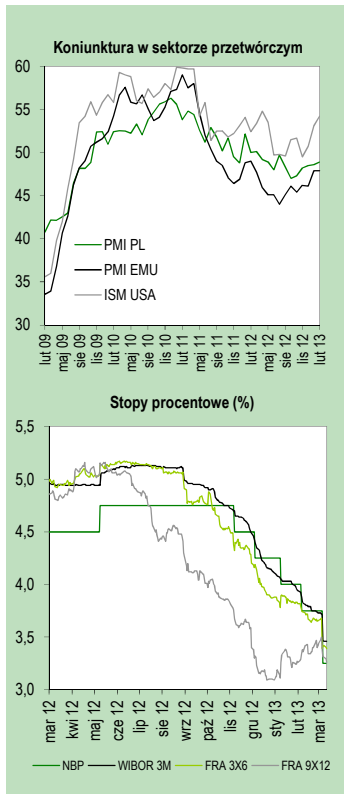


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2013



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Rynek nieruchomości	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

Mocne zakończenie

- **RPP zaskoczyła w marcu obniżką głównych stóp procentowych o 50 pkt bazowych. W efekcie, stopa referencyjna NBP spadła do 3,25%, najniższego poziomu w historii.** Naszym zdaniem jednorazowe głębsze cięcie stóp na zakończenie cyklu było uzasadnione. Rada zasugerowała dość zdecydowanie, że cykl łagodzenia polityki się zakończył, chociaż nie zamknęła sobie całkowicie drzwi do kolejnych obniżek. Prezes Marek Belka dopuścił możliwość obniżki stóp, ale tylko w sytuacji, jeśli scenariusz makroekonomiczny będzie istotnie odbiegał od tego zarysowanego w projekcji. Naszym zdaniem raczej nie będzie to miało miejsca. Tak czy inaczej, do lipca stopy procentowe NBP zapewne pozostaną bez zmian.
- **Oczekiwany przez nas scenariusz rozwoju sytuacji ekonomicznej nie zmienił się znacząco. Co prawda opublikowane ostatnio dane były nieco lepsze od oczekiwań, jednak tak jak w grudniu nie należało ogłaszać katastrofy, tak teraz za wcześnie jest, aby powiedzieć, że rozpoczęło się ożywienie.** Według nas, dane za luty i marzec mogą być ponownie rozczarowujące, potwierdzając, że w pierwszym kwartale mieliśmy kontynuację spowolnienia. Z drugiej strony, nic nie wskazuje na to, aby miały spełnić się pesymistyczne scenariusze mówiące o spadku PKB. Utrzymujemy naszą prognozę wzrostu gospodarczego o ok. 0,5% r/r w I kwartale i wciąż spodziewamy się, że każdy kolejny kwartał będzie lepszy. Nastąpi to głównie za sprawą ożywienia eksportu, a zakończenie roku może przynieść tempo wzrostu gospodarczego powyżej 2%.

