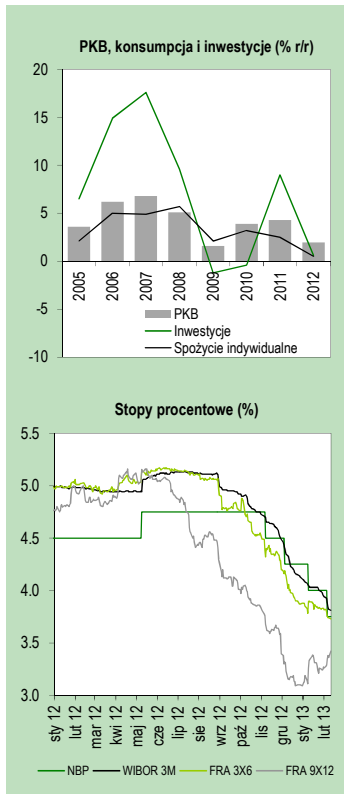


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Luty 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

Wciąż łagodnie

▪ Dane o PKB za 2012 r. pokazały, że w czwartym kwartale gospodarka dalej spowalniała, choć nieco łagodniej niż się obawialiśmy. Sporym rozczarowaniem okazała się dynamika konsumpcji prywatnej, a z drugiej strony wynik inwestycji był lepszy od oczekiwań. Według naszych szacunków, konsumpcja prywatna zanotowała w IV kwartale ujemny wzrost po raz pierwszy od połowy lat 90. Wprawdzie wynikać to mogło częściowo z czynników jednorazowych (opóźnienie wypłaty dopłat bezpośrednich dla rolników w kwocie kilku miliardów złotych), ale mimo tego dane sugerują pewną odbudowę oszczędności gospodarstw domowych. Z tego powodu oczekiwane przez nas przyspieszenie wzrostu dochodów ludności nie musi przełożyć się w całości na wzrost konsumpcji. Dokonaliśmy rewizji w dół naszych prognoz spożycia prywatnego w 2013 r. do 1,0% z 1,4%. Wciąż uważamy, że motorem wzrostu gospodarczego w 2013 r. będzie eksport, wspieranyżywieniem w strefie euro, w szczególności w Niemczech (sugerowanym przez odbicie wskaźników koniunktury) i postępującą dywersyfikacją geograficzną rynków zbytu dla polskich produktów. Podtrzymujemy oczekiwania, że cykl gospodarczy osiągnie swoje minimum w I kw. bieżącego roku (wzrost PKB ok. 0,5% r/r).

▪ Spadkowy trend inflacji jest kontynuowany. Wszystkie główne miary presji inflacyjne spadły do najniższych poziomów od kilkunastu miesięcy, a inflacja CPI zeszła poniżej celu inflacyjnego. Spowolnieniu wzrostu cen sprzyjają zarówno czynniki popytowe, jak i podażowe. Naszym zdaniem, ta spadkowa tendencja będzie kontynuowana w najbliższych miesiącach. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w drugiej połowie roku nie powinno przynieść ze sobą znaczącego wzrostu presji inflacyjnej (słabość konsumpcji), choć inflacja bazowa może wówczas wzrosnąć powyżej 2%.

▪ Spowolnienie gospodarcze i spadek inflacji zmotywowały RPP do kolejnego obniżenia stóp procentowych o 25 pb w lutym. Łącznie od początku cyklu stopy spadły o 100 pb, a stopa referencyjna jest już tylko o 25 pb powyżej historycznego minimum (3,50%). Choć RPP zmieniła ostatnie zdanie komunikatu, zastępując je neutralnym wyrażeniem, Marek Belka zaprzeczył, jakoby oznaczało to zmianę nastawienia w polityce pieniężnej, które wciąż pozostaje łagodne. W komunikacie i wypowiedziach członkowie Rady podkreślali znaczenie marcowej projekcji inflacji i PKB, a także inflacji bazowej dla perspektyw polityki pieniężnej. Cieszy nas to, bo już wcześniej wskazywaliśmy, że można było odnieść wrażenie, że Rada zapominała o tych czynnikach przy podejmowaniu decyzji. Spodziewamy się, że stopy NBP zostaną obniżone jeszcze o 25 pb, gdy Rada zapozna się z projekcją w marcu, a następnie może zdecydować się na przejście w tryb „wait-and-see”. Dopuszczamy możliwość jeszcze jednej obniżki o 25 pb w II kwartale w wyniku (spóźnionej) reakcji RPP na znaczące obniżenie wskaźnika inflacji (możliwe, że poniżej 1,5%).

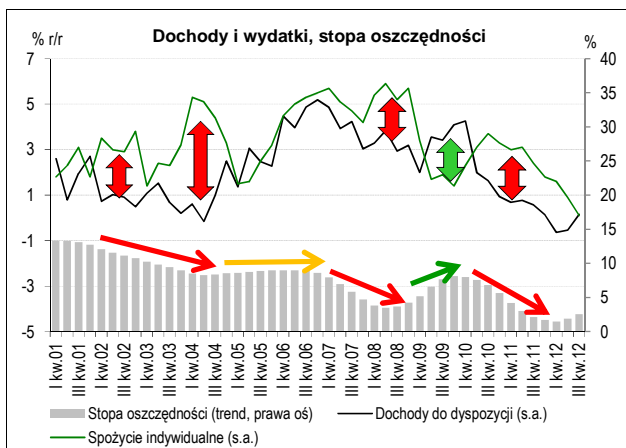
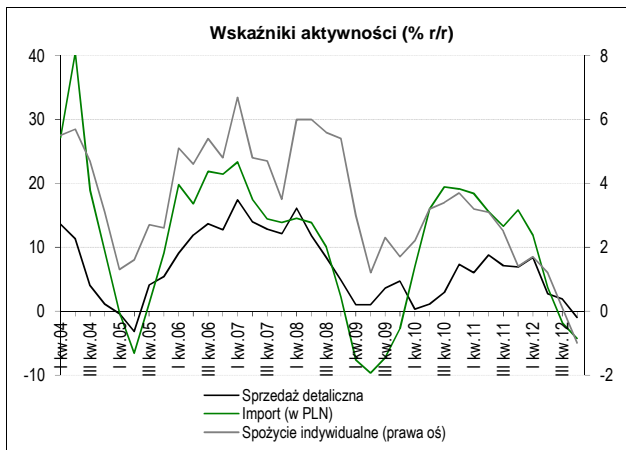
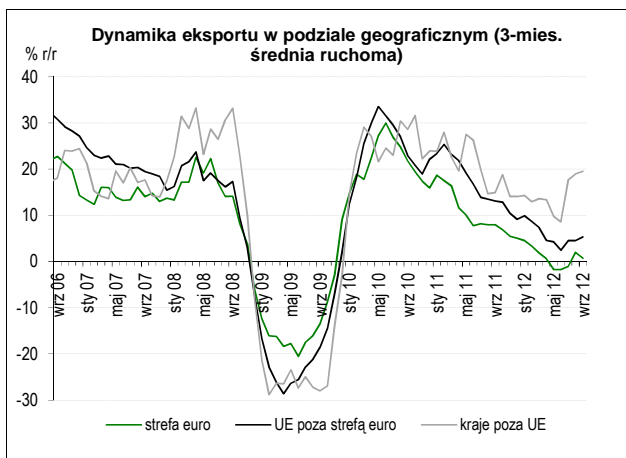
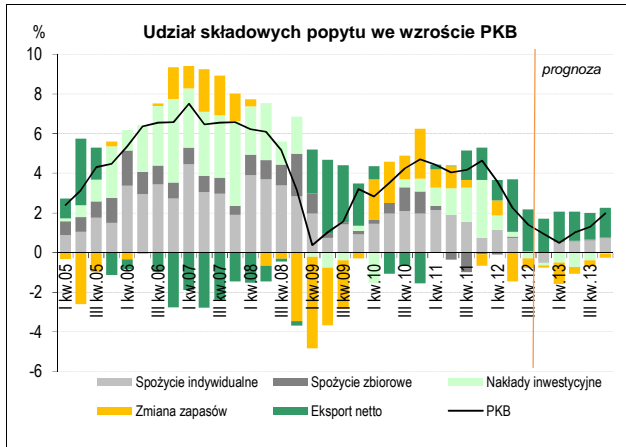
▪ Zmiana wydźwięku komunikatu RPP spowodowała ograniczenie oczekiwań rynkowych co do skali przyszłych obniżek. W rezultacie wzrosły rentowności polskich obligacji i tymczasowo wzmocnił się złoty. Spodziewamy się, że kolejne dane z gospodarki zwiększą pewność rynku, że kolejna obniżka będzie w marcu, wspierając głównie krótki koniec krzywych i negatywnie wpływając na złotego (wzrost EURPLN w kierunku 4,20).

Na rynku finansowym 11 lutego 2013 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,25	WIBOR 3M	3,81	EURPLN	4,1519
Stopa referencyjna NBP	3,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	3,39	USDPLN	3,0991
Stopa lombardowa NBP	5,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,63	CHFPLN	3,3823

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.02.2013 r.

Gospodarka Polski

**Wzrost PKB spowalnia. W 2013 pomoże eksport ...**

■ Według wstępnych szacunków GUS, wzrost PKB w 2012 r. wyniósł 2,0%. Popyt krajowy zwiększył się zaledwie o 0,1%, spożycie indywidualne o 0,5%, a inwestycje o 0,6%.

