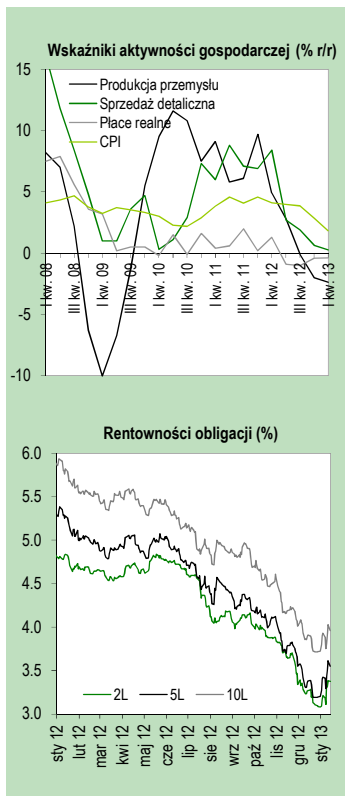


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Styczeń 2013



## W tym miesiącu:

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

### Maciej Reluga

Główny Ekonomista  
22 586 8363

### Piotr Bielski

22 586 8333

### Agnieszka Decewicz

22 586 8341

### Marcin Luzziński

22 586 8362

### Marcin Sulewski

22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Słaby początek roku

▪ **Dane z ostatnich miesięcy potwierdzają przewidywany przez nas scenariusz wyraźnego hamowania aktywności gospodarczej w końcówce 2012 roku i na początku 2013.** W listopadzie nadal mieliśmy do czynienia z większą niż rok wcześniej liczbą dni roboczych (choć różnica była mniejsza niż w październiku), a mimo to większość wskaźników rozczarowała. Grudniowe dane będą zapewne wyglądały o wiele gorzej, ponieważ w tym miesiącu efekt kalendarzowy zadziałał mocno na niekorzyść. Co prawda prezes GUS zapewniał na grudniowej konferencji prasowej, że tempo wzrostu PKB w ostatnim kwartale roku może być zbliżone do tego z III kwartału, jednak naszym zdaniem wzrost gospodarczy wyraźnie spowolnił pod wpływem słabnącego popytu krajowego (stagnacja konsumpcji na skutek malejących realnych dochodów, spadek inwestycji). Jak było faktycznie dowiemy się już pod koniec stycznia, kiedy GUS przedstawi wstępne wyliczenia dotyczące wzrostu PKB całym 2012 r., na podstawie których można będzie ocenić sytuację w ostatnim kwartale.

▪ **Jak można było się spodziewać, spadają już nie tylko wskaźniki aktywności ekonomicznej, ale również inflacji.** W listopadzie dynamika CPI była po raz pierwszy od dawna poniżej 3%, w grudniu obniży się wg naszych prognoz poniżej 2,5%, a na początku tego roku spadnie poniżej 2%. Jak słusznie zauważył na grudniowej konferencji prasowej RPP Marek Belka, „inflacja jest w fazie spadkowej, czynniki kosztowe znikają, a presji popytowej od dłuższego czasu nie obserwujemy”. Nie pozostawia to wątpliwości, w jakim kierunku powinna zmierzać polityka pieniężna.

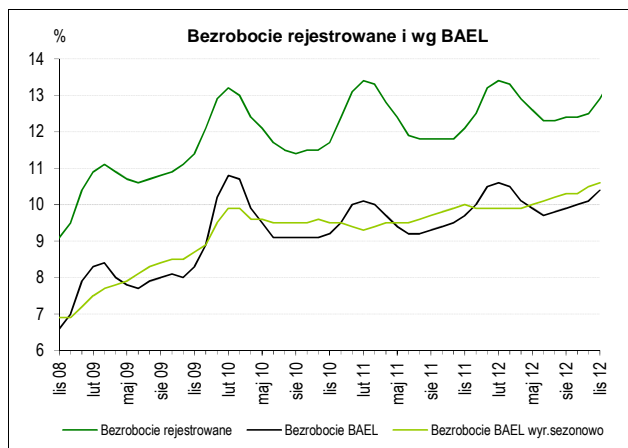
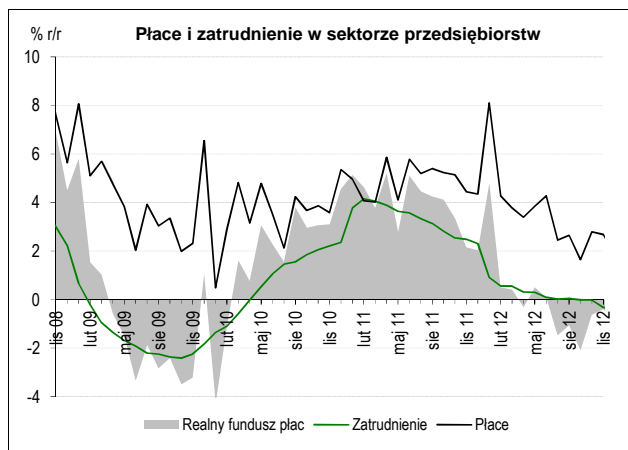
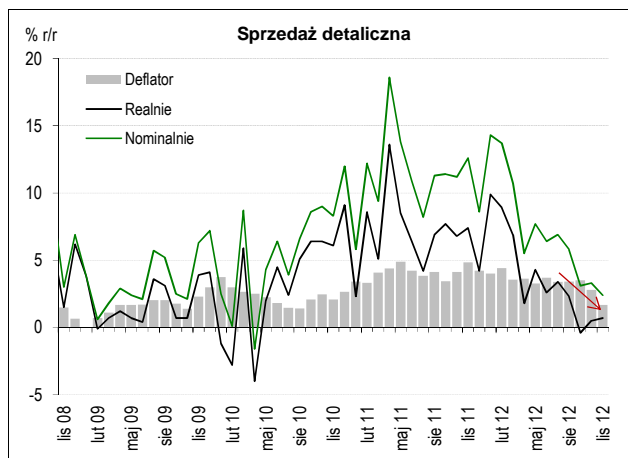
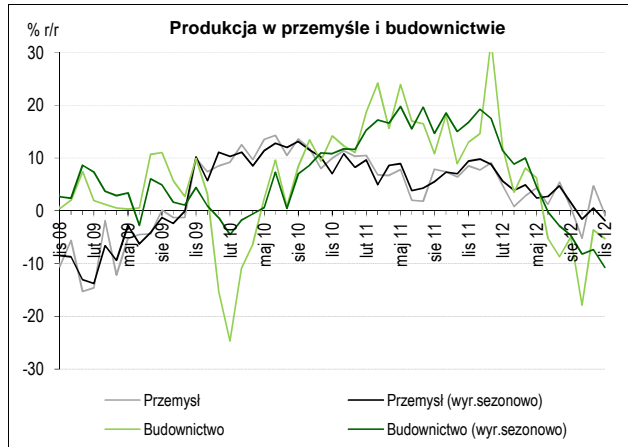
▪ **Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się w styczniu na kolejną, trzecią z rzędu redukcję stóp procentowych, ale jej decyzje nadal są (zbyt) ostrożne.** Co więcej, treść komunikatu RPP i przebieg konferencji prasowej sugerowały zbliżającą się przerwę w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Jednocześnie jednak widać, że Rada pozostaje pod dużym wpływem bieżących danych makroekonomicznych. A jeśli tak jest, to do przerwy może jednak nie dojść zbyt szybko. Oczekiwany przez nas spadek inflacji w najbliższych miesiącach i osłabienie wzrostu będą na tyle mocne, że wbrew sugestiom nt. możliwej pauzy, Rada może ponownie uznać, że – jak powiedział w listopadzie Marek Belka – „nie ma czasu na przerwę w obniżkach”.

▪ **Decyzja o obniżce stóp o tylko 25 pb była rozczarowaniem dla niektórych uczestników rynku, co wraz z sugestią o możliwości przerwy w cyklu obniżek spowodowało wyraźne osłabienie na rynku stopy procentowej.** O ile wzrostowy trend rentowności jest zgodny z naszym scenariuszem na ten rok, to jednak wydaje nam się, że kolejne dane spowodują jeszcze ich kolejny spadek. Niska dynamika produkcji i sprzedaży detalicznej oraz wyraźny spadek inflacji wzmocnić mogą po raz kolejny oczekiwania rynku odnośnie skali redukcji stóp procentowych przez RPP. Na rynku walutowym nie nastąpił przełom i po osłabieniu złotego na początku roku mamy do czynienia z konsolidacją w przedziale wahań 4,04-4,14. Prognozujemy średni kurs EURPLN 4,10 w styczniu z ryzykiem w górę. Warto wspomnieć o pojawiających się ostatnio wypowiedziach ze strony rządu i NBP wskazujących, że nadmierna aprecjacja może być niekorzystna dla gospodarki (możliwość interwencji w przypadku wyraźnego umocnienia złotego).

Na rynku finansowym 14 stycznia 2013 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,03	EURPLN	4,1231
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	3,37	USDPLN	3,0828
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,55	CHFPLN	3,3674

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 14.01.2013 r.