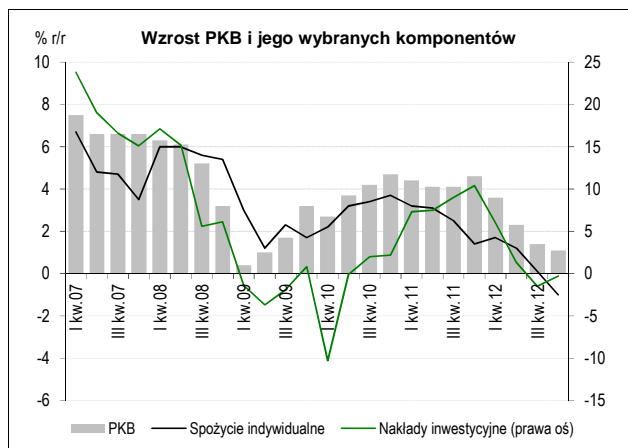
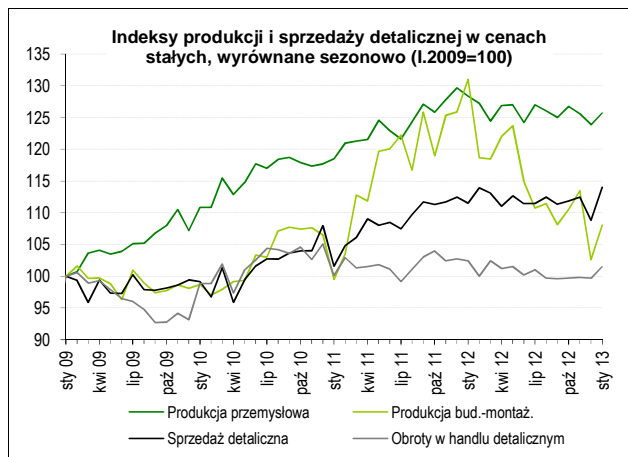
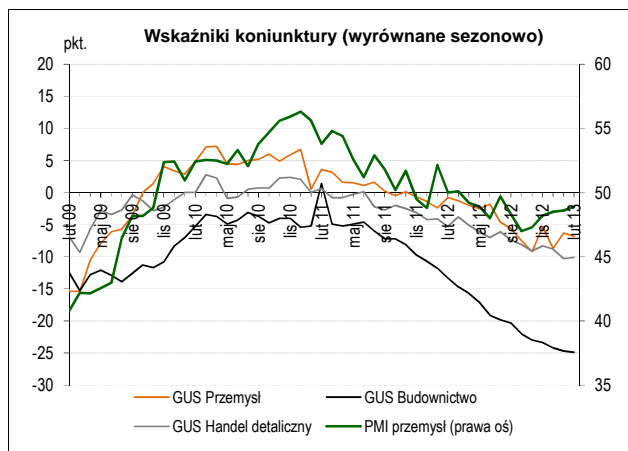
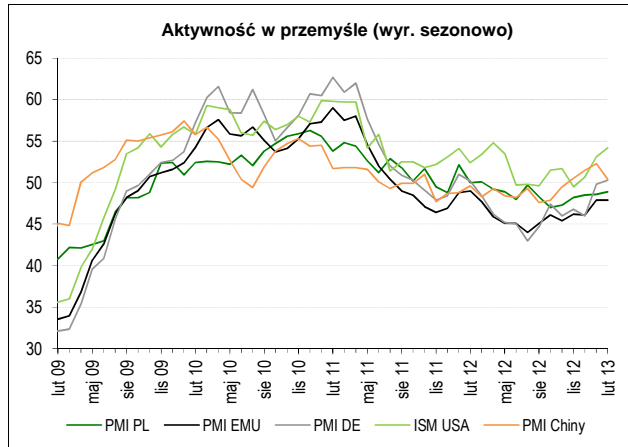
- **Słabe nadchodzące dane z realnej gospodarki, wraz z dalszym spadkiem inflacji, mogą obudzić na nowo oczekiwania na kontynuację obniżek stóp procentowych.** Jednak naszym zdaniem, taki scenariusz makroekonomiczny został wzięty pod uwagę przez Radę Polityki Pieniężnej, gdy podjęła decyzję o ogłoszeniu końca cyklu obniżek. Dlatego też, jeśli rynek stopy procentowej (FRA, IRS, obligacje) zareaguje w najbliższych tygodniach pozytywnie na nadchodzące z gospodarki informacje, może się okazać, że będzie to miało efekt krótkotrwały. Mniej więcej do połowy roku możemy mieć do czynienia z trendem bocznym na rynku stopy procentowej, jednak w dalszej perspektywie podtrzymujemy nasze prognozy wzrostu rentowności.

- **Trend wzrostowy obserwowany w notowaniach EURPLN od początku roku uległ w lutym zatrzymaniu.** Nastąpiło to dzięki lepszym od prognoz danym makroekonomicznym z kraju (styczniowe produkcja oraz sprzedaż i PKB za IV kw.), które ograniczyły oczekiwania na marcową obniżkę stóp NBP. Złoty był stosunkowo odporny na wzrost awersji do ryzyka zainicjowanej po wyborach we Włoszech, a dodatkowym wsparciem dla krajowej waluty była decyzja agencji Fitch o podniesieniu perspektyw ratingu Polski. Testowanie strefy wsparcia w okolicach 4,11-4,12 nie powiodło się i nie oczekujemy powrotu kursu w te okolice w najbliższym czasie. Kolejne dane mogą mieć raczej negatywny wpływ na złotego, szczególnie, jeśli na rynkach globalnych wzrośnie awersja do ryzyka. Podtrzymujemy prognozę umocnienia złotego w drugiej połowie roku.