■ Na podstawie danych rocznych szacujemy, że tempo wzrostu PKB w IV kwartale 2012 r. wyhamowało do ok. 1% r/r (z 1,4% r/r w III kwartale). Według naszych obliczeń spożycie indywidualne zanotowało w IV kwartale spadek o ok. 1% r/r i był to pierwszy kwartał od połowy lat 90. (odkąd dostępne są porównywalne dane statystyczne), kiedy roczna dynamika konsumpcji spadła poniżej zera. Pozytywną niespodziankę sprawiły inwestycje, ponieważ można oszacować, że tempo ich spadku wyhamowało w ostatnim kwartale do ok. -0,5% r/r (z -1,5% r/r w III kw.) i to pomimo efektu stosunkowo wysokiej bazy z 2011 r. Wkład eksportu netto do PKB był wg naszych szacunków w IV kw. nadal wyraźnie pozytywny, choć nieco mniejszy niż w poprzednim kwartale.

■ Badania NBP pokazują, że odsetek firm planujących nowe inwestycje (34,1%) jest najniższy od 8 lat, ponad 60% firm opóźnia rozpoczęcie potrzebnych inwestycji, a wartość nakładów planowana na 2013 r. jest niższa niż w 2012 r. Wspiera to naszą prognozę spadku inwestycji w 2013 r. (niezbyt głębokiego). Odbicia można oczekujemy dopiero w 2014 r.

■ Podtrzymujemy naszą prognozę, że motorem ożywienia w trakcie 2013 roku będzie eksport, wspierany ożywieniem w strefie euro oraz poszukiwaniem nowych rynków zbytu. Z badań NBP wynika, że odsetek firm deklarujących wejście na nowe rynki wzrósł z 21,8% w latach 2010-2011 do 43,7% w latach 2012-2013. Znajduje to już zresztą odzwierciedlenie w danych o handlu zagranicznym (wykres obok). Ponieważ na wynikach importu ciążył będzie słaby popyt krajowy, to wpływ eksportu netto pozostanie wyraźnie pozytywny.

... ale konsumpcja pozostanie pod presją

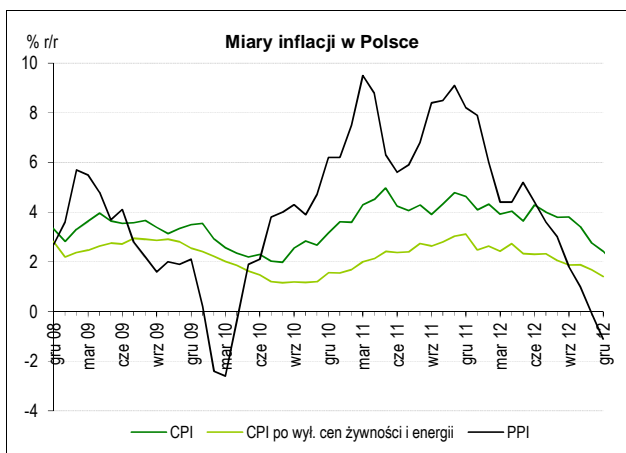
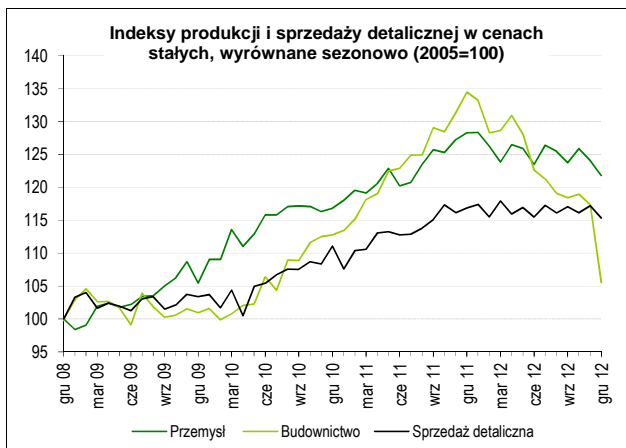
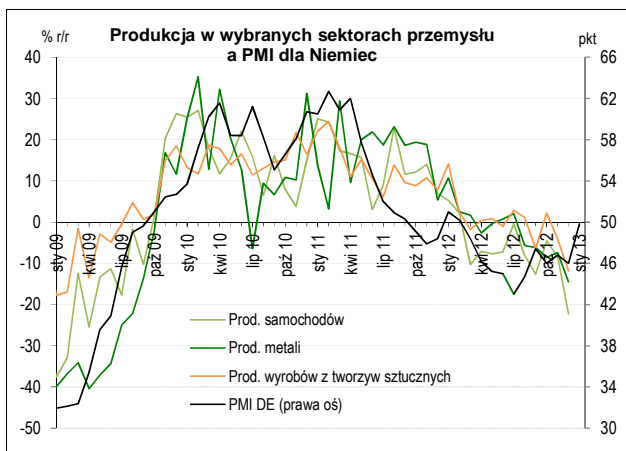
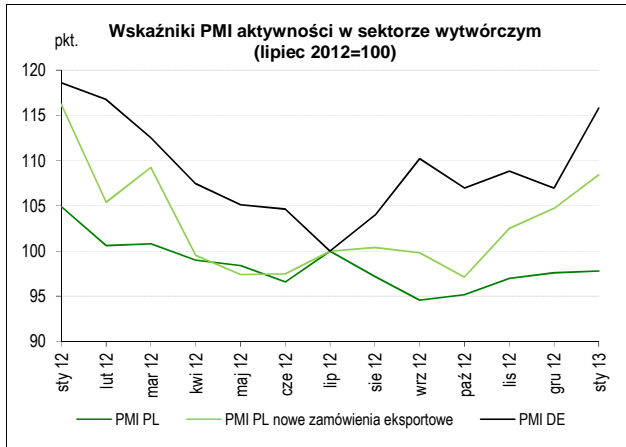
■ Uważamy, że dane o spożyciu indywidualnym w IV kwartale 2012 r. nie oddają w pełni trendów w konsumpcji. Spadek konsumpcji w ujęciu rok do roku wynikać mógł z przesunięcia wypłat znacznej części dotacji bezpośrednich dla rolników z grudnia na styczeń (3-4 mld zł, czyli ok. 1,5% kwartalnej konsumpcji). Wyraźne obniżenie rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w grudniu mogło również z tego wynikać, więc z tego punktu widzenia kolejne dane o sprzedaży będą bardzo ciekawe (oczekujemy odbicia).

■ Prognozujemy, że przedsiębiorstwa w dalszym ciągu będą ograniczały zatrudnienie, a wzrost płac pozostanie umiarkowany. W związku z tym wzrost nominalny funduszu płac może być nawet słabszy niż w 2012 r. Jednak, dzięki znacznemu spadkowi inflacji, realnie fundusz płac będzie rósł szybciej niż rok temu. Wzrost realnych dochodów ludności będzie dodatkowo wspierany przez względnie wysoką indeksację świadczeń społecznych.

■ Wzrost dochodów nie musi jednak w całości przełożyć się na wyższą konsumpcję. Od 2010 do połowy 2012 r. wydatki polskich gospodarstw domowych rosły szybciej niż dochody, co uszczupliło ich oszczędności. Jest prawdopodobne, że w obliczu gorszej koniunktury konsumenci ograniczą swoje wydatki, aby odbudować oszczędności, a zatem wzrost dochodów nie przełoży się na proporcjonalny wzrost spożycia. Z analogiczną sytuacją mieliśmy do czynienia w 2009 r., a spowolnienie wzrostu konsumpcji w dwóch ostatnich kwartałach 2012 i dane o rachunkach niefinansowych sugerują, że może się to powtórzyć, co skłania nas do obniżenia naszych prognoz konsumpcji prywatnej.

■ Uważamy, że dołek koniunktury nastąpi w pierwszym kwartale tego roku, ze wzrostem PKB na poziomie 0,5% r/r. W kolejnych kwartałach zobaczymy pewne ożywienie, wspierane wzrostem eksportu, przy słabym wzroście w konsumpcji i spadkach nakładów inwestycyjnych. W całym roku przewidujemy wzrost PKB o 1,2%.

Gospodarka Polski

**W przemyśle i budownictwie wciąż słabo**

- W styczniu polski indeks PMI w przemyśle wzrósł nieznacznie, do 48,6 pkt. Indeks pozostaje poniżej neutralnej granicy 50 pkt już nieprzerwanie od 10 miesięcy, sugerując dalszy spadek aktywności przemysłowej. Warto jednak odnotować, że indeks PMI wzrósł czwarty raz z rzędu, a komponent indeksu dotyczący nowych zamówień eksportowych zbliżył się do granicy 50 pkt.

- Niemiecki indeks PMI w przemyśle osiągnął w styczniu wartość 49,8 pkt, znacznie przekraczając oczekiwania. Sugeruje to odbicie gospodarcze u naszego największego partnera handlowego. Możliwe, że właśnie kontrahenci z Niemiec stoją za poprawą krajowego indeksu zamówień eksportowych. Spodziewamy się, że poprawa koniunktury w sektorze przemysłowym w Niemczech coraz mocniej będzie przekładała się na sytuację w Polsce.

