłego roku EURUSD będzie blisko 1,34, ale wcześniej może osiągnąć 1,25 - najniższy poziom od sierpnia 2012.

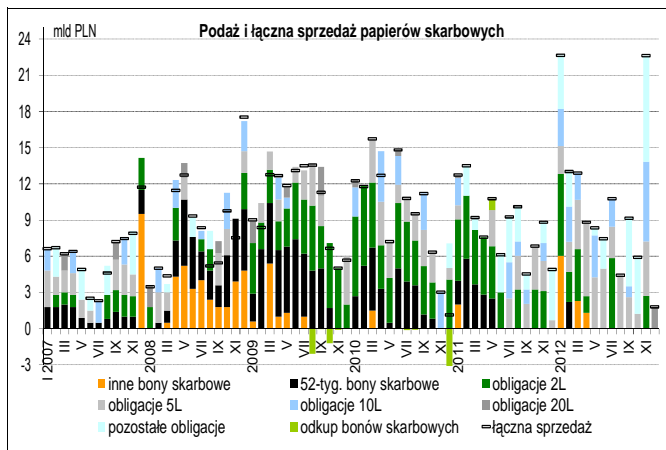
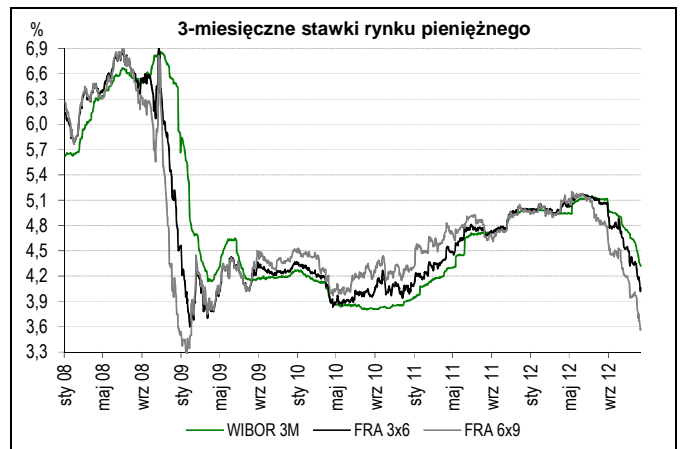
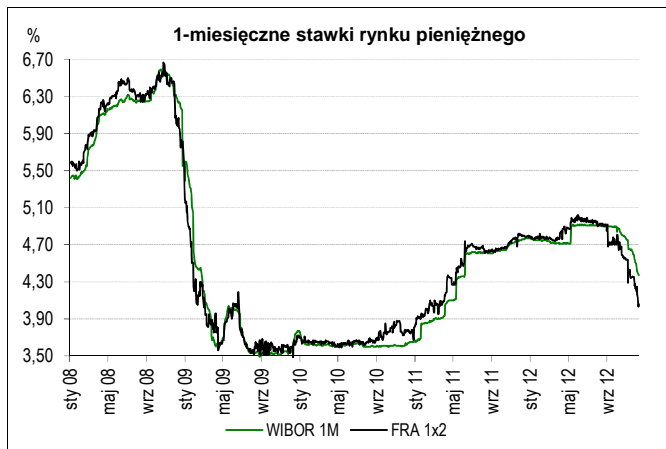
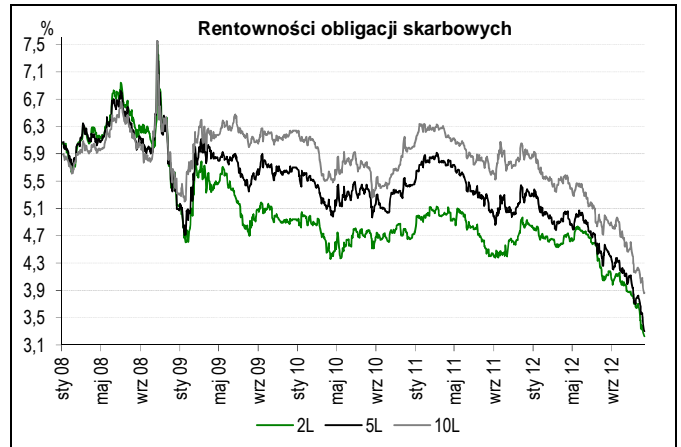
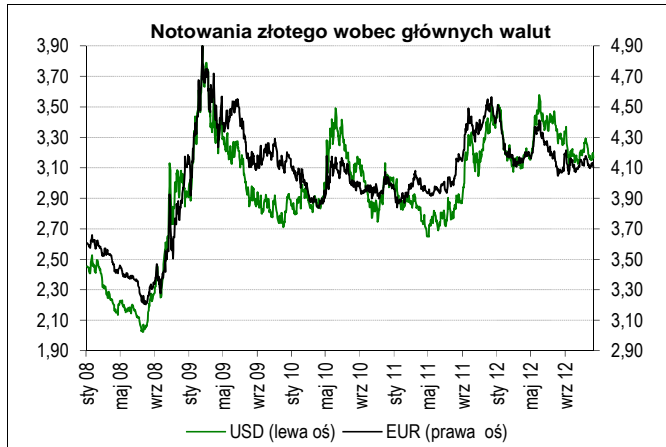
Złoty może zyskać do funta