Na rynku finansowym 12 marca 2013 r.:					
Stopa depozytowa NBP	1,75	WIBOR 3M	3,46	EURPLN	4,1500
Stopa referencyjna NBP	3,25	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	3,32	USDPLN	3,1887
Stopa lombardowa NBP	4,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,51	CHFPLN	3,3643

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.03.2013 r.

Gospodarka Polski



Koniec kryzysu... czy fatamorgana?

- Widoczna poprawa indeksów koniunktury dla najważniejszych światowych gospodarek wzmocniła nadzieje, że po bardzo słabym IV kwartale 2012 aktywność ekonomiczna na świecie niebawem zacznie się poprawiać.
- Warto jednak zwrócić uwagę na dwie kwestie: (1) odbicie wskaźników jest bardzo nierównomierne, szczególnie w strefie euro, gdzie obok wyraźnej poprawy nastrojów w gospodarce niemieckiej widoczna jest dalsza zapaść w krajach Południa oraz m.in. we Francji; (2) globalne ożywienie będzie powolne, wolniejsze niż zakładały wcześniejsze przewidywania. Wskazują na to m.in. najnowsze rewizje prognoz ekonomicznych Komisji Europejskiej i EBC.
- Wolniejsze niż planowano tempo wychodzenia Europy z recesji oraz niespodzianki na scenie politycznej (m.in. wynik wyborów we Włoszech) sugerują, że nadal za wcześnie, aby ogłosić, że na horyzoncie jest już widoczny koniec europejskiego kryzysu zadłużeniowego i gospodarczego. Oczekujemy jednak, że stopniowe ożywienie aktywności ekonomicznej u naszych głównych partnerów handlowych będzie kontynuowane. To z kolei powinno się z czasem przekładać na wyniki polskiego eksportu i przemysłu.
- Krajowe indeksy koniunktury nie zapowiadają na razie przełomu w gospodarce, ale niewątpliwie sugerują, że negatywne tendencje przestały się nasilać. Indeks PMI dla przemysłu wzrósł w lutym piąty raz z rzędu, pozostając jednak poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. Poprawiły się m.in. subindeksy zamówień eksportowych i zatrudnienia. Indeksy koniunktury GUS wprawdzie nie zanotowały wyraźnej poprawy, ale w większości branż wyhamowały spadki. Wyjątkiem jest budownictwo, gdzie rekordowo złe nastroje nadal się pogarszają. W lutym zanotowano poprawę nastrojów konsumentów (które jednak ogólnie pozostają dość słabe).

Styczeniowe (i grudniowe) dane pod wpływem zaburzeń

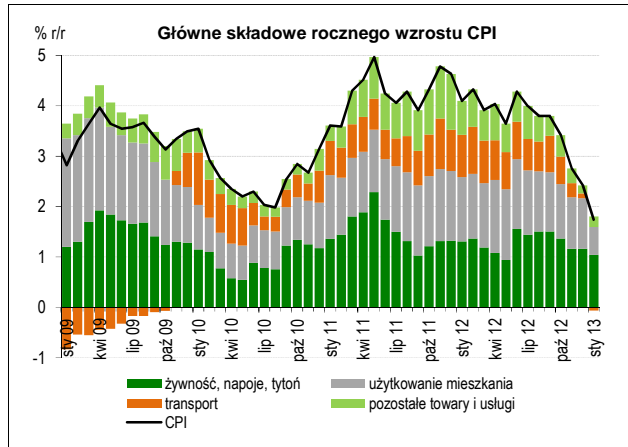
- Część danych za styczeń (m.in. produkcja i sprzedaż detaliczna) okazała się lepsza od prognoz, odnotowując jednocześnie poprawę w porównaniu ze słabymi wynikami grudnia. Odbicie to wynikało jednak z oddziaływania efektów statystycznych i przejściowych zaburzeń (w przypadku produkcji różnica w liczbie dni roboczych, w przypadku sprzedaży detalicznej przesunięcie dużej części płatności dopłat dla rolników z grudnia na styczeń, o czym pisaliśmy już przed miesiącem) i dlatego nie należy tego traktować jako zapowiedzi ożywienia w gospodarce, a raczej ponowne odchylenie od trendu.
- Ożywienie w przemyśle nadejdzie prawdopodobnie w dalszej części roku, wraz ze wzrostem zamówień eksportowych. Jednak na trwałą i wyraźną poprawę popytu konsumentów trzeba będzie poczekać dłużej. W budownictwie również nie spodziewamy się w najbliższych miesiącach trwałej poprawy, chociaż dane za luty znowu będą wyglądać lepiej ze względu na silny efekt niskiej bazy.