- Zachowanie krajowego indeksu PMI jest zbliżone z sytuacją w polskim przemyśle. W grudniu produkcja przemysłowa zanotowała spektakularny spadek o 10,6% r/r, w całym roku wzrosła o 1%. 2012 był zatem okresem stagnacji dla przemysłu. 2013 r. zapewne też będzie słaby, ale ożywienie koniunktury za granicą powinno wspierać sektory mocno nastawione na eksport (np. samochodowy, metalurgiczny, tworzyw sztucznych).

- Polskiej gospodarce wciąż ciężać będzie zapewne sytuacja w budownictwie, które w grudniu zanotowało wręcz zapaść: -24,8% r/r. W całym 2012 r. produkcja w budownictwie zanotowała spadek jedynie o 1%, ale warto zauważyć, obniżała się ona przez cały rok i zniwelowała już prawie cały wzrost z lat 2010-2011. Spodziewamy się, że 2013 r. również będzie trudny dla budowlanki.

Presja inflacyjna będzie wciąż ograniczona

- W grudniu stopa inflacji CPI obniżyła się do 2,4% r/r, czyli po raz pierwszy od sierpnia 2010 r. znalazła się poniżej oficjalnego celu NBP. To nie koniec spadków inflacji. Spodziewamy się, że w styczniu tempo wzrostu cen obniżyło się nawet do 1,9%, w połowie roku osiągnie minimum poniżej dolnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu (1,5%). Średnio w 2013 r. spodziewamy się inflacji CPI na poziomie 1,7% (wobec 3,7% w 2012 r.). Warto jednak podkreślić, że w styczniu wystąpiło wiele czynników, których znaczenie ciężko jest precyzyjnie oszacować, a które mogą zmienić prognozowaną ścieżkę na cały rok (np. obniżki cen gazu i elektryczności, podwyżki cen administrowanych, komunikacji miejskiej, prasy). Oznacza to, że styczniowy odczyt CPI będzie kluczowy dla tegorocznych prognoz. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest zmiana koszyka inflacyjnego (w lutym), ale nie spodziewamy się, aby miało to duży wpływ na nasze prognozy inflacji.

- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w grudniu do 1,4% r/r do poziomu najniższego od dwóch lat. Średnio w 2012 r. inflacja bazowa wyniosła 2,2% r/r. Spodziewamy się, że w styczniu ta miara może odbić w kierunku 2%, ale przez cały rok pozostanie umiarkowana, średnio w okolicach 2%. Naszym zdaniem możliwe jest, że przejściowo inflacja netto będzie wyższa od inflacji CPI.

- Inflacja PPI w grudniu wyniosła -1,1% r/r, a zatem na przestrzeni 2012 r. zanotowała spektakularny spadek (w styczniu było 7,9%, średnio w roku 3,3%). Ozwierciedla to słabość presji podażowej na wzrost cen.

- W 2013 r. wszystkie miary presji inflacyjnej zakotwiczą się na niskich poziomach, nie widzimy znaczących czynnika ryzyka w górę. Spadek wzrostu cen będzie wsparciem dla miar realnych (płace, konsumpcja).

Pod lupą: polityka pieniężna

Fragmenty komunikatów RPP

(porównanie ostatnich zdań z grudnia, stycznia i lutego)

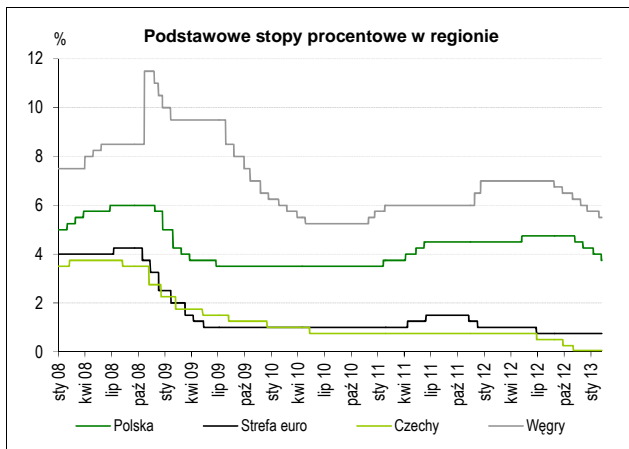
Grudzień: Jeśli napływające informacje będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostanie ograniczone, Rada **dokona** dalszego złagodzenia polityki pieniężnej.

Styczeń: Jeśli napływające informacje będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, Rada **nie wyklucza** dalszego złagodzenia polityki pieniężnej.

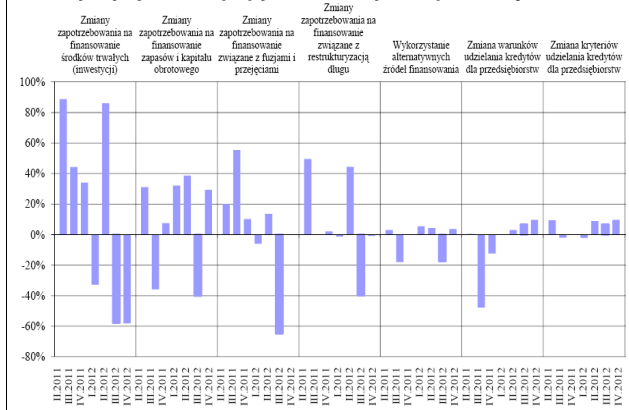
Luty: Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą zależały od oceny napływających informacji dotyczących koniunktury gospodarczej i presji inflacyjnej, w tym od wyników marcowej projekcji makroekonomicznej NBP.

RPP coraz bliżej neutralnego nastawienia?

- Na posiedzeniu w lutym Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb, w tym stopę referencyjną do 3,75%. Była to czwarta z rzędu obniżka stóp - łącznie od początku cyklu (który rozpoczął się w listopadzie 2012 r.) stopy NBP spadły o 100 pb.
- W oficjalnym komunikacie Rada wskazała na utrzymującą się niską aktywność w gospodarce światowej, ale również i w Polsce. Jednak w czasie konferencji prasowej prezes NBP Marek Belka wskazał, że w IV kwartale 2012 nie było silnego pogorszenia koniunktury. Dodał, że w ocenie Rady „dynamika PKB w najbliższych kwartałach będzie umiarkowana, co niesie ryzyko kształtowania się CPI poniżej celu w średnim okresie”.
- Rada zdecydowała się na zmianę komunikacji odnośnie perspektyw stóp w nadchodzących miesiącach. Ostatnie zdanie komunikatu zostało zmienione na całkowicie neutralne. Jednak w czasie konferencji prezes NBP Marek Belka powiedział, że zmiana ta wcale nie oznacza zmiany nastawienia w polityce monetarnej, które pozostaje łagodne. Dodał również, że nie oznacza to sugestii „że obniżki stóp w marcu nie będzie, to oznacza, że wszystkie opcje są otwarte”. To sugeruje, że marcowa projekcja CPI może okazać się kluczową dla dalszych decyzji Rady, a nawet może skłonić ją do przyjęcia wyczekującej postawy.
- W naszej ocenie redukcja stóp w marcu jest bardzo prawdopodobna. Słabe dane z gospodarki, utrzymanie trendu spadkowego inflacji CPI (poniżej 2% r/r w styczniu) w połączeniu z nowymi projekcjami CPI i PKB, które Rada pozna w marcu, będą uzasadniały kolejną obniżkę. Niemniej, po marcowej redukcji stóp (obniżającej stopę referencyjną do 3,50%, czyli poziomu, do którego zredukowano stopy w odpowiedzi na kryzys w 2009 r.) spodziewamy się, że Rada może przyjąć wyczekującą postawę, monitorując napływające dane i mając czas na dokonanie „pewnej reasumpcji, zastanowienia”.

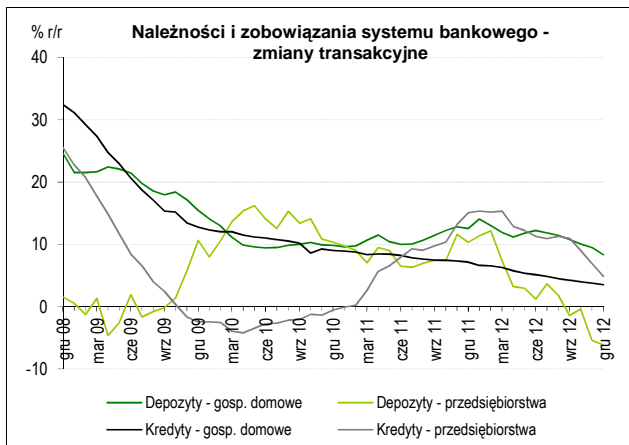


Przyczyny zmian popytu na kredyt dla przedsiębiorstw



Zaostrzenie kryteriów kredytowych w IV kw. 2012

- Banki zaostrzyły kryteria we wszystkim segmentach rynku kredytowego w IV kw. 2012 r. i spodziewają się dalszego zaostrzenia w I kw. 2013 r.
- W segmencie kredytów dla przedsiębiorstw podwyższono koszty pozaodsetkowe oraz zaostrzono kryteria dotyczące wymaganych zabezpieczeń, głównie wskutek zwiększonego ryzyka gospodarczego oraz ryzyka poszczególnych branż. Banki zanotowały także spadek popytu przedsiębiorstw na kredyt, w znacznej mierze w wyniku zmniejszonych potrzeb inwestycyjnych.
- W segmencie kredytów dla ludności podwyższono marże kredytowe, a zaostrzenie warunków kredytowych w znacznej mierze wynikało z aktualizacji modeli oceny zdolności kredytowej. Zanotowano spadek popytu na kredyty konsumpcyjne przy stałym popycie na kredyty mieszkaniowe.