## Gospodarka Polski

**Przemysł, budownictwo i sprzedaż detaliczna spowalniają**

Listopadowe dane z przemysłu i budownictwa potwierdziły, że aktywność ekonomiczna w tych sektorach pogarszała się w szybkim tempie w ostatnim kwartale zeszłego roku. Produkcja przemysłowa spadła o 0,8% r/r a budowlano-montażowa o 5,3% r/r. Z kolei wzrost oczyszczony z czynników sezonowych wyniósł -1,9% r/r w przemyśle (najslabiej od października 2009) i -10,7% r/r w budownictwie (najslabiej od kwietnia 2005). W przetwórstwie przemysłowym szczególnie słabo radzą sobie branże: metalowa, samochodowa i meblarska, czyli te mocno nastawione na eksport. Spodziewamy się, że sytuacja w tych sektorach może jeszcze w najbliższych miesiącach pozostać słaba, ale niedługo powinny odbić się od dna dzięki ożywieniu za granicą. Naszym zdaniem, dane za grudzień będą wyglądały szczególnie słabo, głównie ze względu na efekt dni roboczych i redukcje czasu pracy w fabrykach samochodowych. Nie dostrzegamy natomiast dobrych perspektyw dla branży budowlanej w 2013 r. Pewnym wsparciem może być działalność spółki Inwestycje Polskie, które zapewne będzie koncentrowała się na projektach związanych z budownictwem.

Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w listopadzie do 2,4% r/r, z 3,3% r/r w październiku. Wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych wprawdzie nieznacznie przyspieszył w porównaniu z dwoma poprzednimi miesiącami (wynosząc 0,7% r/r), ale jest to nadal dynamika bliska zera, wskazująca, że popyt konsumentów pozostaje w stagnacji. Ciekawe, że deflator sprzedaży detalicznej obniżył się znacznie mocniej niż inflacja CPI (do 1,7% r/r z 2,8% w październiku), co wskazuje na szybko malejącą presję cenową w handlu, zapewne wynikającą ze słabości popytu. Spowolnienie wzrostu cen będzie wsparciem dla realnej sprzedaży detalicznej w nadchodzących miesiącach. Niemniej wzrost nominalny pozostanie słaby, pewnego odbicia spodziewamy się dopiero w drugiej połowie roku.

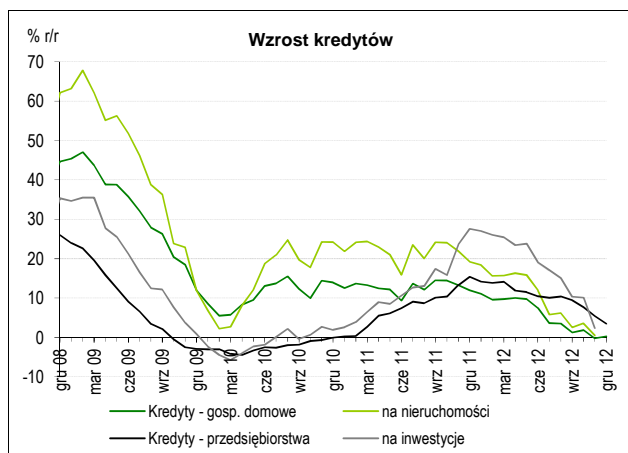
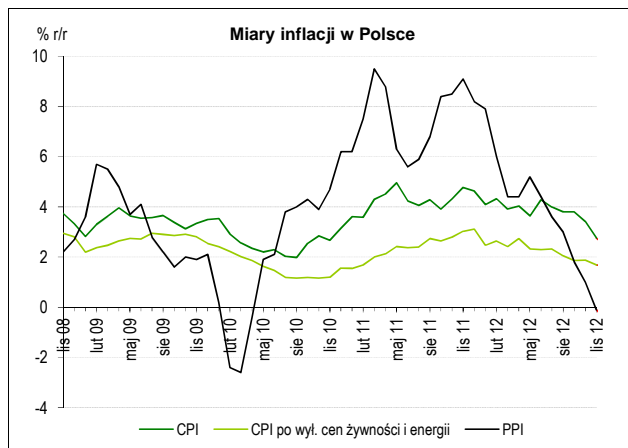
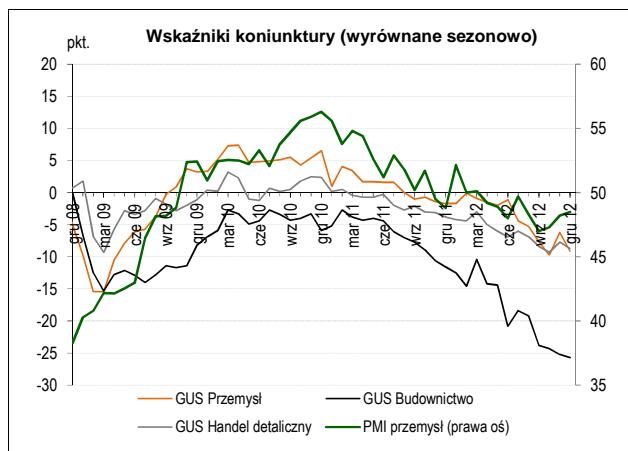
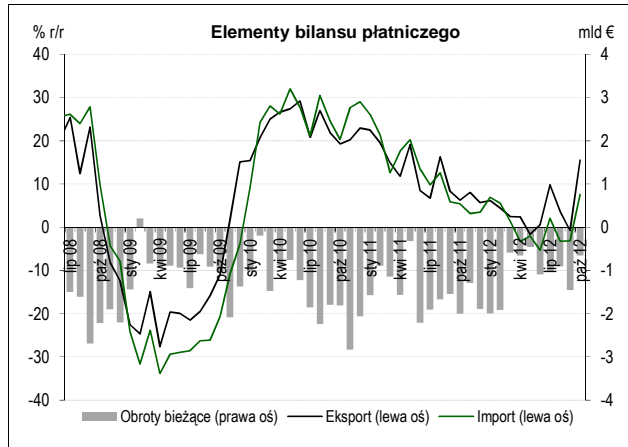
**.. co wciąż pogarsza sytuację na rynku pracy**

Słaba sytuacja w przemyśle i budownictwie przekłada się na rynek pracy. W listopadzie przeciętne zatrudnienie w sektorze firm obniżyło się o 0,3% r/r. Liczba etatów zmniejszyła się o 13 tys. m/m, co jest największym spadkiem od maja 2009. Z kolei od początku 2012 roku zatrudnienie spadło już o 54 tys. W listopadzie zarejestrowano mocny spadek zatrudnienia w handlu detalicznym, który dotychczas był dość odporny na spowolnienie. Może to być pochodną słabnących zakupów gospodarstw domowych. Spodziewamy się dalszych spadków zatrudnienia w nadchodzących miesiącach, pewien potencjał do poprawy może pojawić się dopiero w II połowie roku.

Fundusz płac w sektorze firm wzrósł nominalnie o 2,3% r/r, a realnie spadł o 0,4% r/r. Słaby wzrost wynagrodzeń negatywnie odbija się na konsumpcji prywatnej. Spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach realny wzrost dochodów gospodarstw domowych odbije dzięki mocnemu spadkowi inflacji i indeksacji świadczeń społecznych (opartej o wysoką inflację z ub.r.), a w dalszej części roku również dzięki poprawie wyników eksporterów. Istnieje jednak ryzyko, że wzrost konsumpcji może być ograniczany przez odbudowę oszczędności, naruszonych w ostatnich kwartałach.

Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w listopadzie do 12,9% z 12,5% w październiku. Liczba bezrobotnych wyniosła 2058 tys. i była o 7,5% wyższa niż przed rokiem, zaś sama stopa bezrobocia jest o 0,8 pp wyższa niż w listopadzie 2011. Z kolei dostosowana sezonowo stopa bezrobocia wg BAEL wyniosła 10,6%, czyli o 0,6pp wyżej niż przed rokiem. Warto podkreślić, że ten wyraźny wzrost bezrobocia miał miejsce mimo zwiększonej interwencji MPiPS, które w okresie wrzesień-listopad zaoferowało pracę subsydiowaną i szkolenia prawie 70 tysiącom osób więcej niż w zeszłym roku. Naszym zdaniem bez tego środka stopa bezrobocia rejestrowanego byłaby blisko 13,5% już w listopadzie. Bezrobocie rejestrowane może przekroczyć 14% na początku tego roku.

# Gospodarka Polski



## Eksport i import najwyżej w historii

W październiku obroty polskiego handlu zagranicznego były najwyższe w historii. Rekordowa była zarówno wartość eksportu (14,2 mld €), jak i importu (13,9 mld €). Warto podkreślić, że tak dobry wynik był w dużej mierze możliwy dzięki korzystnemu efektowi dni roboczych i w kolejnych miesiącach zaobserwujemy ponowne obniżenie obrotów handlowych, co potwierdzają dane GUS o handlu zagranicznym za listopad.

Saldo obrotów towarowych wyniosło w październiku 225 mln € i była to największa nadwyżka handlowa, od kiedy dostępne są porównywalne dane (czyli od 2000 r.).

## Kiedy dołek koniunktury?

Ostatnie dane oraz wskaźniki koniunktury GUS (budownictwo najniżej w historii, wszystkie sektory w dół) nie napawają optymizmem, co do wzrostu PKB w IV kw. 2012. Pewnym wsparciem dla wzrostu może być poprawa eksportu netto, ale naszym zdaniem nie skompensuje ona spowolnienia konsumpcji i inwestycji. Szacujemy, że wzrost gospodarczy wyniósł zaledwie 0,5% r/r w ostatnim kwartale zeszłego roku, a w całym 2012 r. poniżej 2%. Dane za cały 2012 (bez rozbięcia na kwartały) zostaną opublikowane przez GUS pod koniec stycznia i pomogą one ocenić skalę spowolnienia gospodarki w IV kwartale.

Dołka koniunktury oczekujemy w I kw., po którym gospodarka zacznie powoli przyspieszać do ok. 2% r/r pod koniec roku. Pewnym wsparciem dla naszej prognozy są wskaźniki aktywności w przemyśle PMI. W grudniu ta miara podskoczyła do 48,5 i był to czwarty wzrost z rzędu, co sugeruje, że tempo spadku koniunktury słabnie. Jednakże, średnio w IV kw. PMI był niższy niż w III (48,0 wobec 48,3), co wspiera naszą prognozę mocnego hamowania gospodarki pod koniec 2012 r.