... ale odbicie PKB od dna coraz bliżej

- Dane o PKB za IV kw. 2012, które pozytywnie zaskoczyły część analityków i członków RPP, dla nas nie były niespodzianką i nie sygnalizują jeszcze w naszej ocenie odwrócenia negatywnych tendencji. Spadek inwestycji, który stracił na sile w IV kw., może pogłębić się w kolejnych kwartałach. Popyt konsumpcyjny może odbić w górę w I kw. w wyniku przesunięcia płatności dla rolników, ale nie będzie to efekt trwały i w dalszej części roku popyt pozostanie niski.
- Niemniej, podtrzymujemy tezę, że obecnie znajdujemy się w dołku koniunktury i poczynając od II kwartału powinniśmy zaobserwować stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego, którego głównym motorem będzie eksport.
- Naszym zdaniem jeszcze za wcześnie, aby podwyższać prognozy wzrostu PKB, ale bilans ryzyk stopniowo przesuwa się w górę.

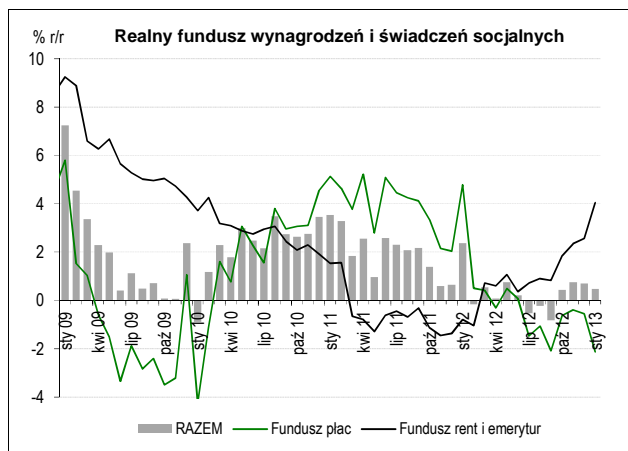
Źródło: GUS, Eurostat, BZ WBK

Gospodarka Polski



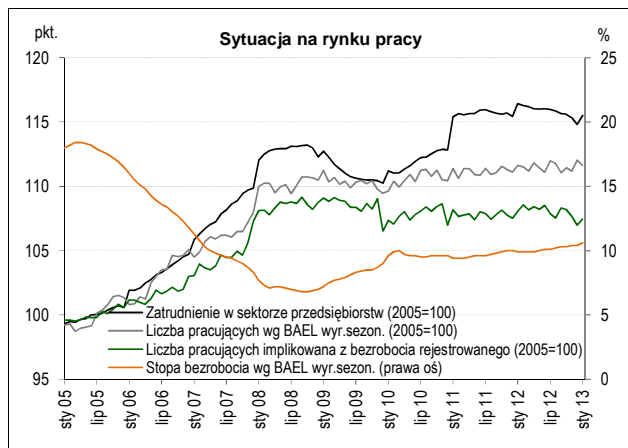
Inflacja zmierza w kierunku 1%

- Spadek inflacji w styczniu był szybszy niż oczekiwano – wzrost CPI wyniósł zaledwie 1,7% r/r. Wykres obok pokazuje, że za poziom inflacji niemal w całości odpowiada obecnie wzrost cen żywności oraz kosztów związanych z mieszkaniem, podczas gdy wzrosty cen pozostałych towarów i usług są minimalne.
- W kolejnych miesiącach przewidujemy dalszy spadek inflacji, do niemal 1% w II kwartale. Jednocześnie, inflacja bazowa powinna pozostać blisko poziomu 1,5% (lub poniżej). O braku presji inflacyjnej świadczy też ujemna dynamika PPI, która pewnie pozostanie poniżej zera w I półroczu.
- Rewizja wag w koszyku CPI, której GUS dokona wraz z publikacją danych za luty, nie powinna mieć mocnego wpływu na inflację w krótkim terminie (szacujemy, że może ją podnieść o ok. 0,02 pp), ale może nieco zmienić przebieg ścieżki inflacyjnej w trakcie roku.