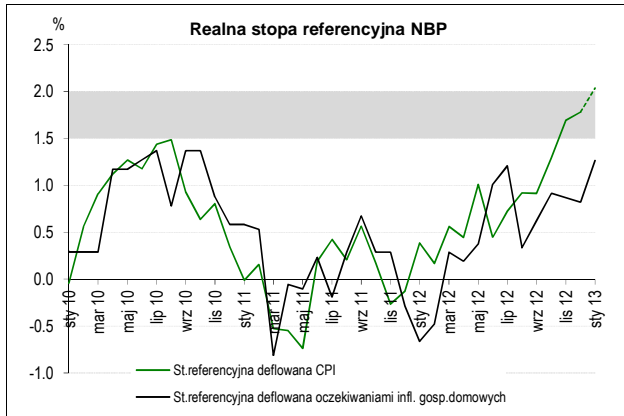


Spowolnienie wzrostu depozytów i kredytów

- W grudniu wzrost podaży pieniądza M3 w ujęciu transakcyjnym spowolnił do 5,3% r/r, czyli najwolniej od kiedy dostępne są porównywalne dane (2005 r.). Wzrost M3 hamuje już od początku 2012 r., w tym samym kierunku poruszają się także rynki depozytowe i kredytowe. Spodziewamy się kontynuacji tych tendencji w nadchodzących kwartałach.
- Wzrost depozytów gospodarstw domowych w ujęciu transakcyjnym spowolnił do 8,3% r/r (najniżej od 2007 r.) a depozyty przedsiębiorstw zanotowały spadek o 6,1% r/r (najgorszy wynik, od kiedy dostępne są porównywalne dane).
- Wzrost kredytów również spowolnił: kredyty dla gospodarstw domowych urosły o 3,5% r/r (najślabiej od 2005 r.) a dla firm o 4,9% r/r (najślabiej od stycznia 2011 r.). Najmocniej spowolniły kredyty inwestycyjne (z 27% r/r w styczniu do -2,5% r/r).

Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Realna stopa referencyjna najwyższej w tej kadencji

- Członkowie RPP przywołują poziom realnych stóp procentowych, jako istotny element przy podejmowaniu decyzji w polityce pieniężnej. Z wypowiedzi członków RPP wnioskujemy, że chodzi o różnicę między stopą referencyjną a stopą inflacji (choć naszym zdaniem nie jest to zbyt fortunną definicją). Wykres obok przedstawia kształtowanie realnych stóp w ostatnich latach. Obniżki stóp procentowych niewiele tu pomogły – realne stopy wzrosły od listopada o ponad 30 pb.
- Członkowie RPP rzadko ujawniają, jaki poziom realnej stopy uważają za adekwatny. Do wyjątków należy Adam Glapiński, dla którego istotne jest, aby realne stopy były na poziomie 1,5-2,0%. Przewidywany dalszy spadek CPI może pchnąć realną stopę NBP powyżej 2%, nawet zakładając kolejną obniżkę w marcu.



Kaźmierczak (1,11)

Rzońca (1,04)

Winiński (1,03)

Hausner (1,03)

Glapiński (0,94)

Gilowska (0,93)

Zielińska-Głębocka (0,90)

Belka (0,87)

Bratkowski (0,37)

Chojna-Duch (0,34)



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.

Zmiana poparcia mocniejszych obniżek

Według szczegółowych wyników głosowania w grudniu, Zyta Gilowska oraz Adam Glapiński głosowali za obniżką o 50 pb (razem z A. Bratkowskim i E. Chojną-Duch). Ciekawe jest, że grudniowe posiedzenie było pierwszym, na którym ci dwoje członków byli za łagodzeniem polityki pieniężnej (wcześniej głosowali przeciw) i od razu zdecydowali się na bardziej zdecydowane ruchy. Naszym zdaniem przekonały ich do tego dane o PKB w trzecim kwartale (opublikowane pod koniec listopada) oraz spadek inflacji (w październiku do 3,4%). Uważamy jednak, że chodziło jedynie o przyspieszenie cyklu, nie o zwiększenie jego skali. Sugerowały to wypowiedzi Adama Glapińskiego ze stycznia, kiedy powiedział, że przestrzeń do obniżek kończy się na 3,75-4,00%.

Grudniowe wyniki pokazały także, że z kolei Marek Belka i Anna Zielińska-Głębocka wycofali swoje poparcie dla obniżek o 50 pb (oba byli za takim ruchem w listopadzie). Wydaje nam się, że także w tym przypadku nie chodziło o zmianę preferowanej skali obniżek w cyklu, ale o chęć kontynuacji cięć w takiej skali, jak w poprzednim miesiącu (aby nie zakłócać cyklu). Na podstawie późniejszych wypowiedzi Elżbiety Chojny-Duch wnioskujemy, że z tych samych pobudek także ona mogła wycofać swoje poparcie dla obniżek mocniejszych niż 25 pb. Zatem sądzimy, że po grudniu prawdopodobnie już tylko Andrzej Bratkowski był za głębszymi cięciami stóp.

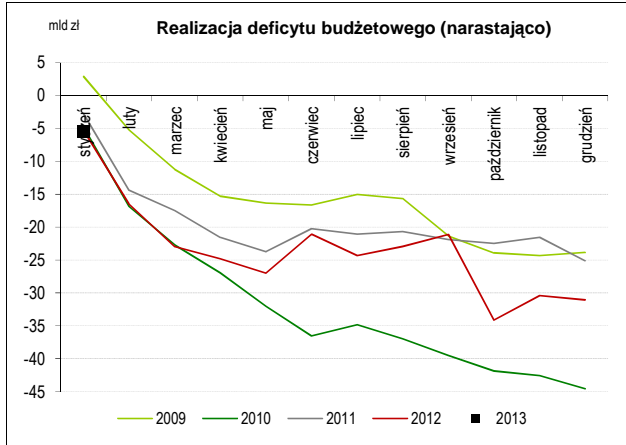
Warto także odnotować, że w grudniu Rada po raz drugi w tej kadencji jednomyślnie dokonała zmiany stóp. Ostatni raz taka sytuacja miała miejsce w styczniu 2011 r.

Koniec cyklu bliski?

Po posiedzeniu w lutym stopa referencyjna spadła do 3,75%. Poziom ten był wcześniej wskazywany przez niektórych członków (np. Glapińskiego) jako graniczny. Możliwe, że właśnie to było przyczyną zastąpienia ostatniego zdania w lutym komunikacie stwierdzeniem całkowicie neutralnym. Sądzimy jednak, że mocny spadek inflacji (poniżej 2% w styczniu) może w odczuciu niektórych członków (Glapińskiego, Gilowskiej, Kaźmierczaka, Hausnera) podtrzymać pole do obniżek stóp – jak dotąd mimo łagodzenia polityki pieniężnej realne stopy procentowe rosną, a nie maleją. Jerzy Hausner powiedział wprost, że spadek inflacji poniżej 1,5% skłoniłby go do kontynuacji cyklu. Naszym zdaniem inflacja może osiągnąć takie poziomy już w II kw. br. Stąd widzimy ryzyko, że nastąpi wówczas jeszcze jedna obniżka stóp o 25 pb do 3,25%.

Z drugiej strony, spodziewamy się pewnego wzrostu inflacji bazowej (w okolicy 2%). Minutes ze styczniowego posiedzenia pokazały, że dla niektórych członków może to być argument przeciw obniżkom stóp. Marek Belka powiedział podczas swojego wystąpienia w Senacie, że RPP świadomie prowadzi politykę stabilnych stóp procentowych w przedziale 3,50-4,75%. Rynek zinterpretował tę wypowiedź jako próbę wskazania, że cykl skończy się przy 3,50%. Na konferencji prasowej po posiedzeniu lutymowym prezes Belka wytłumaczył, że chodziło mu jedynie o historyczną zmienność stóp, a nie wyznaczenie przedziału dla przyszłej zmienności, ale naszym zdaniem 3,50% może być dla niektórych członków istotną barierą psychologiczną. Do tego poziomu stopy zostały obniżone podczas kryzysu finansowego w 2009 r. Obniżenie stóp poniżej tego poziomu mogłoby zostać odczytane jako przyznanie, że sytuacja jest gorsza niż wówczas, a przeciw niektórym członkom Rady bardzo optymistycznie oceniali perspektywy gospodarcze na 2013 r. Jak wiemy, Rada do błędów przyznawać się nie lubi.

Pod lupą: polityka fiskalna



Deficyt finansów publicznych na poziomie 3,5% PKB

Deficyt budżetowy, według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, wyniósł na koniec stycznia około 8,4 mld zł, co stanowiło 23% rocznego planu na ten rok w wysokości 35,6 mld zł. Wiceminister Hanna Majczyk powiedziała, że dochody budżetowe były zgodne z planem, w tym z VAT były zgodne z szacunkami resortu, podczas gdy z PIT okazały się znacząco lepsze od przewidywań.

Wysoka realizacja deficytu budżetowego po styczniu nie jest zaskoczeniem. Historycznie ten miesiąc charakteryzuje się wysokimi wydatkami związanymi z dotacjami do FUS, obsługą długu, a także na rzecz budżetu unijnego.