## Presja inflacyjna spada

W listopadzie inflacja CPI wyniosła 2,8% r/r (najniżej od dwóch lat). Spodziewamy się, że już w grudniu CPI będzie poniżej 2,5%, a styczniu blisko 2% i wzrost cen konsumpcyjnych będzie przebywał wyraźnie poniżej celu NBP (2,5%) przez cały 2013 r. Spadkowi inflacji sprzyjają zarówno czynniki popytowe (słabość konsumpcji) jak i podażowe (zatrzymanie wzrostu cen surowców, obniżki cen gazu).

Słabość presji inflacyjnej jest także widoczna w danych o inflacji bazowej (inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 1,7% r/r, najniżej od lutego 2011) i inflacji PPI (w listopadzie -0,1% r/r, najniżej od kwietnia 2010). Spodziewamy się, że także te miary utrzymają się na niskich poziomach przez cały rok.

Jak już zwróciliśmy uwagę wcześniej, spadek inflacji pozytywnie odbije się na miarach realnych, np. na dochodach gospodarstw domowych.

## Dalsze spowolnienie na rynku kredytowym

W ostatnich miesiącach 2012 roku kontynuowany był trend hamowania akcji kredytowej. W listopadzie wzrost kredytów dla gospodarstw domowych po oczyszczeniu z wahań kursowych wyniósł 3,2% r/r (kolejne historyczne minimum), w czym pomogło spowolnienie kredytów hipotecyjnych (do 5,6% r/r po korekcie kursowej, mimo dużego zainteresowania wygasającym programem „Rodzina na swoim”) i dalszy spadek kredytów konsumpcyjnych (-4,6% r/r). Wzrost kredytów dla przedsiębiorstw spowolnił do 5,4% r/r po korekcie kursowej, do czego mocno przyczyniły się kredyty inwestycyjne.

Wstępne dane nt. podaży pieniądza za grudzień pokazały dalsze hamowanie dynamiki kredytów w obu sektorach. Rok 2012 był pierwszym od niemal dwóch dekad (od kiedy mamy porównywalne dane), kiedy wartość portfela kredytów gospodarstw domowych praktycznie nie zmieniła się w porównaniu z poprzednim rokiem.

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

## Pod lupą: polityka pieniężna

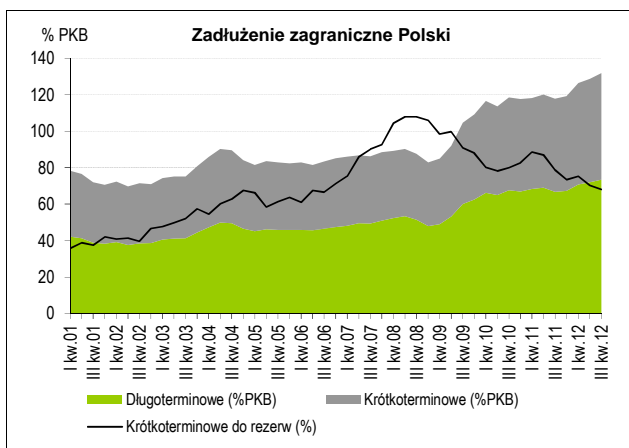
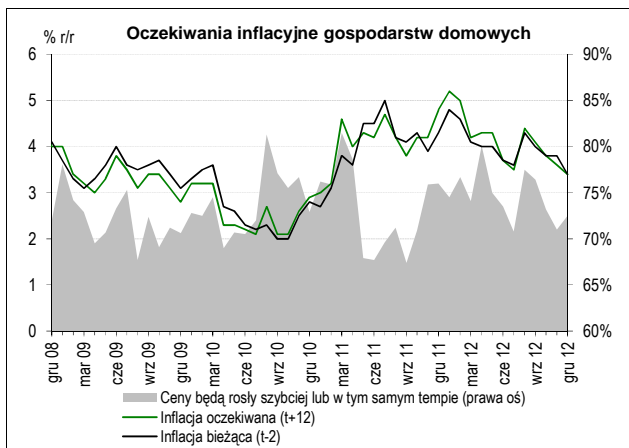
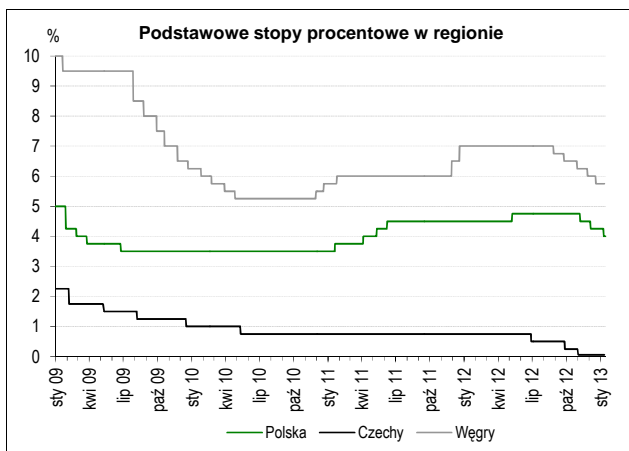
### Fragmenty styczniowego komunikatu RPP (zaznaczone zmiany w porównaniu z grudniem)

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają wyraźne osłabienie koniunktury w Polsce, które prowadzi do ograniczenia presji płacowej i inflacyjnej. Równocześnie Rada ocenia, że dynamika PKB w najbliższych ~~lat~~ kwartałach pozostanie umiarkowana, co stwarza ryzyko ~~obniżenia~~ kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. Biorąc to pod uwagę, Rada postanowiła ponownie obniżyć stopy procentowe NBP. Obniżenie stóp procentowych oddziałuje w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i ogranicza ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie.

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

### Przerwa? Chyba jeszcze nie teraz

- Rada Polityki Pieniężnej na pierwszym posiedzeniu w 2013 roku obniżyła stopy procentowe o 25 pb. Była to trzecia z rzędu obniżka stóp procentowych w tej skali, w wyniku czego stopa referencyjna NBP została zredukowana do poziomu 4,0%.
- Niewielka zmiana w ostatnim, kluczowym zdaniu komunikatu, a także wypowiedzi przedstawicieli RPP na konferencji prasowej sugerowały zbliżającą się przerwę w cyklu obniżek stóp procentowych. Jednocześnie jednak z wypowiedzi tych wynikało, że przerwa raczej nie nastąpi już w lutym, a dla kolejnych decyzji Rady kluczowe znaczenie będą miały napływające kolejne dane makroekonomiczne. Te z kolei – według naszych prognoz – będą miały zdecydowanie „gołębi” wydźwięk.
- Ciekawe, że w komunikacie ani w wypowiedziach członków RPP na konferencji nie wspomniano o zbliżającej się aktualizacji projekcji NBP (będzie gotowa na początku marca). Jej wyniki powinny również sprzyjać kolejnej decyzji o złagodzeniu polityki pieniężnej, pokazując niższą niż w poprzedniej iteracji ścieżkę inflacji i PKB. Być może projekcja nie będzie miała dla członków RPP aż takiego znaczenia jak bieżące wskaźniki dotyczące kondycji gospodarki i dynamiki inflacji.
- Spadek inflacji w najbliższych miesiącach i osłabienie wzrostu gospodarczego będą naszym zdaniem na tyle gwałtowne, że wbrew sugestiom nt. możliwej pauzy Rada zdecyduje się na kontynuowanie cyklu złagodzenia polityki pieniężnej w lutym i w marcu, poruszając się nadal małymi krokami po 25 pb. Tym samym, stopa referencyjna NBP powróci do 3,5%, rekordowo niskiego poziomu, do którego została obniżona poprzednio w wyniku kryzysu w gospodarce światowej w 2009 r.
- Sygnał zbliżającej się przerwy w obniżkach spowodował wyraźne ograniczenie oczekiwań rynkowych nt. możliwej skali cięć – obecnie rynek wycenia ok. 75 pb w horyzoncie 9 miesięcy.



### Oczekiwania inflacyjne spadają

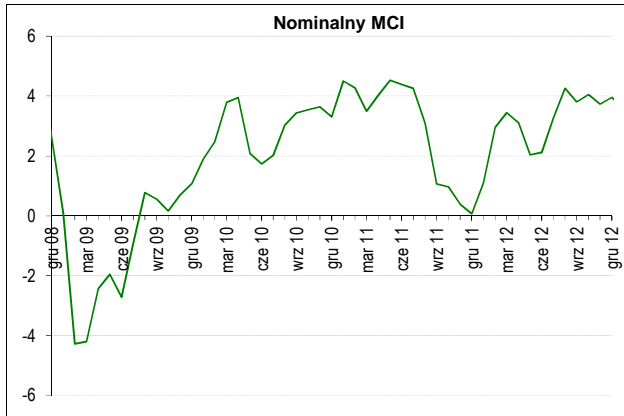
- W grudniu oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych obniżyły się czwarty raz z rzędu, do 3,4%. Do spadku miary oczekiwań przyczyniło się w dużym stopniu obniżenie wskaźnika bieżącej inflacji, będącego podstawą obliczeń (inflacja CPI znana w momencie przeprowadzania badania spadła z 3,8% do 3,4%). Struktura odpowiedzi nieznacznie pogorszyła się w porównaniu z listopadem, ale pozostała wyraźnie lepsza niż średnio w III kwartale.
- Prognozowany dalszy szybki spadek inflacji CPI przełoży się na wyraźne obniżenie wskaźnika oczekiwań inflacyjnych w kolejnych miesiącach.