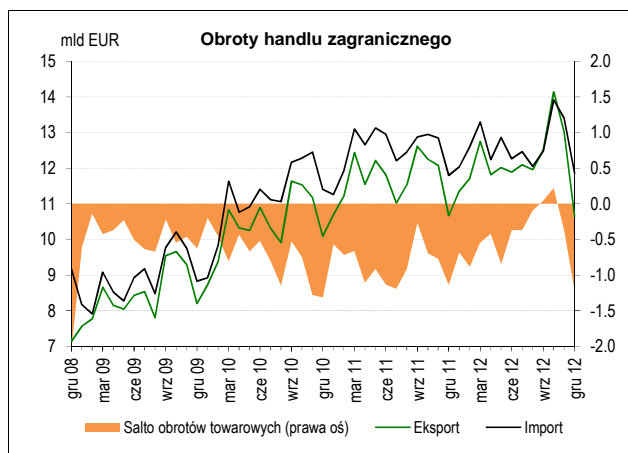
... wspierając realne dochody

- Styczniowy mocny spadek dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw (do 0,4% r/r) wynikał m.in. z efektu bardzo wysokiej bazy (w 2012 r. wypłatę części wynagrodzeń przesunięto z lutego na styczeń). Z tego powodu należy oczekiwać, że w lutym tego roku dynamika płac (przejściowo) odbije w górę. Niemniej, średnie tempo wzrostu wynagrodzeń pozostanie umiarkowane przez resztę roku.
- Szybko spadająca inflacja podnosi jednak realną dynamikę dochodów. Skorzystają z tego w szczególności gospodarstwa rencistów i emerytów, których świadczenia zostaną zwaloryzowane w marcu w oparciu o wysoki wskaźnik CPI z 2012 r.
- Z drugiej strony, szanse na ożywienie konsumpcji ogranicza oczekiwany przez nas dalszy wzrost skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych (rozpoczęty już w II półroczu 2012).



Bezrobocie rośnie, ale pracujących (na razie) nie ubywa

- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu do 14,2%, a skorygowana sezonowo stopa bezrobocia wg BAEL do 10,6%. To najwyższe poziomy od odpowiednio 6 i 5 lat.
- Co ciekawe, za wzrostem bezrobocia stoi przede wszystkim wzrost aktywności zawodowej, a nie istotny ubytek liczby miejsc pracy. Wg danych BAEL liczba pracujących nie wykazuje istotnej tendencji spadkowej. Z drugiej strony, przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw stopniowo malało w 2012 r. Tendencję spadkową pod koniec roku wykazała również liczba pracujących implikowana przez dane GUS o bezrobociu rejestrowanym.
- Badania ankietowe wykazują, że więcej firm planuje zwolnienia niż zatrudnianie nowych pracowników, choć deklarowane tempo redukcji zatrudnienia wyraźnie zmalało w ostatnich miesiącach.



Nagle (przejściowe?) pogorszenie bilansu handlowego

- Koniec 2012 r. przyniósł gwałtowne odwrócenie trendu poprawy salda wymiany handlowej, obserwowanego w poprzednich miesiącach. W efekcie, w grudniu deficyt obrotów towarowych wyniósł 1,2 mld €, najwięcej od dwóch lat. Podejrzewamy jednak, że było to przejściowe zaburzenie, wynikające m.in. z efektów kalendarzowych, które wyraźnie obniżyły wartość eksportu i produkcji przemysłowej w grudniu.
- Deficyt obrotów bieżących wyniósł w 2012 r. 13,5 mld €, czyli 3,5% PKB (wobec 17,98 mld € i 4,9% PKB w 2011 r.).
- W kolejnych miesiącach i kwartałach spodziewamy się ożywienia eksportu, przy umiarkowanej dynamice importu, będącej pochodną słabego popytu krajowego. Efektem będzie dalsza poprawa bilansu handlowego i obrotów bieżących. Tzw. eksport netto pozostanie głównym motorem wzrostu gospodarczego w tym roku.

Pod lupą: polityka pieniężna

Fragmety komunikatów RPP (porównanie ostatnich zdań z grudnia, stycznia i lutego)

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.