Resort finansów w opublikowanym pod koniec stycznia raporcie „Informacja kwartalna o sytuacji makroekonomicznej i stanie finansów publicznych w III kwartale 2012 r.” wskazuje, że sektor instytucji rządowych i samorządowych wg ESA 95 w III kw. 2012 zanotował deficyt w wysokości 11,2 mld zł (wobec deficytu na poziomie 8,4 mld zł w II kw. 2012 i wobec 5,8 mld zł w III kw. 2011), co stanowiło 2,9% PKB.

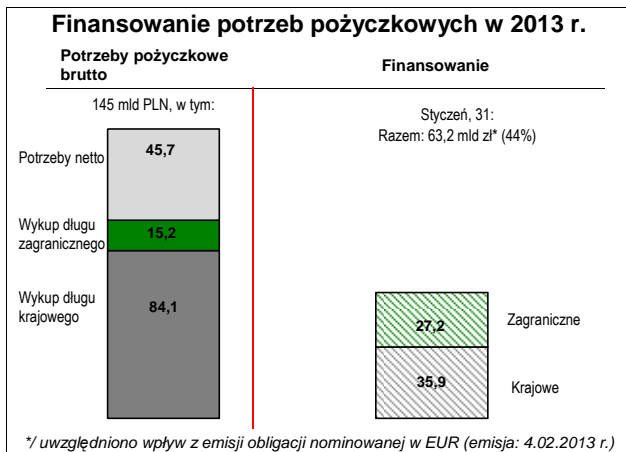
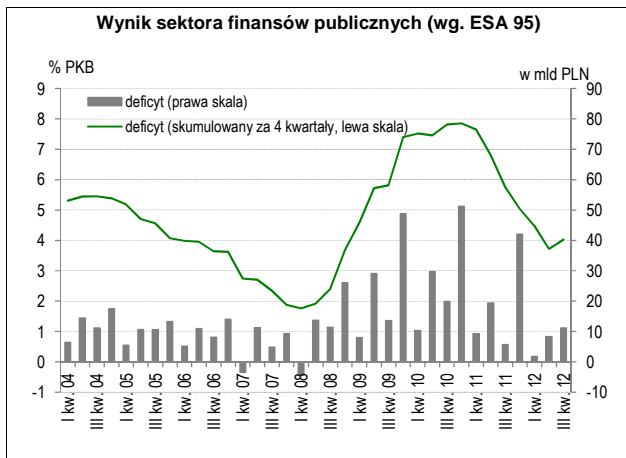
Sądzymy, że ostatnie miesiące 2012 roku przyniosły dalszy wzrost deficytu sektora finansów publicznych, co w naszej ocenie wynikało z dalszego pogorszenia wyniku FUS i FP. Podtrzymujemy, że w całym 2012 r. deficyt sektora finansów publicznych stanowił około 3,5% PKB.

Sfinansowanie 50% potrzeb pożyczkowych w lutym?

Ministerstwo Finansów było bardzo aktywne w styczniu na rynku pierwotnym. Po nieudanej pierwszej aukcji w tym roku, druga okazała się bardzo dużym sukcesem. Na aukcji inwestorzy zgłosili nie tylko rekordowy popyt (16,6 mld zł na aukcji standardowej), ale również zakupili benchmark 5-letni po najniższej rentowności w historii (3,437%). W rezultacie w styczniu resort finansów uplasował obligacje o łącznej wartości 17,4 mld zł.

Ministerstwo z dużym sukcesem plasowało emisje polskiego długu denominowane w walutach obcych. Warto zwrócić uwagę, że ok. 26% wartości emisji 6-letnich euroobligacji (emitowanych na początku stycznia) zakupiły banki centralne. Natomiast emisja obligacji imiennych denominowanych w euro skierowana była do wyselekcjonowanej grupy niemieckich inwestorów.

Podsumowując na koniec stycznia potrzeby pożyczkowe brutto na ten rok były sfinansowane w 44%. Po pierwszej aukcji lutowej było to już prawie 47%, gdy na koniec lutego wysoce prawdopodobne jest, że będzie to 50% (cel Ministerstwa Finansów). Tak wysoka realizacja potrzeb pożyczkowych stawia resort finansów w bardzo komfortowej sytuacji na kolejne miesiące. Sądzymy, że nawet w przypadku zwiększenia potrzeb pożyczkowych (w efekcie ewentualnej nowelizacji budżetu) na ten rok Ministerstwo nie powinno mieć problemów z ich sfinansowaniem.



Ryzyko polityczne ogranicza popyt na dług peryferii

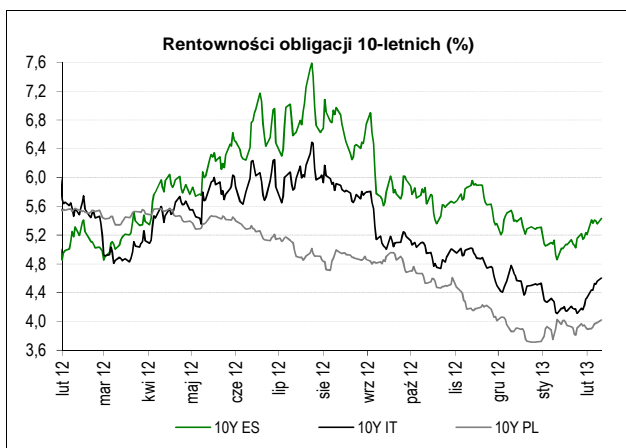
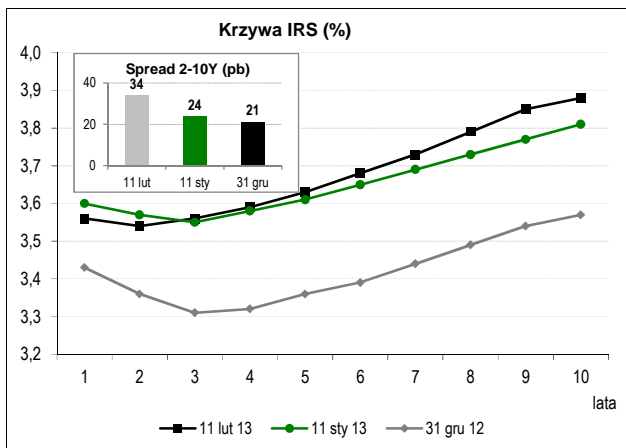
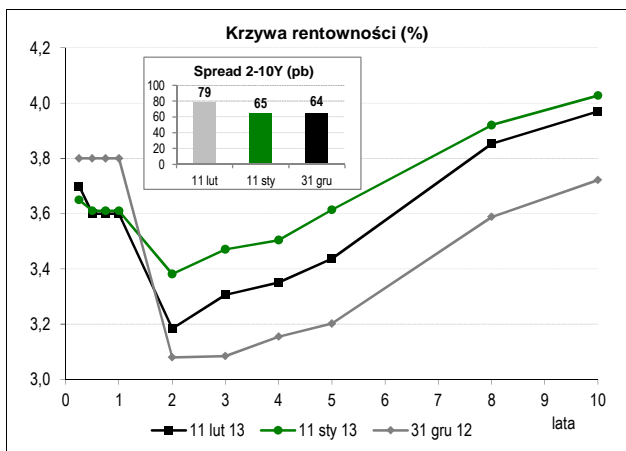
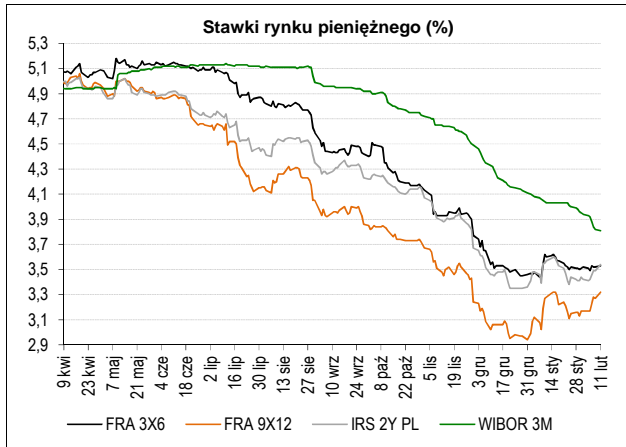
Początek roku przyniósł dalsze umocnienie długu krajów peryferyjnych strefy euro. Wsparciem dla rynku były bardzo dobre wyniki aukcji ich długu, co umożliwiło i Włochom i Hiszpanii nadbudować poduszkę płynnościową (wyższy wskaźnik realizacji planowanych emisji w porównaniu do poprzednich lat). Niemniej wzrost ryzyka politycznego przyczynił się do znaczącej przeceny długu peryferii w drugiej połowie stycznia i na początku lutego.

Sytuacja na rynkach bazowych wyraźnie pokazuje stopniowe zmniejszanie zaangażowania w bezpieczne aktywa. Jednak niejednoznaczne perspektywy dla wzrostu gospodarczego w połączeniu z ryzykiem politycznym w krajach peryferyjnych (obawy o rezultat wyników wyborów parlamentarnych we Włoszech w drugiej połowie lutego) powinny stabilizować popyt na Bundy i amerykański dług.