### Rośnie zadłużenie zagraniczne

- Na koniec III kwartału 2012 r. zadłużenie zagraniczne Polski wzrosło do rekordowego poziomu 272 mld €, tj. 73,4% PKB. W najszybszym tempie rośnie zadłużenie zewnętrzne sektora rządowego i samorządowego (wzrost o niemal 20 mld € w ciągu roku, czyli 22% r/r), co jest związane m.in. z rosnącym popytem podmiotów zagranicznych na polskie obligacje rządowe. Sytuacja ta z pewnością ułatwia bieżące finansowanie deficytu budżetowego, ale powoduje wzrost ryzyka makroekonomicznego w średnim okresie. Na szczęście, wzrost dotyczy w zasadzie wyłącznie zadłużenia długoterminowego, podczas gdy zadłużenie krótkoterminowe lekko się obniżyło w ostatnich kwartałach.
- Oficjalne rezerwy walutowe Polski wyniosły na koniec grudnia 82,6 mld € i były o niemal 7 mld € wyższe niż przed rokiem.

Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Polityka pieniężna nadal restrykcyjna

- Nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej ponownie lekko wzrósł w grudniu. Wprowadzie stawki WIBOR zanotowały w tym miesiącu dość wyraźny spadek (średnio o ok. 36 pb) pod wpływem redukcji podstawowych stóp NBP i oczekiwań na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej, jednak zostało to zniwelowane umocnieniem złotego do euro o ok. 1%, w wyniku czego kurs bieżący oddalił się od długoterminowego trendu. W efekcie, syntetyczny wskaźnik restrykcyjności polityki pieniężnej już piąty miesiąc z rzędu utrzymał się na podwyższonym poziomie po mocnym wzroście latem 2012 r.
- W styczniu możliwy jest lekki spadek wskaźnika MCI dzięki dalszej redukcji WIBOR i stabilizacji kursu walutowego.



**Gilowska (1,36)**

**Kaźmierczak (1,24)**

**Glapiński (1,23)**

**Rzońca (1,06)**

**Winięcki (1,05)**

**Hausner (1,04)**

**Zielińska-Głębocka (0,73)**

**Belka (0,69)**

**Bratkowski (0,38)**

**Chojna-Duch (0,35)**



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 Belka w mniejszości popierającej obniżkę o 50 pb

Według opublikowanych przez NBP informacji, w listopadzie przeciw obniżce stóp o 25 pb głosowało troje członków RPP: Z. Gilowska, A. Glapiński i A. Kaźmierczak. Natomiast obniżkę o 50 pb poparło aż czworo: M. Belka, A. Bratkowski, E. Chojna-Duch i A. Zielińska-Głębocka. Prezes NBP drugi raz z rzędu został przegłosowany, co pokazuje, że nie ma on decydującego wpływu na większość w Radzie. Jednocześnie widać, że grupa zwolenników mocniejszych cięć wzrosła w siłę i do przyjęcia wniosku brakowało już tylko jednego głosu. Nie zmienia to jednak faktu, że większości za bardziej zdecydowaną obniżką zabrakło nie tylko w listopadzie, ale też w grudniu i styczniu (co ciekawe, w grudniu głosowano już nie tylko cięcie o 50 pb, ale również o 150 pb!).

Według minutes z grudniowego posiedzenia większość członków Rady była przeciw głębszej obniżce „ze względu na uporczywość inflacji”. Można przypuszczać, że mocny spadek CPI w najbliższych miesiącach (poniżej 2% już na początku 2013 r.) zmieni poglądy w tej sprawie przynajmniej niektórych członków RPP, na których decyzje decydujący wpływ mają bieżące dane (np. A. Kaźmierczak). Z drugiej strony, podejrzewamy, że inni członkowie (Winięcki, Rzońca) mogą wkrótce wycofać swoje poparcie dla dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. W efekcie, skoro Rada do tej pory nie zdecydowała się na przejście na odważniejsze ruchy, raczej nie spodziewamy się, aby miało się to zmienić w najbliższych miesiącach. Wydaje się, że im dłużej trwa cykl łagodzenia polityki pieniężnej, tym szanse na obniżkę większą niż 25 pb maleją.

### Kolejne cięcia w lutym... i co dalej?

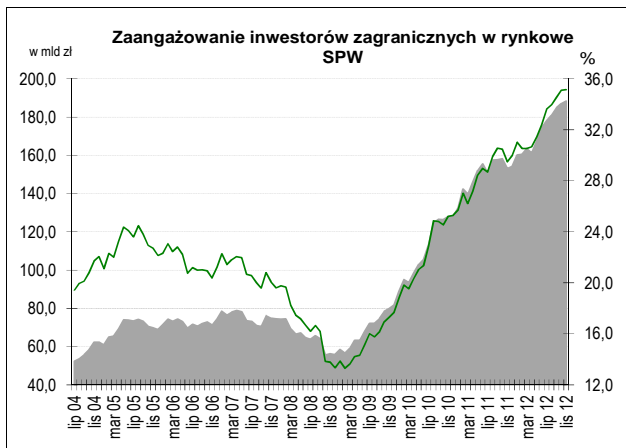
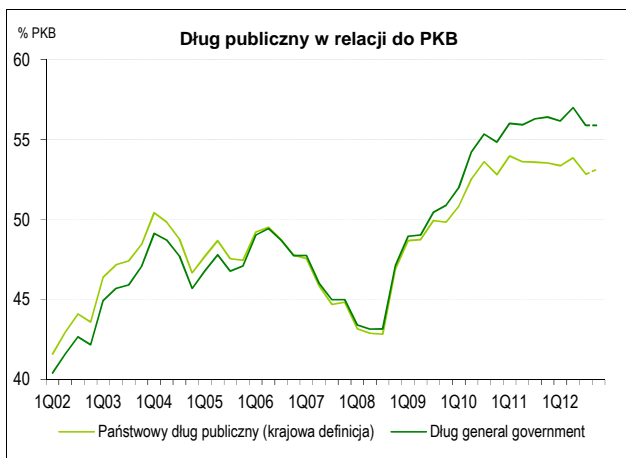
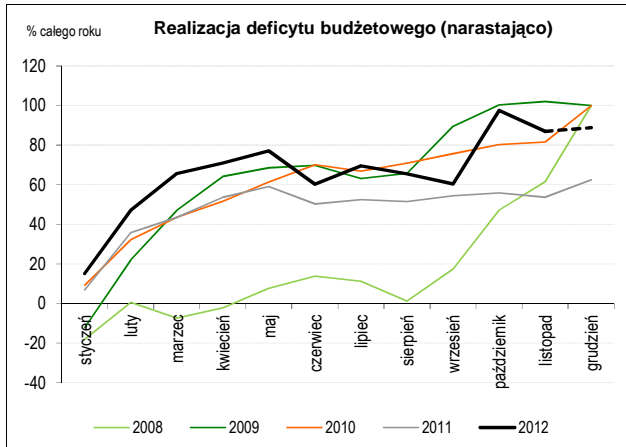
Marek Belka na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP sygnalizował wprawdzie przerwę w cyklu, ale jednocześnie sam przyznał, że obniżka w lutym jest „możliwa, a może nawet prawdopodobna”. Najwyraźniej nie jest to zdanie odosobnione. Zarówno gołębia E. Chojna-Duch, jak i jastrzębi (do niedawna) A. Glapiński nie wykluczyli ostatnio, że poprą wnioski o ponowne złagodzenie polityki pieniężnej w lutym. Znacznie większa rozbieżność poglądów w Radzie dotyczy jak zwykle perspektyw na kolejne miesiące. O ile wg Glapińskiego „na tym poziomie stóp należy się zatrzymać”, to Chojna-Duch nie wykluczyła, że po przerwie „na obserwację” można powrócić do dalszych obniżek stóp (podobnie sugerowała A. Zielińska-Głębocka w czasie konferencji prasowej RPP).

Prezes NBP Marek Belka przyznał na ostatniej konferencji prasowej, że spadek inflacji „na pewno umożliwi śmielsze działania po stronie stóp procentowych”, ale jednocześnie zwrócił uwagę na kształtowanie inflacji bazowej w kolejnych miesiącach. Wskaźnik inflacji bazowej może wprawdzie wg naszych prognoz lekko wzrosnąć na początku roku, ale z drugiej strony powinien pozostać w pobliżu 2%, czyli na bezpiecznie niskim poziomie.

### Możliwość interwencji w przypadku zbytniego umocnienia złotego

Przedstawiciele rządu i NBP dość aktywnie komentowali w ostatnim okresie sytuację na rynku walutowym, podkreślając, że aprecjacja złotego może być niekorzystna dla gospodarki. Ministerstwo Finansów zapowiedziało, że środki z emisji walutowych będzie wymieniać na złote w NBP (aby dodatkowo nie zwiększać rynkowej presji na aprecjację krajowej waluty), a wiceprezes NBP Witold Koziński ostrzegł, że „brak stabilności i zbyt szybkie umocnienie się złotego może spotkać się z reakcją NBP”. Naszym zdaniem, możliwość interwencji przeciwko nadmiernemu umocnieniu złotego może być w tym roku skutecznym sposobem na uniknięcie wyraźnego spadku kursu EURPLN (poniżej 3,90-4,00).

## Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	14.01	zmiana od 14.12.12	zmiana od 31.12.12	14.01	zmiana od 14.12.12	zmiana od 31.12.12
Polska	241	-15	1	79	-2	-1
Czechy	49	-17	-5	60	-7	-3
Węgry	475	-41	-16	271	-17	2
Grecja	1016	-143	-36	0	0	0
Hiszpania	348	-55	-52	243	-49	-46
Irlandia	275	-60	-44	186	-30	-32
Portugalia	480	-99	-88	372	-70	-65
Włochy	265	-57	-57	222	-51	-53
Niemcy	-	-	-	41	6	2

### Realizacja deficytu poniżej planu

▪ Po listopadzie realizacja deficytu budżetowego stanowiła 87,1% rocznego planu. W porównaniu do poprzednich miesięcy dochody z VAT wzrosły o 2,9% r/r, po spadku o ok. 2% r/r miesiąc wcześniej. Co więcej, listopad przyniósł nieco głębsze cięcia po stronie wydatkowej (m.in. brak dotacji dla FUS).

▪ Wg wstępnych szacunków MF deficyt na koniec 2012 r. wyniósł ok. 31 mld zł wobec 35 mld zł planowanych w ustawie budżetowej. Realizacja dochodów budżetowych wyniosła 97,9%, a wydatków 96,9%. To oznacza dochody budżetowe na poziomie 287,6 mld zł, tj. o około 6 mld zł niższe niż planowano, głównie w wyniku niższych wpływów z VAT (o blisko 12 mld zł).

▪ W komentarzu do rocznych wyników budżetu wiceminister finansów Hanna Majszczyk powiedziała, że poziom oszczędności w budżecie w 2012 r. był porównywalny do lat poprzednich. Wynikały one zarówno z oszczędności w wydatkach inwestycyjnych, jak i bieżących.

▪ Ryzyko dla realizacji ustawy budżetowej w 2013 r. pozostaje wysokie. Przedstawiciele Ministerstwa Finansów nie wykluczają nowelizacji, jeśli zajdzie taka konieczność.

### Dług publiczny nieznacznie niższy

▪ Resort finansów opublikował dane dotyczące długu sektora finansów publicznych za III kw. 2012. Ze wstępnych szacunków wynika, że państwowy dług publiczny na koniec września wyniósł ok. 835,5 mld zł i stanowił 52,8% PKB, co oznacza spadek o ok. 1 pp w porównaniu do końca II kw 2012. Relacja długu sektora finansów publicznych do PKB wg ESA95 również nieco się obniżyła do 55,9% z ok. 57% na koniec czerwca.

▪ Czwarty kwartał 2012 przyniósł stabilizację relacji długu do PKB. Resort finansów szacuje, że w całym 2012 r. państwowy dług publiczny w relacji do PKB wyniósł poniżej 53% wobec 53,5% na koniec 2011, a wg ESA95 był poniżej 56% (wobec 56,4% w poprzednim roku). W naszej ocenie w tym roku można oczekiwać stabilizacji relacji długu do PKB na poziomie zbliżonym do końca 2012 roku.

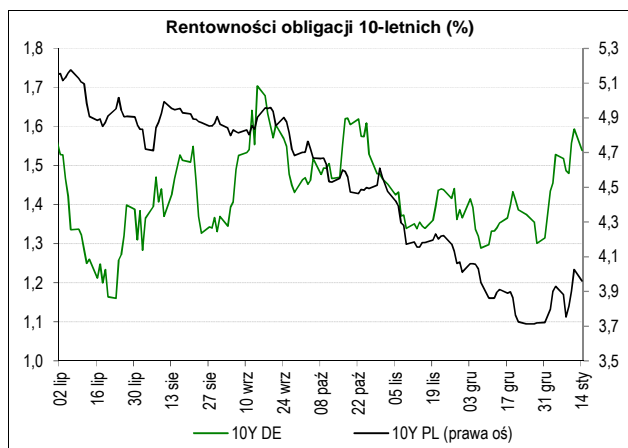
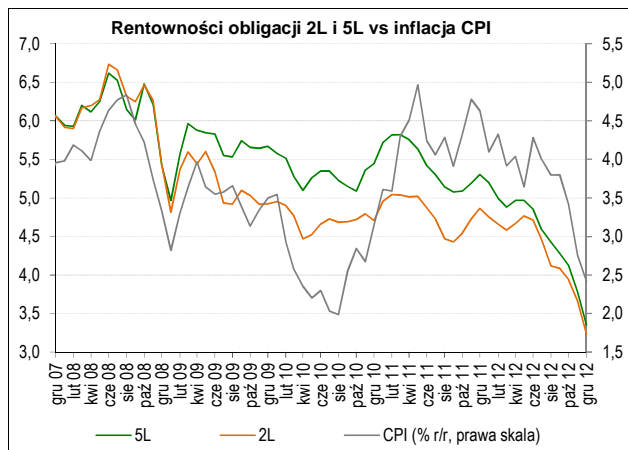
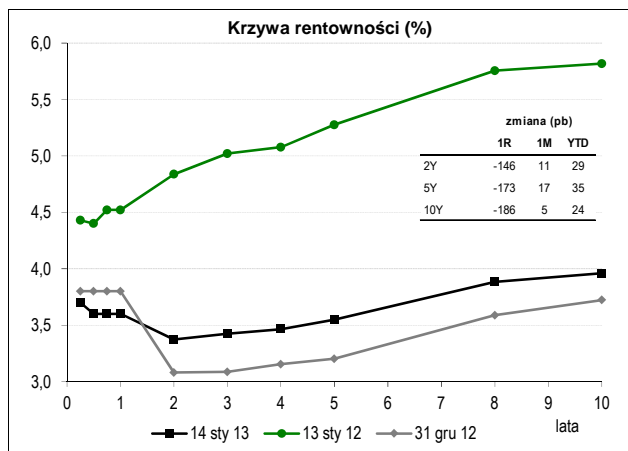
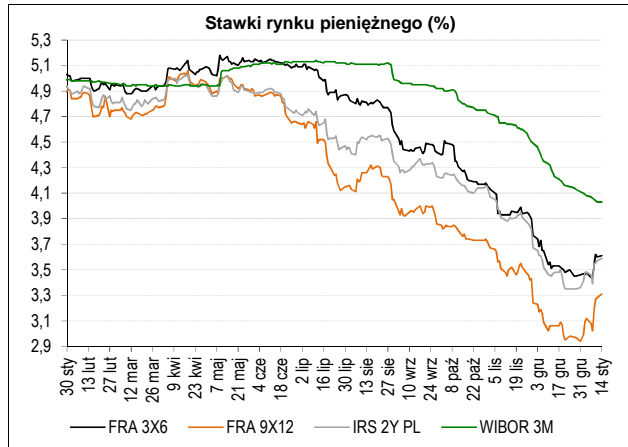
▪ Warunki rynkowe i stabilny popyt nierezzydentów sprzyjały prefinansowaniu potrzeb pożyczkowych na 2013 r. Na otwarcie nowego roku Ministerstwo Finansów miało sfinansowane 27% planu (wobec 18% na początku 2012). Po styczniowej emisji 6-letnich euroobligacji resort MF ma sfinansowane prawie całe potrzeby walutowe na ten rok. W całym I kw. ministerstwo zamierza pozyskać środki ze sprzedaży SPW w wysokości 25-35 mld zł i sfinansować ok. 50% potrzeb pożyczkowych. Jest to dość realistyczne założenie, tym bardziej, że wyższym ofertom będzie sprzyjać bardzo dobra sytuacja płynnościowa (pod koniec stycznia na rynek wpłynęło około 10 mld zł z wykupu OK0113 i 2,5 mld zł z płatności odsetkowych od styczniowych serii WZ).

### Dług peryferii w cenie

▪ Ostatni miesiąc 2012 r. przyniósł dość znaczące umocnienie obligacji krajów peryferyjnych. Rentowności 10-letnich obligacji Włoch i Hiszpanii obniżyły się do poziomów z I kw. 2012. Warto zauważyć, że druga połowa 2012 przyniosła dwucyfrowe stopy zwrotu z inwestycji w te papiery pomimo lekkiej korekty pod koniec roku (efekt przedłużających się negocjacji odnośnie tzw. klifu fiskalnego w USA). Ocena ryzyka inwestycji w dług peryferii również uległa poprawie, co obrazuje zawężenie spreadów w relacji do Bundu, ale również spadek notowań CDS. Tendencja ta utrzymała się również w pierwszej połowie stycznia.

▪ Relatywnie stabilna sytuacja na rynkach bazowych powinna sprzyjać dalszemu umocnieniu długu krajów peryferyjnych. Nie wykluczamy jednak, że spadek rentowności może nieco spowolnić w porównaniu do ostatnich tygodni. Głównym czynnikiem niepewności dla włoskiego długu są zbliżające się wybory parlamentarne (luty 2013), co może sprzyjać większej zmienności na rynku.

# Rynek stopy procentowej



## WIBOR coraz niżej. Trend spadkowy będzie kontynuowany

▪ Ostatni miesiąc 2012 r., zgodnie z oczekiwaniami przyniósł kontynuację spadku stawek WIBOR. Dynamika spadku okazała się nieco większa niż sądziliśmy i na koniec 2012 wszystkie stawki znajdowały się poniżej stopy referencyjnej, w tym stawka roczna poniżej 4,0%. Trend spadkowy utrzymał się w pierwszej dekadzie stycznia. Niemniej reakcja rynku na styczniową redukcję stóp była ograniczona. Może to wiązać się z tym, że od końca sierpnia (publikacja danych o PKB za II kw.) do 11 stycznia skala spadku WIBOR wyniosła 78-124 pb, w tym WIBOR 3M o 108 pb wobec redukcji stóp NBP o 75 pb.