▪ Uważamy, że przebieg notowań EURGBP korzystnie wpłynie na notowania złotego w stosunku do funta. Potencjał do osłabienia się funta do euro do 0,84-0,83 (z ok. 0,805) jest wspierany przez słabą kondycję brytyjskiej gospodarki. Bank Anglii będzie więc zapewne utrzymywał luźną politykę pieniężną (z możliwością dalszego zwiększenia wartości obligacji skupowanych z rynku i tym samym wywierania negatywnej presji na funta).

▪ Mniejszy jest potencjał do aprecjacji krajowej waluty w stosunku do franka szwajcarskiego. Uważamy, że EURCHF nie będzie się wyraźnie oddalał od poziomu 1,20 wyznaczonego przez SNB jako dolna granica wahań. Z tego powodu notowania CHFPLN będą w dużej mierze przypominać sytuację na rynku EURPLN.

▪ Uważamy, że na koniec 2013 złoty może być o ponad 10 groszy mocniejszy w stosunku do funta w porównaniu do obecnych poziomów (4,94 w stosunku do 5,08) i pozostać stabilny do franka.

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
grudzień'11	-	-	-	-	14.12	OK/PS	-	-	14.12	OK/PS	WZ/IZ/PS
styczeń'12	12.01	IZ/PS/WS	1000-4000	4067	4.01	OK/PS/OK	3000-6000	6753	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
luty	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
grudzień'12	-	-	-	-	-	-	-	-	6.12	OK0113/PS0413	WS

* 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
10 grudnia 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 PL: CPI (XI) PL: Bilans płatniczy (X) US: Sprzedaż detaliczna (XI)	14 PL: Podaż pieniądza (XI) DE: Wstępny PMI – przemysł (XII) EZ: Wstępny PMI – przemysł (XII) EZ: HICP (XI) US: Produkcja przemysłowa (XI) US: Bazowy CPI (XI)
17	18 PL: Płace i zatrudnienie (XI)	19 PL: Produkcja przemysłowa (XI) PL: PPI (XI) DE: Indeks Ifo (XII) US: Rozpoczęcie budowy domów (XI) US: Pozwolenia na budowę domów (XI)	20 PL: Inflacja bazowa (XI) PL: Minutes RPP EZ: Indeks nastrojów konsumentów (XII) US: PKB (III kw.) US: Sprzedaż domów (XI) US: Indeks Philly Fed (XII)	21 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (XI) GB: PKB (III kw.) US: Dochody osobiste (XI) US: Wydatki konsumentów (XI) US: Bazowy PCE (XI) US: Indeks Michigan (XII)
24 US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (XI)	25	26 US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (X)	27 US: Indeks nastrojów konsumentów (XII) US: Sprzedaż nowych domów (XI)	28 US: Niezakończona sprzedaż domów (XI)
31 PL: Oczekiwania inflacyjne (XII) US: Indeks Chicago PMI (XII) CN: PMI – przemysł (XII)	1 stycznia Dzień wolny	2 PL: Bilans płatniczy (III kw.) PL: PMI – przemysł (XII) DE: PMI – przemysł (XII) EZ: PMI – przemysł (XII) US: ISM – przemysł (XII)	3 US: Raport ADP (XII)	4 DE: PMI – usługi (XII) EZ: PMI – usługi (XII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XII) US: Stopa bezrobocia (XII) US: ISM – usługi (XII)
7 EZ: Indeks Sentix (I)	8 DE: Eksport (XI) DE: Zamówienia przemysłowe (XI)	9 PL: Decyzja RPP DE: Produkcja przemysłowa (XI)	10 GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC	11 US: Bilans handlowy (XI)
14 PL: Podaż pieniądza (XII)	15 PL: CPI (XII) US: Sprzedaż detaliczna (XII)	16 PL: Inflacja bazowa (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII)	17 US: Rozpoczęcie budowy domów (XII) US: Pozwolenia na budowę domów (XII)	18 PL: Produkcja przemysłowa (XII) PL: PPI (XII) US: Wstępny indeks Michigan (I)