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	11.02	zmiana od 11.01.12	zmiana od 31.12.12	11.02	zmiana od 11.01.12	zmiana od 31.12.12
Polska	240	-2	-1	91	12	12
Czechy	44	2	-10	59	-2	-4
Węgry	489	14	-3	292	21	22
Grecja	945	-71	-108	-	-	-
Hiszpania	383	56	-17	281	39	-6
Irlandia	225	-43	-94	179	-7	-37
Portugalia	500	36	-68	391	19	-46
Włochy	300	48	-22	262	40	-12
Niemcy	-	-	-	44	3	5

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Reuters, BZ WBK

Rynek stopy procentowej



WIBOR coraz niżej. Trend spadkowy będzie kontynuowany

Styczeń przyniósł kontynuację trendu spadkowego WIBORów. W skali miesiąca stawki obniżyły się o 16-18 pb, co oznacza wyraźne wyhamowanie (dla porównania w grudniu 2012 stawki te spadły o 30-46 pb m/m). Spadek WIBORów nieco przyspieszył na początku lutego, antycypując obniżkę stóp przez RPP. Najbardziej spadała stawka miesięczna (o 15 pb wobec 11 – 13 pb w przypadku pozostałych stawek). To można wiązać z tym, że stawki dłuższe (3M i więcej) zanotowały wcześniej bardziej znaczący spadek.

Stawki FRA charakteryzowały się większą zmiennością. O ile po słabych danych z gospodarki realnej za grudzień umocniły się oczekiwania na spadek stawki referencyjnej do 3%, o tyle po lutowej decyzji i komentarzach prezesa NBP rynek ponownie dostosował swoje oczekiwania do nieco zmienionych warunków przedstawianych przez prezesa NBP w czasie konferencji prasowej. Bieżąca wycena kontraktów FRA wskazuje, że oczekiwania inwestorów zakotwiczą się na poziomie bliżej 3,25% dla stopy referencyjnej. W nadchodzących tygodniach wciąż możliwy jest jeszcze spadek stawek FRA 1x4, gdy potencjał spadku kontraktów FRA na dłuższe terminy jest bardziej ograniczony. (FRA 3x6 jest nieco powyżej 3,50%, poziomu, który jest wg nas celem dla stopy referencyjnej).

W naszej ocenie najbliższe tygodnie przyniosą kontynuację trendu spadkowego stawek WIBOR. Sądzymy, że dane makro za styczeń umocnią oczekiwania na marcową redukcję stóp, co powinno sprzyjać dalszemu spadkowi stawek, w szczególności stawek miesięcznych. Tempo spadku stawek o terminie 3-miesięcznym i dłuższym może dalej stopniowo hamować.

Wzrost rentowności obligacji i stawek IRS

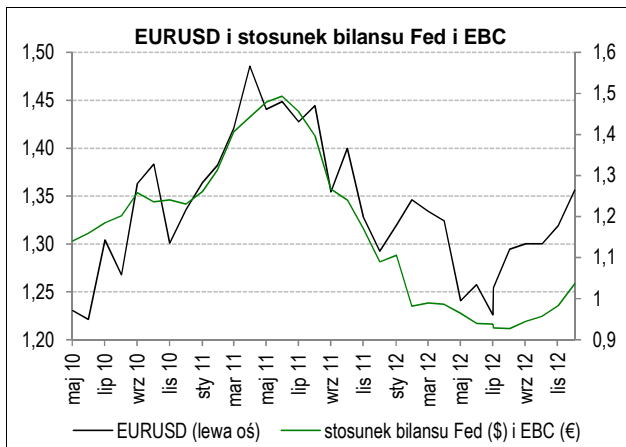
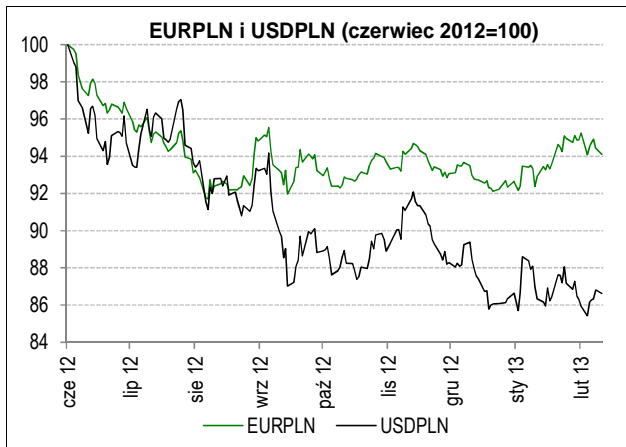
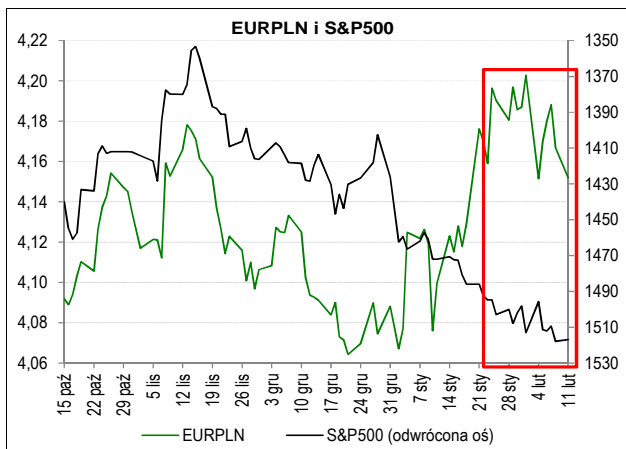
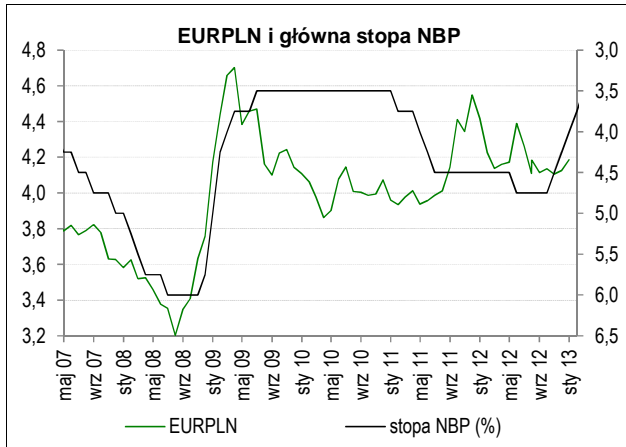
Styczeń przyniósł korektę na rynku obligacji. W efekcie krzywa rentowności przesunęła się w górę o 11-20 pb, przy czym najbardziej straciły na wartości obligacje 5- i 10-letnie, co było efektem głównie wzrostu rentowności na rynkach bazowych. Tendencja wzrostowa utrzymała się również na początku lutego (wzrost o 6-15 pb), co wynikało z niejasnych sygnałów płynących z RPP, relatywnie słabych wyników pierwszej lutowej aukcji, a także wypowiedzi wiceministra finansów Wojciecha Kowaczyka, że resort rozważa powrót do emisji papierów 2-letnich (obligacje te obok serii WZ znalazły się w ofercie na aukcję 13 lutego).

Wzrost dotyczył również stawek IRS. W styczniu krzywa IRS przesunęła się w górę o 8-14 pb, przy czym największe zmiany dotyczyły długiego końca krzywej. Na początku lutego, w ślad za wzrostem rentowności obligacji, stawki IRS ponownie skierowały się „na północ” (wzrost o kolejne 4-9 pb).

Krajowa obligacja 10-letnia zachowywała się lepiej w porównaniu do hiszpańskich i włoskich papierów z tego samego sektora. Korekta wzrostowa rentowności obligacji krajów peryferyjnych strefy euro to głównie efekt wzrostu niestabilności politycznej w tych krajach. Ta tendencja może utrzymać się również w kolejnych tygodniach lutego w związku z planowanymi wyborami parlamentarnymi we Włoszech (24-25 lutego). Powinien być to czynnik wspierający krajowy sektor 10 lat.

Sądzymy, że słabe dane z gospodarki realnej w połączeniu z trendem spadkowym inflacji CPI (spodziewamy się spadku wskaźnika poniżej 2% r/r w styczniu) oraz zmniejszony popyt na ryzykowne aktywa (efekt wyborów we Włoszech, co może skutkować spadkiem rentowności Bundów) powinny stanowić wsparcie dla krajowego długu. Spodziewamy się, że rentowności obligacji 2-, 5- i 10-letnich będą wahały się w przedziale, gdzie dolnym ograniczeniem będą minima osiągnięte na koniec 2012 roku a górnym lokalne maksima osiągnięte w styczniu. Potencjał do umocnienia krajowego długu (głównie na środku i długim końcu krzywej) może być ograniczony przez utrzymywanie się kursu EURPLN na podwyższonym poziomie.

Rynek walutowy



Osłabienie złotego w oczekiwaniu na obniżki stóp NBP

▪ Miesiąc temu wskazywaliśmy, że deprecjacja złotego z początku 2013 jest podobna do tej zanotowanej w pierwszych tygodniach 2012. Sugerowaliśmy, że globalny nastrój może się poprawić i że to ograniczy potencjał do osłabienia krajowej waluty wynikający z oczekiwań na obniżki stóp przez RPP.

▪ Nastrój na globalnym rynku faktycznie uległ poprawie (od daty zamknięcia poprzedniego raportu S&P500 wzrósł o 3,2%, a EURUSD tymczasowo o prawie 5%), podczas gdy EURPLN wzrósł chwilowo o ok. 2%. Istotność krajowych czynników okazała się jednak większa niż się spodziewaliśmy. EURPLN przebił górne ograniczenie przedziału wahań 4,05-4,14 po dużo słabszych od konsensusu (a zgodnych z naszymi oczekiwaniami) danych o krajowej produkcji przemysłowej. W kolejnych tygodniach złoty pozostał po presji wzmocnionych oczekiwań na obniżki stóp NBP. W rezultacie, EURPLN przebił tymczasowo 4,21 i osiągnął najwyższy poziom od początku września 2012. Złoty zdołał odrobić część strat po tym jak premier Tusk zapowiedział na połowę lutego rozpoczęcie debaty nad przyjęciem przez Polskę wspólnej waluty, a na szczycie UE osiągnięto konsensus w sprawie kolejnej perspektywy budżetowej.