▪ Rynek FRA charakteryzował się zdecydowanie większą zmiennością w grudniu, ale również w pierwszej dekadzie stycznia. Reakcja rynku zarówno po grudniowej, jak i styczniowej obniżce była bardzo zbliżona – inwestorzy przed decyzją Rady grali na możliwość głębszych cięć, lecz kontynuacja strategii małych kroków w cyklu dawała impuls do korekty. Sugestia przerwy w cyklu po styczniowej redukcji spowodowała bardziej gwałtowną wyprzedaż kontraktów FRA, zmieniając tym samym oczekiwania co do skali łagodzenia polityki monetarnej. Obecnie rynek dyskontuje, że w horyzoncie 9 miesięcy stopa referencyjna zostanie obniżona do 3,25%.

▪ Uważamy, że napływające dane makro za grudzień 2012 (w szczególności dane o inflacji i produkcji przemysłowej) potwierdzą konieczność dalszych redukcji stóp i zdecydują o braku przerwy w cyklu. To może wygenerować kolejny impuls do spadku stawek FRA, przy utrzymaniu stabilnego spadku WIBOR (w kierunku 3,80% na koniec miesiąca).

## Korekta po osiągnięciu nowych minimów na koniec 2012

▪ Ostatni miesiąc 2012 przyniósł dalsze umocnienie krajowego długu, wspierane niestabnym zainteresowaniem ze strony zagranicznych inwestorów. To z jednej strony umożliwiło Ministerstwu Finansów sfinansować 27% potrzeb pożyczkowych na 2013, a z drugiej spowodowało spadek rentowności obligacji, ale również i stawek IRS do najniższych poziomów w historii.

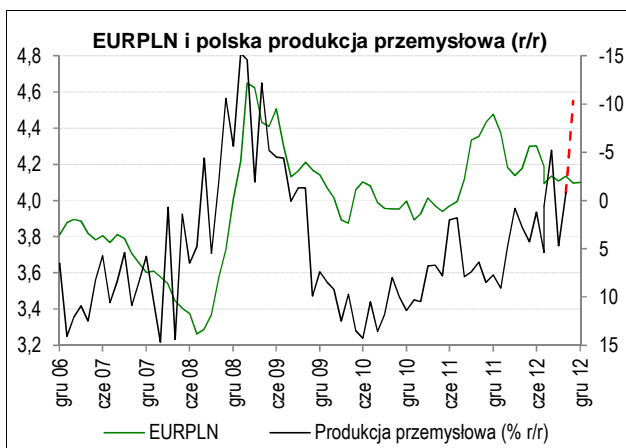
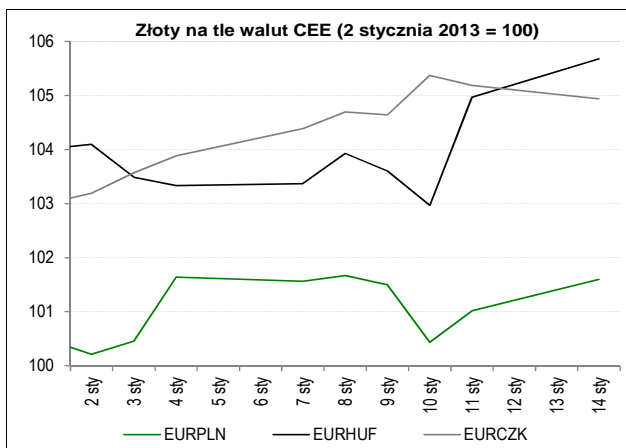
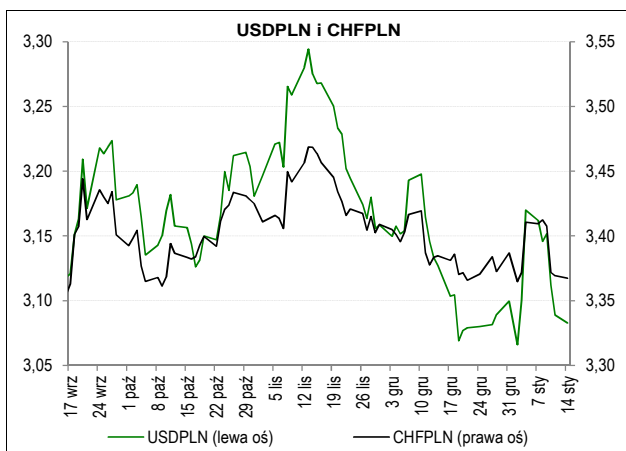
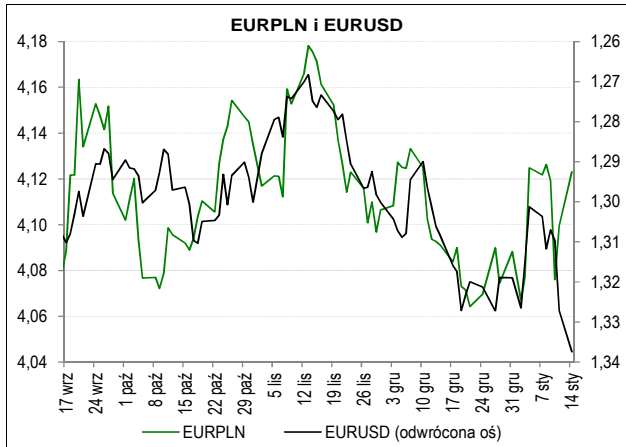
▪ Początek nowego roku przyniósł korektę, do czego przyczyniły się zarówno czynniki zewnętrzne (osłabienie Bundów), jak i wewnętrzne (rozczarowujące wyniki pierwszej aukcji w tym roku). Jednak tuż przed posiedzeniem RPP obligacje i rynek IRS ponownie się wzmocniły (zmniejszając skalę wcześniejszych strat) w wyniku oczekiwań, że RPP bardziej zdecydowanie złagodzi politykę monetarną. Redukcja stóp o 25 pb i sugestia przerwy w cyklu doprowadziła do gwałtownej wyprzedaży, głównie na rynku obligacji (rentowność 10-latkii ponownie wzrosła powyżej 4%). W porównaniu do końca 2012 krzywa rentowności wzrosła o 24-35 pb (głównie na środku krzywej), gdy krzywa IRS przesunęła się w górę o 17-25 pb.

▪ Sądzimy, że odczyty danych makroekonomicznych za grudzień potwierdzą dezinflacyjny trend oraz słabą aktywność gospodarczą. W efekcie na rynek powrócą ponownie oczekiwania na szybkie redukcje stóp, co powinno wesprzeć obligacje i rynek IRS, głównie na krótkim końcu krzywej. W związku z tym sądzimy, że rentowności/stawki na krótkim końcu krzywej powinny powrócić w kierunku ubiegłorocznych minimów.

▪ Długi koniec krzywej będzie bardziej zależny od sytuacji na rynkach bazowych. Istnieje silna zależność pomiędzy notowaniami krajowej 10-latkii a niemieckich obligacji o tym samym terminie do wykupu. Kontynuacja wzrostu rentowności 10-letniego Bunda może ograniczać ewentualny potencjał do umocnienia na długim końcu krzywej, a nawet przyczynić się do dalszego wzrostu rentowności.

▪ Oferta nowej obligacji 2-letniej OK0715 i 5-letniego benchmarku PS0418 powinna spotkać się z dużym zainteresowaniem. Wsparciem dla aukcji będzie sytuacja płynnościowa (na rynek wpłynie ok. 12,5 mld zł z tytułu wykupu i płatności odsetkowych).

## Rynek walutowy



## Nadal bez przełomu w notowaniach EURPLN

- Ostrożne ruchy ze strony RPP (która obniżyła stopy procentowe w grudniu jedynie o 25 pb) wsparły złotego. Poza tym, w grudniu inwestorzy wyceniali, że Fed zastąpi wygasający wraz z końcem roku „Operację Twist” większymi zakupami obligacji, co w pewnym stopniu także wspierało krajową walutę. W rezultacie, w pierwszej połowie grudnia złoty umocnił się do 4,05 za euro i był tym samym najmocniejszy od połowy września. Średni EURPLN wyniósł w grudniu 4,10 wobec naszej prognozy na poziomie 4,13.
- W 2012 złoty umocnił się o 8,4% do euro, 10% do dolara, 7,6% do franka i 6,3% do funta. Złoty radził sobie w relacji do euro lepiej niż forint (zyskał 7,2%) i czeska korona (mocniejsza o 1,6%).

## Złoty pod presją czynników krajowych i regionalnych

- Optymizm związany z prowizoryczną zgodą w USA w sprawie budżetu był tylko chwilowy i w pierwszych dniach 2013 złoty stracił na wartości. Wzrosty do ok. 4,13 dla EURPLN i 3,17 dla USDPLN oznaczają stratę 1,3% w stosunku do euro i 2,9% do dolara. Warto przypomnieć, że kilka pierwszych dni 2012 było tylko nieznacznie gorszych w wykonaniu złotego – stracił on wtedy 1,4% do euro oraz 3,1% do dolara. Na samym początku ubiegłego roku nastroje były bardzo słabe, ale w wyniku kilku pozytywnych niespodzianek w postaci danych i udanych aukcji obligacji na peryferiach strefy euro szybko nastąpił wzrost optymizmu. Obecnie na rynku także utrzymuje się niepewność (dotycząca głębokości spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce czy budżetu USA), choć poziom pesymizmu jest wyraźnie mniejszy niż przed rokiem. Fakt, że ostatnie dane z USA były lepsze od prognoz, a na peryferiach strefy euro rentowności spadają (w przypadku 10-letniego długu Hiszpanii nastąpił spadek poniżej 5% pierwszy raz od marca 2012) wskazuje, że wkrótce apetyt na ryzyko zacznie dominować na globalnym rynku.