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

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2013 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	10	7	7	4	2	6	4	1	5	2	7	5
Posiedzenie RPP	8-9	5-6	5-6	9-10	7-8	4-5	2-3	20	3-4	1-2	5-6	3-4
Minutes RPP	24	21	21	25	23	20	-	22	19	17	21	19
PKB*	-	-	1	-	31	-	-	30	-	-	29	-
Inflacja CPI	15	15 ^a	14 ^b	15	15	13	15	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	16	-	15	16	16	14	16	16	16	16	15	16
Ceny producenta	18	19	19	18	21	19	17	20	18	17	21	18
Produkcja przemysłowa	18	19	19	18	21	19	17	20	18	17	21	18
Sprzedaż detaliczna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	18	18	18	17	20	18	16	19	17	16	19	17
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	28	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	18	12	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	21	22	22	22	21	22	23	20	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

		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	gru 12
PMI	pkt.	49,5	48,8	52,2	50,0	50,1	49,2	48,9	48,0	49,7	48,3	47,0	47,3	48,2	48,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,5	7,7	9,1	4,8	0,8	2,8	4,3	1,2	5,4	0,6	-5,2	4,6	0,4	-9,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	13,0	14,6	32,2	12,0	3,5	8,1	6,2	-5,2	-8,7	-5,0	-17,9	-3,6	-11,3	-16,1
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	12,6	8,6	14,3	13,7	10,7	5,5	7,7	6,4	6,9	5,8	3,1	3,3	2,9	3,1
Stopa bezrobocia	%	12,1	12,5	13,2	13,4	13,3	12,9	12,6	12,3	12,3	12,4	12,4	12,5	12,8	13,3
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,4	4,4	8,1	4,3	3,8	3,4	3,8	4,3	2,4	2,7	1,6	2,8	2,8	1,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,5	2,3	0,9	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Eksport (w euro)	% r/r	8,1	5,7	6,2	4,4	2,5	2,6	-1,6	0,4	10,9	3,9	-0,3	4,9	2,1	4,1
Import (w euro)	% r/r	3,2	3,5	6,9	5,6	1,5	-3,1	-2,1	-5,4	2,0	-3,3	-3,0	0,0	-1,2	-1,1
Bilans handlowy	mln EUR	-772	-1 139	-687	-883	-544	-421	-842	-376	-231	-63	84	-100	-355	-573
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 294	-1 890	-1 994	-1 909	-585	-734	-403	-1 025	-711	-609	-1 137	-1 291	-1 065	-1 223
Rachunek bieżący	% PKB	-4,9	-4,9	-5,0	-5,3	-5,1	-4,9	-4,9	-4,6	-4,3	-4,0	-3,9	-3,6	-3,5	-3,3
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-21,6	-25,1	-5,3	-16,5	-23,0	-24,8	-27,0	-21,1	-24,3	-22,9	-21,1	-34,1	-30,3	-35,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	53,7	62,5	15,1	47,2	65,6	70,9	77,1	60,2	69,6	65,5	60,4	97,5	86,7	100,0
Inflacja (CPI)	% r/r	4,8	4,6	4,1	4,3	3,9	4,0	3,6	4,3	4,0	3,8	3,8	3,4	2,8	2,6
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	3,0	3,1	2,5	2,6	2,4	2,7	2,3	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	1,8	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	9,1	8,2	7,9	6,0	4,4	4,4	5,2	4,4	3,6	3,0	1,8	1,0	0,1	-0,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,8	12,5	13,7	12,4	9,1	10,2	11,1	11,0	11,0	9,8	7,6	8,0	6,5	4,9
Zobowiązania	% r/r	11,2	11,7	12,8	12,5	8,5	10,0	10,8	10,4	10,9	9,5	7,9	8,1	6,2	4,7
Należności	% r/r	14,6	14,4	14,5	13,0	12,8	13,4	13,1	10,7	7,5	7,1	5,4	5,4	4,3	2,4
EUR/PLN	PLN	4,43	4,48	4,37	4,18	4,14	4,18	4,30	4,30	4,19	4,09	4,14	4,11	4,13	4,13
USD/PLN	PLN	3,27	3,40	3,39	3,16	3,13	3,17	3,36	3,43	3,41	3,30	3,22	3,17	3,22	3,20
CHF/PLN	PLN	3,60	3,65	3,61	3,47	3,43	3,47	3,58	3,58	3,49	3,41	3,42	3,40	3,43	3,44
Stopa referencyjna ^b	%	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	4,25
WIBOR 3M	%	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	4,38
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,48	4,55	4,51	4,50	4,48	4,58	4,75	4,75	4,64	4,58	4,53	4,42	4,14	4,07
Rentowność obligacji 2L	%	4,73	4,86	4,75	4,66	4,58	4,67	4,77	4,71	4,46	4,12	4,09	3,94	3,66	3,25
Rentowność obligacji 5L	%	5,19	5,30	5,20	5,00	4,88	4,97	4,97	4,85	4,58	4,43	4,28	4,12	3,78	3,37
Rentowność obligacji 10L	%	5,85	5,88	5,74	5,53	5,45	5,50	5,41	5,24	4,99	4,88	4,85	4,59	4,21	3,90