Niewielki potencjał do spadku EURPLN

▪ Trzeci wykres pokazuje, że od początku września (krótko po opublikowaniu gorszych od oczekiwań danych o polskim PKB za II kw. i komentarzu prezesa NBP sugerującym, że nastawienie RPP uległo zmianie) kurs EURPLN „oderwał” się od USDPLN. Złoty przestał umacniać się do euro pomimo poprawy globalnego nastroju, ponieważ oczekiwania na obniżki stóp zaczęły grać główną rolę, a krajowe fundamenty się pogarszały. Krajowa waluta zyskała do dolara tylko dzięki rosnącemu EURUSD.

▪ Nie widzimy dużych szans na „zamknięcie” tej luki w najbliższym czasie. Po pierwsze, przed nami kontynuacja łagodzenia polityki pieniężnej i dalszy wyraźny spadek inflacji (oczekujemy dołka CPI w połowie roku). Spodziewamy się, że w marcu RPP dokona piątej z rzędu obniżki stóp, co będzie uzasadnione zarówno najbliższymi danymi (wg naszej prognozy CPI spadł w styczniu poniżej 2%) oraz wynikami nowych projekcji inflacji i PKB. Drugim czynnikiem ograniczającym potencjał do spadku EURPLN to (do tej pory tylko słowne) interwencje ze strony rządu i banku centralnego wskazujące na niekorzystny wpływ mocnej waluty na gospodarkę.

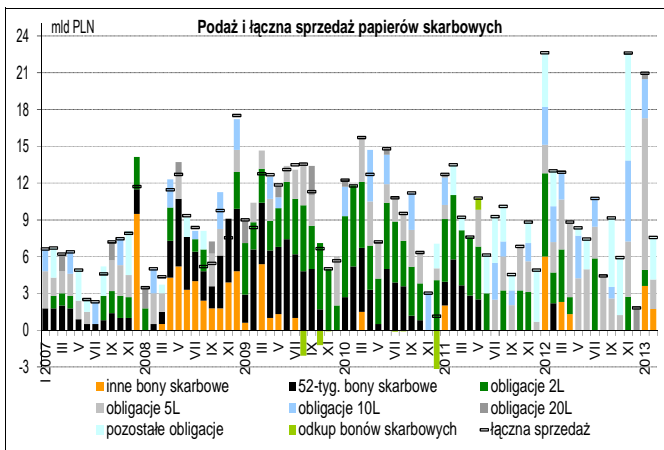
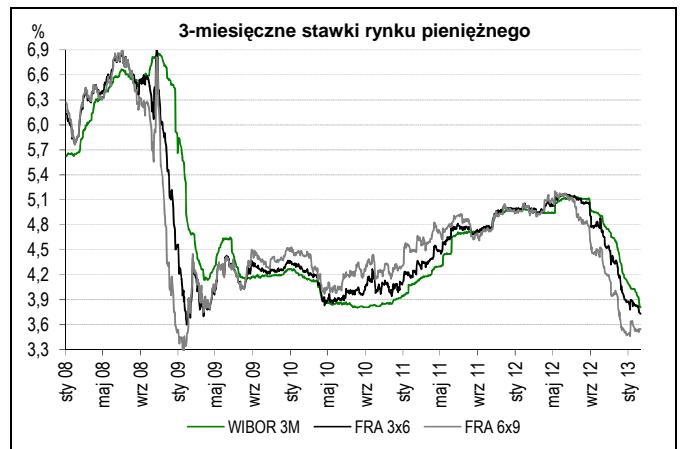
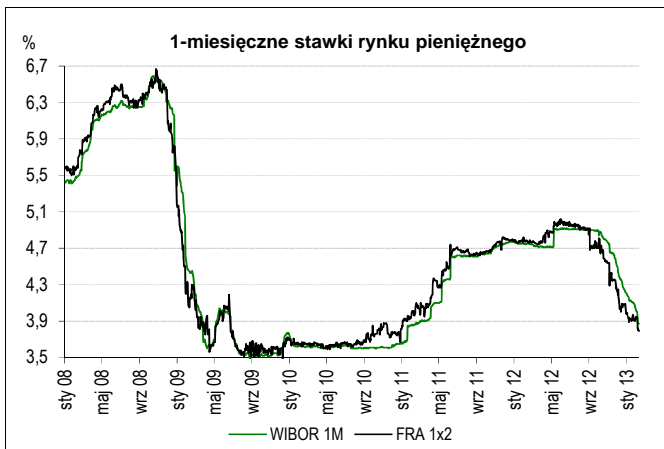
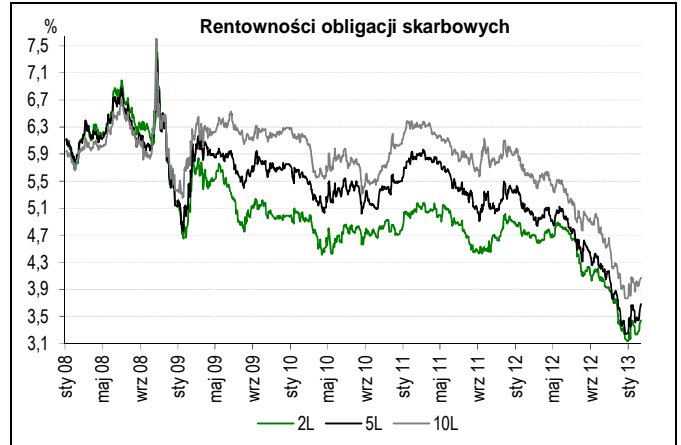
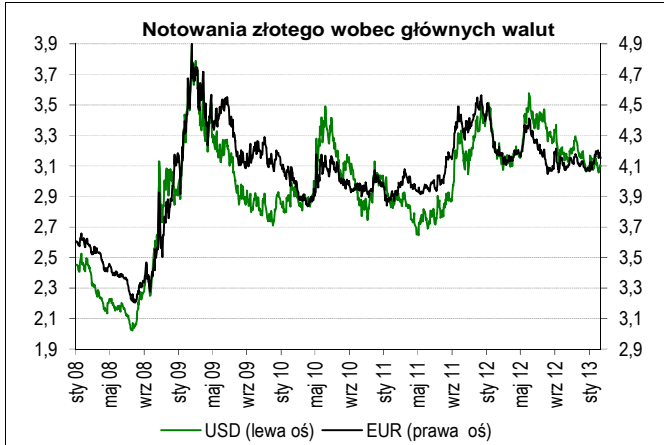
▪ W sumie oczekujemy, że w lutym średni kurs EURPLN wyniesie 4,17. Perspektywa dalszych obniżek stóp NBP oraz niepewność odnośnie m.in. wyników wyborów parlamentarnych we Włoszech może wywierać negatywną presję na złotego w relacji do euro i dolara.

Chwilowy spadek EURUSD?

▪ Dane makroekonomiczne oraz informacje płynące z Europy (lepsze od prognoz odczyty indeksów PMI, Ifo, ZEW, wcześniejsza spłata pożyczonych w LTRO środków) stanowiły wsparcie dla euro. Kurs EURUSD wzrósł powyżej 1,37 (najwyższy poziom od listopada 2011). Relacja bilansu Fed do EBC powinna się zwiększać, przy spadku bilansu ECB i przy utrzymaniu przez Fed programu zakupu papierów skarbowych. Powinno to wspierać europejską walutę. W związku z tym, wydaje nam się, że potencjał do kontynuacji spadku EURUSD zainicjowanego po lutym posiedzeniu EBC jest ograniczony. Z drugiej strony, niepewność odnośnie dalszego rozwoju sytuacji politycznej w Hiszpanii (w związku z oskarżeniami o korupcję pod adresem premiera Rajoya) oraz we Włoszech (przed zaplanowanymi na przedostatni tydzień lutego wyborami parlamentarnymi) może ograniczać tempo, w jakim euro będzie odbierało straty. Wymienione czynniki mogą mieć też – oprócz wydarzeń krajowych – negatywny wpływ na złotego. Istotnym wsparciem dla EURUSD jest strefa 1,33-1,34.