- W odróżnieniu od sytuacji sprzed 12 miesięcy, złoty może jednak nie skorzystać na powrocie optymizmu. Choć wydzwięk styczniowego posiedzenia RPP był korzystny dla złotego (z powodu sugestii o możliwej przerwie w obniżkach stóp) i kurs EURPLN spadł z 4,11 do ok. 4,07, to w dalszym ciągu uważamy, że czynniki wewnętrzne mogą wywierać negatywną presję na krajową walutę. Dane makro z kraju za grudzień (szczególnie CPI oraz produkcja przemysłowa) oraz PKB za cały 2012 (publikacja pod koniec stycznia) będą na tyle „gołębnie”, że rynek będzie miał dużo słabsze podstawy do oczekiwania, że w lutym będzie przerwa w cyklu obniżek stóp.

- Warto także wspomnieć o pojawiających się w ostatnim czasie wypowiedziach ze strony rządu i NBP wskazujących, że kontynuacja aprecjacji złotego może być niekorzystna dla gospodarki. Słowa te nie miały wyraźnego bezpośredniego wpływu na złotego, ale od kiedy na samym początku stycznia wiceminister finansów Wojciech Kowalczyk wypowiedział się w tym tonie, krajowa waluta straciła prawie 2% do euro, podczas gdy EURUSD wzrósł w tym czasie w podobnej skali.

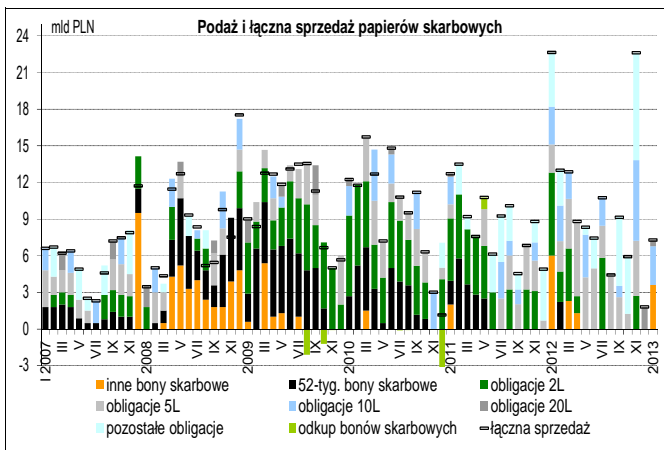
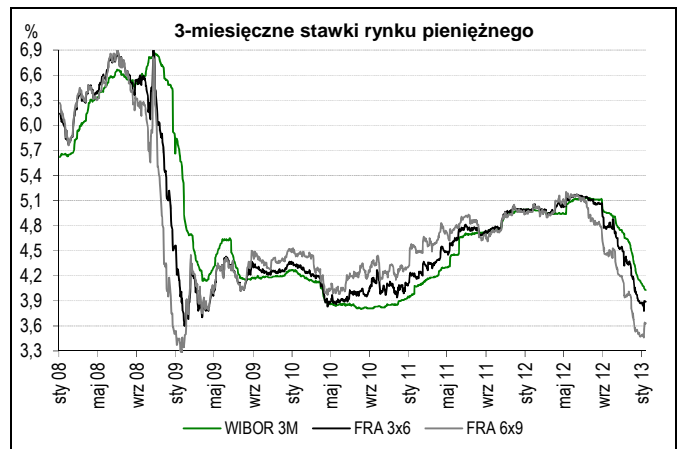
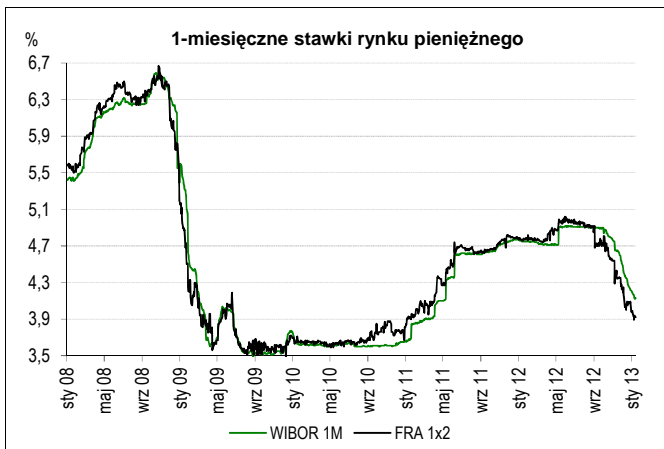
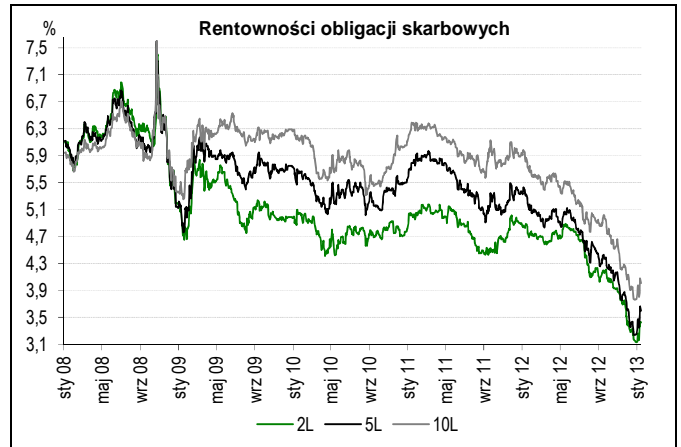
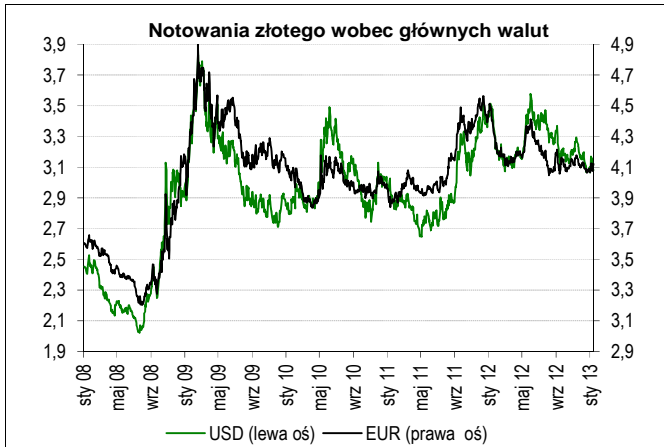
- Kolejnym czynnikiem, który może w najbliższych dniach mieć wpływ na notowania złotego są wydarzenia w Czechach oraz na Węgrzech. Deprecjacja czeskiej korony nabrała w ostatnich dniach tempa po tym jak zdestabilizowała się sytuacja polityczna w tym kraju (w najbliższych dniach odbędzie się głosowanie nad wotum nieufności dla rządu), a bank centralny ponownie zasugerował, że może działać w kierunku osłabienia waluty. Węgierski forint stracił w wyniku wypowiedzi premiera Viktora Orbana, który wskazywał na konieczność ściślejszej współpracy nowego szefa banku centralnego z rządem, co zostało odczytane jako możliwość ograniczania niezależności banku centralnego.

- Prognozujemy, że średni EURPLN wyniesie w styczniu 4,10, choć jeśli do danych o produkcji kurs pozostanie blisko górnego pasma obowiązujących wahań (4,04-4,14) i tak jak oczekujemy dane nasilą oczekiwania na obniżki stóp, to EURPLN może pokonać opór na 4,14 i zakończy miesiąc powyżej tej prognozy.

Źródło: Reuters, BZ WBK



# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych w 2012/2013 r. (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
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.	3117/1332
07.01.2013	20-tyg.: 2000-3000	10967/3602

\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

**Przetargi obligacji skarbowych w 2012/2013 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
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
grudzień	-	-	-	-	-	-	-	-	6.12	OK0113/PS0413	WS
styczeń'13	3.01	DS1023/WS0429	3000-5000	3664,3	23.01	OK0715/PS0418	5000-10000	-	-	-	-