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	1 593,7	1 635,8	370,7	388,3	392,1	442,6	377,9	396,4	401,6	459,8
PKB	% r/r	3,9	4,3	1,8	1,2	3,6	2,3	1,4	0,5	0,2	0,9	1,2	2,1
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,4	-0,2	0,0	2,5	-0,4	-0,7	-1,7	-1,5	-0,4	0,4	1,4
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	2,5	1,0	1,4	1,7	1,2	0,1	1,0	1,2	1,2	1,6	1,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	9,0	-0,5	-2,5	6,0	1,3	-1,5	-3,0	-5,0	-4,0	-2,0	-1,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	1,5	1,5	4,9	2,8	-0,1	-1,3	-1,2	1,5	1,3	4,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	16,3	-4,5	-8,7	13,8	2,2	-11,0	-10,8	-12,4	-9,2	-7,2	-7,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,1	11,2	6,6	2,7	12,6	6,5	5,3	3,2	2,3	1,4	3,4	3,8
Stopa bezrobocia ^b	%	12,4	12,5	13,3	13,8	13,3	12,3	12,4	13,3	14,6	13,0	13,2	13,8
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,9	5,2	3,7	2,2	5,2	3,9	2,8	2,9	2,0	2,9	2,8	3,4
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-0,2	1,9	0,0	-0,4	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	12,1	3,1	4,3	4,1	0,4	4,3	3,8	2,0	4,0	5,0	6,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	12,2	-0,4	2,3	4,3	-3,5	-1,6	-0,7	-1,2	1,1	5,5	4,0
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 059	-4 994	-2 317	-2 115	-1 641	-210	-1 028	-945	-623	-405	-344
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 129	-17 977	-12 715	-5 902	-4 515	-2 164	-2 457	-3 579	-2 118	-769	-1 379	-1 637
Rachunek bieżący	% PKB	-5,1	-4,9	-3,3	-1,5	-5,1	-4,6	-3,9	-3,3	-2,7	-2,3	-2,0	-1,5
Wynik general government	% PKB	-7,9	-5,0	-3,5	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,6	4,3	3,7	1,8	4,1	4,0	3,9	2,9	1,9	1,4	1,8	2,2
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,1	4,6	2,6	2,2	3,9	4,3	3,8	2,6	1,8	1,3	2,0	2,2
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	1,7	2,0	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	3,5	0,7	6,1	4,7	2,8	0,3	-0,1	0,0	1,1	2,0
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,8	12,5	4,9	2,8	9,1	11,0	7,6	4,9	5,4	4,5	4,2	2,8
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	11,7	4,7	3,1	8,5	10,4	7,9	4,7	4,7	4,4	4,2	3,1
Należności ^b	% r/r	9,2	14,4	2,4	3,7	12,8	10,7	5,4	2,4	3,6	4,5	5,5	2,4
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,19	4,14	4,23	4,26	4,14	4,12	4,15	4,15	4,15	4,10
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,26	3,19	3,23	3,32	3,31	3,19	3,26	3,24	3,17	3,08
CHF/PLN	PLN	2,90	3,34	3,48	3,45	3,50	3,55	3,44	3,42	3,46	3,46	3,46	3,42
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	4,50	4,25	3,50	4,50	4,75	4,75	4,25	3,75	3,50	3,50	3,50
WIBOR 3M	%	3,94	4,54	4,92	3,75	4,97	5,04	5,06	4,61	4,07	3,60	3,62	3,69
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,50	3,70	4,50	4,69	4,58	4,21	3,40	3,54	3,82	4,04
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,30	3,50	4,66	4,71	4,22	3,62	3,20	3,34	3,62	3,84
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,54	3,64	5,02	4,93	4,43	3,76	3,29	3,44	3,80	4,04
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,02	4,17	5,58	5,38	4,91	4,23	3,83	4,01	4,27	4,57

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.12.2012 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.