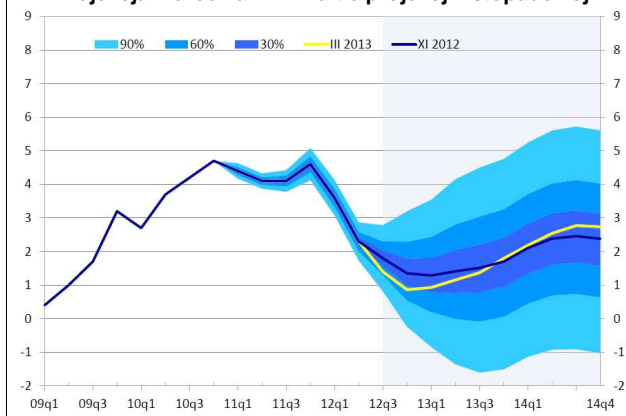
Luty: Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą zależały od oceny napływających informacji dotyczących koniunktury gospodarczej i presji inflacyjnej, w tym od wyników marcowej projekcji makroekonomicznej NBP.

Marzec: W ocenie Rady, istotne złagodzenie polityki pieniężnej dokonane w ostatnich miesiącach i na marcowym posiedzeniu Rady pozwoli na kształtowanie się inflacji w pobliżu celu w średnim okresie i jednocześnie sprzyja ożywieniu polskiej gospodarki.

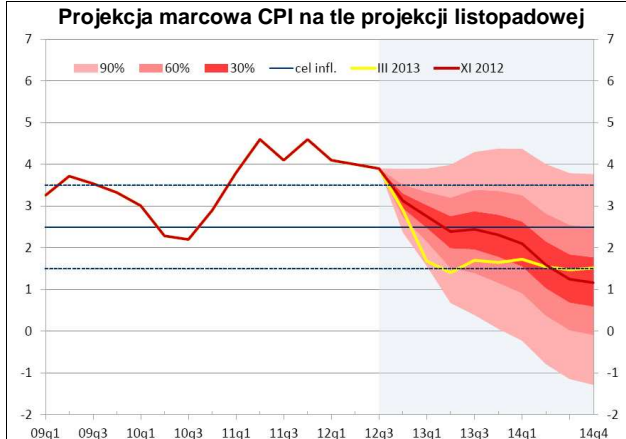
Projekcje NBP kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Mar 12	Lip 12	Lis 12	Mar 13
2013	1,1-3,5	1,0-3,2	0,5-2,5	0,6-2,0
2014	1,9-4,4	1,7-4,2	1,1-3,5	1,4-3,7
2015	x	x	x	1,9-4,4
	Inflacja CPI			
	Mar 12	Lip 12	Lis 12	Mar 13
2013	2,2-3,6	2,0-3,4	1,8-3,1	1,3-1,9
2014	1,2-3,0	1,0-2,7	0,7-2,4	0,8-2,4
2015	x	x	x	0,7-2,4

Projekcja marcowa PKB na tle projekcji listopadowej



Projekcja marcowa CPI na tle projekcji listopadowej



Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

Mocne uderzenie na koniec cyklu

▪ RPP zaskoczyła w marcu obniżką głównych stóp procentowych o 50 pb. W efekcie, stopa referencyjna NBP spadła do 3,25%, najniższego poziomu w historii. Najwyraźniej RPP stwierdziła, że nowa projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego daje podstawy do głębszej redukcji stóp i że nie ma sensu tego odwlekać. Naszym zdaniem jednorazowe głębsze cięcie stóp było uzasadnione i szkoda, iż dopiero teraz Rada doszła do takiego wniosku. Od dawna argumentowaliśmy, że sytuacja gospodarcza uzasadniała obniżkę stopy referencyjnej w okolicach 3%.

▪ Prezes Marek Belka powiedział na konferencji prasowej oraz w późniejszym wywiadzie, że Rada zostawia sobie furtkę na dodatkową ewentualną obniżkę (podejście 'wait-and-see'), ale podkreślił, że złagodzenie polityki jest możliwe tylko w sytuacji, jeśli rzeczywistość będzie istotnie odbiegać od projekcji. Jednocześnie, dał do zrozumienia, że do lipca (do czasu publikacji nowej projekcji NBP) stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną bez zmian.