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>14 stycznia</b> <i>PL: Podaż pieniądza (XII)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (XI)	<b>15</b> <i>PL: CPI (XII)</i> US: Sprzedaż detaliczna (XII)	<b>16</b> <i>PL: Inflacja bazowa (XII)</i> EZ: HICP (XII) US: CPI (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII)	<b>17</b> US: Rozpoczęte budowy domów (XII) US: Pozwolenia na budowę domów (XII) US: Indeks Philly Fed (I)	<b>18</b> <i>PL: Produkcja przemysłowa (XII)</i> <i>PL: PPI (XII)</i> <i>PL: Płace i zatrudnienie (XI)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (XI)</i> US: Wstępny indeks Michigan (I)
<b>21</b>	<b>22</b> DE: Indeks ZEW (I) US: Sprzedaż domów (XII)	<b>23</b> EZ: Indeks nastrojów konsumentów (I)	<b>24</b> <i>PL: Minutes RPP</i> DE: Wstępny PMI – przemysł (I) EZ: Wstępny PMI – przemysł (I) CN: Wstępny PMI – przemysł (I)	<b>25</b> DE: Indeks Ifo (I) GB: Wstępny PKB (IV kw.) US: Sprzedaż nowych domów (XII)
<b>28</b> US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (XII) US: Niezakończona sprzedaż domów (XII)	<b>29</b> <i>PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (I)</i> <i>PL: PKB (2012)</i> US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (XI) US: Indeks nastrojów konsumentów (I)	<b>30</b> US: Raport ADP (I) US: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) US: Decyzja Fed	<b>31</b> <i>PL: Oczekiwania inflacyjne (I)</i> US: Dochody osobiste (XII) US: Wydatki konsumentów (XII) US: Bazowy PCE (XII)	<b>1 lutego</b> <i>PL: PMI – przemysł (I)</i> DE: PMI – przemysł (I) EZ: PMI – przemysł (I) CN: PMI – przemysł (I) EZ: Wstępny HICP (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) US: Stopa bezrobocia (I) US: Indeks Michigan (I) US: ISM – przemysł (I)
<b>4</b> EZ: Indeks Sentix (I) US: Zamówienia przemysłowe (XII)	<b>5</b> DE: PMI – usługi (I) EZ: PMI – usługi (I) EZ: Sprzedaż detaliczna (XII) US: ISM – usługi (I)	<b>6</b> <i>PL: Decyzja RPP</i> DE: Zamówienia przemysłowe (XII)	<b>7</b> DE: Produkcja przemysłowa (XII) GB: Decyzja BoE	<b>8</b> DE: Eksport (XII) US: Bilans handlowy (XII)
<b>11</b>	<b>12</b> <i>PL: Bilans płatniczy (XII)</i>	<b>13</b> EZ: Produkcja przemysłowa (XII) US: Sprzedaż detaliczna (I)	<b>14</b> DE: Wstępny PKB (IV kw.) EZ: Wstępny PKB (IV kw.)	<b>15</b> <i>PL: CPI (I)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (I)</i> US: Produkcja przemysłowa (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 <sup>a</sup>	14 <sup>b</sup>	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; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty. Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		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	sty 13
PMI	pkt.	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	48,6
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	9,1	4,8	0,8	2,8	4,3	1,2	5,4	0,6	-5,2	4,7	-0,8	-10,3	-3,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	14,6	32,2	12,0	3,5	8,1	6,2	-5,2	-8,7	-5,0	-17,9	-3,6	-5,3	-12,4	-6,2
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	8,6	14,3	13,7	10,7	5,5	7,7	6,4	6,9	5,8	3,1	3,3	2,4	2,2	2,0
Stopa bezrobocia	%	12,5	13,2	13,4	13,3	12,9	12,6	12,3	12,3	12,4	12,4	12,5	12,9	13,4	14,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	4,4	8,1	4,3	3,8	3,4	3,8	4,3	2,4	2,7	1,6	2,8	2,7	1,9	-0,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,3	0,9	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,7
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	6,2	4,4	2,5	2,4	-1,6	0,6	9,8	3,7	-0,8	15,5	9,7	-0,6	-1,9
Import (w euro)	% r/r	3,5	6,9	5,6	1,5	-3,3	-2,0	-5,3	2,1	-3,2	-3,2	7,6	2,0	-7,9	-7,9
Bilans handlowy	mln EUR	-1 139	-687	-883	-544	-420	-846	-372	-367	-98	44	225	150	-273	40
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 890	-1 994	-1 909	-585	-655	-454	-1 092	-1 005	-901	-1 457	-650	-816	-974	-1 184
Rachunek bieżący	% PKB	-4,9	-5,0	-5,3	-5,1	-4,9	-4,9	-4,6	-4,4	-4,1	-4,1	-3,7	-3,5	-3,3	-3,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-25,1	-5,3	-16,5	-23,0	-24,8	-27,0	-21,1	-24,3	-22,9	-21,1	-34,1	-30,4	-30,9	-5,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	62,5	15,1	47,2	65,6	70,9	77,1	60,2	69,6	65,5	60,4	97,5	86,9	88,2	15,5
Inflacja (CPI)	% r/r	4,6	4,1	4,3	3,9	4,0	3,6	4,3	4,0	3,8	3,8	3,4	2,8	2,4	2,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	3,1	2,5	2,6	2,4	2,7	2,3	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	1,6	2,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	8,2	7,9	6,0	4,4	4,4	5,2	4,4	3,6	3,0	1,8	1,0	-0,1	-0,6	-1,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	12,5	13,7	12,4	9,1	10,2	11,1	11,0	11,0	9,8	7,6	8,0	5,7	4,6	4,3
Zobowiązania	% r/r	11,7	12,8	12,5	8,5	10,0	10,8	10,4	10,9	9,5	7,9	8,1	5,8	4,7	4,4
Należności	% r/r	14,4	14,5	13,0	12,8	13,4	13,1	10,7	7,5	7,1	5,4	5,4	2,3	2,3	2,6
EUR/PLN	PLN	4,48	4,37	4,18	4,14	4,18	4,30	4,30	4,19	4,09	4,14	4,11	4,13	4,10	4,10
USD/PLN	PLN	3,40	3,39	3,16	3,13	3,17	3,36	3,43	3,41	3,30	3,22	3,17	3,22	3,12	3,11
CHF/PLN	PLN	3,65	3,61	3,47	3,43	3,47	3,58	3,58	3,49	3,41	3,42	3,40	3,43	3,39	3,40
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	4,00
WIBOR 3M	%	4,98	4,99	4,97	4,95	4,94	5,05	5,12	5,13	5,10	4,95	4,82	4,62	4,26	3,94
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,55	4,51	4,50	4,48	4,58	4,75	4,75	4,64	4,58	4,53	4,42	4,14	3,94	3,24
Rentowność obligacji 2L	%	4,86	4,75	4,66	4,58	4,67	4,77	4,71	4,46	4,12	4,09	3,94	3,66	3,23	3,04
Rentowność obligacji 5L	%	5,30	5,20	5,00	4,88	4,97	4,97	4,85	4,58	4,43	4,28	4,12	3,78	3,35	3,15
Rentowność obligacji 10L	%	5,88	5,74	5,53	5,45	5,50	5,41	5,24	4,99	4,88	4,85	4,59	4,21	3,87	3,66

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> 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	1 594,7	1 636,4	370,7	388,3	392,1	443,6	377,6	396,5	401,1	461,2
PKB	% r/r	3,9	4,3	1,8	1,2	3,6	2,3	1,4	0,5	0,2	0,9	1,1	2,2
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,4	-0,4	0,0	2,5	-0,4	-0,7	-2,5	-1,6	-0,4	0,4	1,4
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	2,5	0,9	1,4	1,7	1,2	0,1	0,4	1,1	1,3	1,6	1,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	9,0	-1,0	-2,5	6,0	1,3	-1,5	-4,4	-5,0	-4,0	-2,0	-1,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	1,3	0,5	4,9	2,8	-0,1	-2,0	-2,4	0,3	0,1	3,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	16,3	-3,4	-5,8	13,8	2,2	-11,0	-7,6	-8,6	-5,2	-3,2	-7,0
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	6,1	11,2	6,5	1,9	12,6	6,5	5,3	2,6	1,3	0,4	2,4	3,3
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	12,4	12,5	13,4	13,9	13,3	12,3	12,4	13,4	14,7	13,1	13,4	13,9
Place brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,9	5,2	3,7	2,3	5,2	3,9	2,8	2,9	2,1	2,9	2,9	3,5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-0,2	1,9	0,0	-0,7	0,2	0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	12,1	4,2	4,3	4,1	0,4	3,7	8,7	2,0	4,0	5,0	6,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	12,2	-0,1	2,1	4,3	-3,5	-1,6	0,9	-1,2	1,1	4,5	4,0
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 059	-4 078	-962	-2 115	-1 640	-425	102	-945	-622	-261	866
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 129	-17 977	-12 525	-5 019	-4 515	-2 203	-3 367	-2 440	-2 123	-850	-1 538	-508
Rachunek bieżący	% PKB	-5,1	-4,9	-3,3	-1,3	-5,1	-4,6	-4,1	-3,3	-2,6	-2,3	-1,8	-1,3
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	1,8	1,4	1,8	2,2
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	3,1	4,6	2,4	2,3	3,9	4,3	3,8	2,4	1,7	1,3	2,0	2,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	2,4	2,2	2,1	2,5	2,5	2,1	1,7	2,0	1,8	2,1	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	3,4	0,4	6,1	4,7	2,8	0,1	-0,5	-0,4	0,7	1,9
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	8,8	12,5	4,9	2,8	9,1	11,0	7,6	4,6	5,2	4,3	4,0	3,1
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,1	11,7	4,8	3,0	8,5	10,4	7,9	4,7	4,7	4,4	4,2	3,1
Należności <sup>b</sup>	% r/r	9,2	14,4	2,4	3,7	12,8	10,7	5,4	2,3	3,5	4,4	5,4	2,4
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,19	4,14	4,23	4,26	4,14	4,11	4,12	4,17	4,16	4,10
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,26	3,17	3,23	3,32	3,31	3,17	3,16	3,26	3,17	3,08
CHF/PLN	PLN	2,90	3,34	3,47	3,45	3,50	3,55	3,44	3,40	3,42	3,48	3,46	3,42
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	3,50	4,50	4,25	3,50	4,50	4,75	4,75	4,25	3,50	3,50	3,50	3,50
WIBOR 3M	%	3,94	4,54	4,91	3,62	4,97	5,04	5,06	4,57	3,71	3,51	3,58	3,65
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,48	3,63	4,50	4,69	4,58	4,16	3,24	3,44	3,82	4,04
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,30	3,43	4,66	4,71	4,22	3,61	3,04	3,24	3,62	3,84
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,53	3,60	5,02	4,93	4,43	3,75	3,14	3,37	3,81	4,08
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,02	4,10	5,58	5,38	4,91	4,22	3,65	3,87	4,31	4,58

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 14.01.2013 r. zostało przygotowane przez:

## DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

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

<b>Piotr Bielski</b>	22 586 83 33
<b>Agnieszka Decewicz</b>	22 586 83 41
<b>Marcin Luziński</b>	22 586 83 62
<b>Marcin Sulewski</b>	22 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań  
tel. 61 856 58 14/30  
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.