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
04.02.2013	20-tyg.: 1000-2000	7728/1747

* 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
Luty '12	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	6000-9000	13693,8	-	-	-
luty	7.02	PS0418/WZ0117	4000-6000	5806,5	13.02	OK0715/WZ0124	3000-5000	-	-	-	-

* 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
11 lutego	12 PL: Bilans płatniczy (XII)	13 EZ: Produkcja przemysłowa (XII) US: Sprzedaż detaliczna (I)	14 PL: Podaż pieniądza (I) DE: Wstępny PKB (IV kw.) EZ: Wstępny PKB (IV kw.)	15 PL: CPI (I) US: Produkcja przemysłowa (I) US: Wstępny indeks Michigan (II)
18 PL: Płace i zatrudnienie (I)	19 DE: Indeks ZEW (II) PL: Produkcja przemysłowa (I) PL: PPI (I)	20 US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę domów (I) US: Minutes Fed	21 PL: Minutes RPP DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II) CN: Wstępny PMI – przemysł (II) US: CPI (I) US: Sprzedaż domów (I) US: Indeks Philly Fed (II)	22 DE: Indeks Ifo (II)
25 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (II)	26 US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (XII) US: Indeks nastrojów konsumentów (II) US: Sprzedaż nowych domów (I)	27 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (I) US: Niezakończona sprzedaż domów (I)	28 PL: Oczekiwania inflacyjne (II) EZ: HICP (I) US: Drugi szacunek PKB (IV kw.)	1 marca PL: PMI – przemysł (II) DE: PMI – przemysł (II) EZ: PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny HICP (II) CN: PMI – przemysł (II) US: Dochody osobiste (I) US: Wydatki konsumentów (I) US: Bazowy PCE (I) US: Indeks Michigan (II) US: ISM – przemysł (II)
4 EZ: Indeks Sentix (III)	5 DE: PMI – usługi (II) EZ: PMI – usługi (II) EZ: Sprzedaż detaliczna (I)	6 PL: Decyzja RPP EZ: Rewizja PKB (IV kw.) US: Raport ADP (II) US: Zamówienia przemysłowe (I) US: Beżowa Księga Fed	7 DE: Zamówienia przemysłowe (I) GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC US: Bilans handlowy (I)	8 DE: Produkcja przemysłowa (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) US: Stopa bezrobocia (II)
11 DE: Eksport (I)	12	13 EZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Sprzedaż detaliczna (II)	14 PL: CPI (II) PL: Podaż pieniądza (II) PL: Bilans płatniczy (XII)	15 EZ: HICP (II) US: Produkcja przemysłowa (II) US: CPI (II) US: Wstępny indeks Michigan (III)

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

		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	lut 13
PMI	pkt.	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	48,9
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,1	4,8	0,8	2,8	4,3	1,2	5,4	0,6	-5,2	4,7	-0,9	-10,6	-3,5	-2,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	32,2	12,0	3,5	8,1	6,2	-5,2	-8,7	-5,0	-17,9	-3,6	-5,3	-24,8	-15,2	-14,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	14,3	13,7	10,7	5,5	7,7	6,4	6,9	5,8	3,1	3,3	2,4	-2,5	3,0	0,7
Stopa bezrobocia	%	13,2	13,4	13,3	12,9	12,6	12,3	12,3	12,4	12,4	12,5	12,9	13,4	14,2	14,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	8,1	4,3	3,8	3,4	3,8	4,3	2,4	2,7	1,6	2,8	2,7	2,4	1,2	4,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,9	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-1,3	-1,4
Eksport (w euro)	% r/r	6,2	4,4	2,5	2,4	-1,6	0,6	9,8	3,7	-0,8	15,4	7,8	0,1	3,1	4,8
Import (w euro)	% r/r	6,9	5,6	1,5	-3,3	-2,0	-5,3	2,1	-3,2	-3,2	7,5	4,4	-4,2	-0,3	0,0
Bilans handlowy	mln EUR	-687	-883	-544	-420	-846	-372	-367	-98	44	221	-394	-629	-300	-315
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 994	-1 909	-585	-655	-454	-1 092	-1 005	-901	-1 457	-755	-1 490	-543	-1 393	-1 016
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-5,3	-5,1	-4,9	-4,9	-4,6	-4,4	-4,1	-4,1	-3,7	-3,7	-3,4	-3,2	-3,1
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	-5,3	-16,5	-23,0	-24,8	-27,0	-21,1	-24,3	-22,9	-21,1	-34,1	-30,4	-31,1	-5,5	-17,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	15,1	47,2	65,6	70,9	77,1	60,2	69,6	65,5	60,4	97,5	86,9	88,8	15,5	48,6
Inflacja (CPI)	% r/r	4,1	4,3	3,9	4,0	3,6	4,3	4,0	3,8	3,8	3,4	2,8	2,4	1,9	1,8
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,5	2,6	2,4	2,7	2,3	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	1,4	1,9	1,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,9	6,0	4,4	4,4	5,2	4,4	3,6	3,0	1,8	1,0	-0,1	-1,1	-1,5	-0,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,7	12,4	9,1	10,2	11,1	11,0	11,0	9,8	7,6	8,0	5,7	4,6	5,4	6,7
Zobowiązania	% r/r	12,8	12,5	8,5	10,0	10,8	10,4	10,9	9,5	7,9	8,1	5,8	4,7	5,8	6,0
Należności	% r/r	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	3,8
EUR/PLN	PLN	4,37	4,18	4,14	4,18	4,30	4,30	4,19	4,09	4,14	4,11	4,13	4,10	4,14	4,17
USD/PLN	PLN	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	3,10
CHF/PLN	PLN	3,61	3,47	3,43	3,47	3,58	3,58	3,49	3,41	3,42	3,40	3,43	3,39	3,37	3,38
Stopa referencyjna ^b	%	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	3,75
WIBOR 3M	%	4,99	4,97	4,95	4,94	5,05	5,12	5,13	5,10	4,95	4,82	4,62	4,26	4,03	3,78
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,51	4,50	4,48	4,58	4,75	4,75	4,64	4,58	4,53	4,42	4,14	3,94	3,62	3,50
Rentowność obligacji 2L	%	4,75	4,66	4,58	4,67	4,77	4,71	4,46	4,12	4,09	3,94	3,66	3,23	3,25	3,30
Rentowność obligacji 5L	%	5,20	5,00	4,88	4,97	4,97	4,85	4,58	4,43	4,28	4,12	3,78	3,35	3,46	3,51
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,53	5,45	5,50	5,41	5,24	4,99	4,88	4,85	4,59	4,21	3,87	3,91	3,96

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	1 599,3	1 642,6	370,7	388,3	392,1	448,2	380,4	396,8	401,4	463,9
PKB	% r/r	3,9	4,3	2,0	1,2	3,6	2,3	1,4	1,0	0,5	1,0	1,3	2,0
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,4	0,1	-0,2	2,5	-0,4	-0,7	-0,7	-1,0	-0,5	0,0	0,5
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	2,5	0,5	1,0	1,7	1,2	0,1	-1,0	0,8	0,9	1,0	1,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	9,0	0,6	-2,0	6,0	1,3	-1,5	-0,4	-4,0	-4,0	-2,0	-0,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	1,0	-0,1	4,9	2,8	-0,1	-3,2	-2,9	-0,3	-0,5	3,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	12,3	-1,0	-8,8	13,8	2,2	-11,0	-12,6	-14,8	-9,6	-7,6	-6,1
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,1	11,2	6,0	3,2	12,6	6,5	5,3	0,9	2,2	2,5	3,6	4,3
Stopa bezrobocia ^b	%	12,4	12,5	13,4	14,0	13,3	12,3	12,4	13,4	14,5	13,7	13,5	14,0
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,9	5,2	3,7	3,0	5,2	3,9	2,8	2,9	3,3	3,5	3,4	3,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-0,2	0,6	0,0	-1,2	0,2	0,2	-0,1	-0,3	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	12,1	4,1	6,5	4,1	0,4	3,7	8,2	4,8	5,0	6,0	10,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	12,2	0,4	3,4	4,3	-3,5	-1,6	2,8	1,5	1,5	4,0	6,5
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 059	-4 982	-616	-2 115	-1 640	-425	-802	-962	-414	289	470
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 129	-17 977	-12 873	-5 176	-4 515	-2 203	-3 367	-2 788	-2 900	-599	-915	-762
Rachunek bieżący	% PKB	-5,1	-4,9	-3,4	-1,3	-5,1	-4,6	-4,1	-3,4	-2,9	-2,5	-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	1,7	4,1	4,0	3,9	2,9	1,8	1,3	1,7	2,1
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,1	4,6	2,4	2,3	3,9	4,3	3,8	2,4	1,7	1,2	1,9	2,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	2,4	2,2	1,9	2,5	2,5	2,1	1,7	1,9	1,6	1,9	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	3,4	-0,1	6,1	4,7	2,8	-0,1	-1,0	-0,9	0,2	1,5
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,8	12,5	4,5	3,6	9,1	11,0	7,6	4,6	6,6	5,8	5,1	3,5
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	11,7	4,7	3,5	8,5	10,4	7,9	4,7	6,4	5,7	5,0	3,5
Należności ^b	% r/r	9,2	14,4	1,2	3,7	12,8	10,7	5,4	2,3	3,5	4,4	5,4	1,2
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,19	4,14	4,23	4,26	4,14	4,11	4,17	4,16	4,15	4,10
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,26	3,09	3,23	3,32	3,31	3,17	3,12	3,09	3,09	3,05
CHF/PLN	PLN	2,90	3,34	3,47	3,35	3,50	3,55	3,44	3,40	3,39	3,37	3,35	3,31
Stopa referencyjna ^b	%	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	3,64	4,97	5,04	5,06	4,57	3,81	3,51	3,58	3,65
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,48	3,60	4,50	4,69	4,58	4,16	3,53	3,46	3,61	3,81
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,30	3,39	4,66	4,71	4,22	3,61	3,27	3,26	3,41	3,61
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,53	3,61	5,02	4,93	4,43	3,75	3,48	3,48	3,63	3,85
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,02	4,08	5,58	5,38	4,91	4,22	3,94	3,94	4,10	4,35

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.02.2013 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

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.