▪ W tej sytuacji, kolejne słabe dane z gospodarki realnej oraz dalszy spadek inflacji mogą rozbudzić spekulacje rynkowe nt. następnego cięcia w drugiej połowie roku. Rzeczywiście, dane o produkcji i sprzedaży w najbliższych miesiącach nie pokażą powtórki ze stycznia. Jednocześnie, inflacja będzie dalej spadać i niebawem obniży się do ok. 1%. Wydaje nam się jednak, że jeśli pod wpływem tych informacji rynkowe stopy procentowe (FRA, IRS) pokażą kolejne spadki, to będą one raczej tymczasowe. Wraz z upływem czasu powinny się nasilać sygnały, wskazujące na realizację scenariusza stopniowego ożywienia gospodarczego w Europie i w Polsce. Będzie to oznaczało, że cykl obniżek stóp procentowych zakończył się i stopy NBP pozostaną bez zmian nie tylko do lipca, ale co najmniej do końca tego roku.

Stopniowe ożywienie nie stwarza zagrożenia dla inflacji

▪ Nowa projekcja NBP przewiduje – podobnie jak nasze prognozy – że dołek w obecnym cyklu koniunkturalnym ma miejsce na przełomie 2012 i 2013 roku. Według projekcji „od drugiej połowy 2013 r. dynamika PKB w ujęciu r/r będzie stopniowo rosła, przy czym do II kw. 2014 r. pozostanie poniżej tempa potencjalnego”.

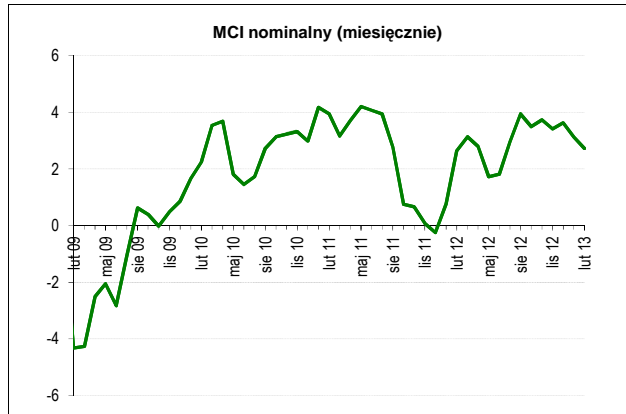
▪ W efekcie, ujemna luka popytowa będzie nadal narastać w najbliższych kwartałach i dopiero pod koniec horyzontu prognozy (w 2015 r.) zacznie się stopniowo domykać.

▪ Scenariusz powolnego ożywienia gospodarczego, w którym dynamika popytu krajowego pozostanie stosunkowo niska, oznacza brak poważnych zagrożeń inflacyjnych.

▪ Projekcja NBP zakłada stabilizację inflacji CPI blisko poziomu 1,5% (dolnego poziomu dopuszczalnych odchyłeń od celu NBP) niemal w całym horyzoncie prognozy (czyli do końca 2015 r.). Centralna ścieżka inflacji w najbliższych kwartałach znajduje się wyraźnie poniżej tej prognozowanej w listopadzie, za co odpowiada wg NBP głównie niższa dynamika cen energii (obniżka cen gazu). Jednocześnie, dalszemu obniżeniu uległy przewidywania dotyczące inflacji bazowej, która wg obecnej projekcji ma wynieść średnio zaledwie 0,7% w 2014 r i 1,1% w 2015 r. To właśnie na zachowanie i perspektywy inflacji bazowej zwracali w ostatnich miesiącach szczególną uwagę Marek Belka i inni członkowie RPP.

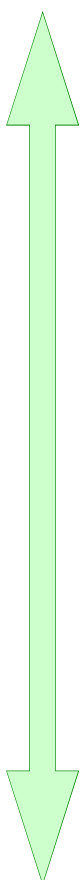
▪ Wyniki projekcji NBP nie tylko potwierdzają, że w marcu faktycznie można było bezpiecznie dokonać głębszej obniżki stóp, ale skłaniają wręcz do pytania, czy nie można by stóp obniżyć jeszcze mocniej. Fakt, że Rada zasygnalizowała koniec cyklu sugeruje, że nie do końca wierzy w zarysowaną przez raport NBP projekcję (co potwierdził Marek Belka). W tej sytuacji, oczekiwania rynku (i członków RPP) odnośnie przyszłych zmian stóp procentowych mogą być wrażliwe na dane makro napływające w kolejnych miesiącach z polskiej gospodarki.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI w trendzie spadkowym

- W ciągu ostatnich miesięcy nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI poruszał się w trendzie spadkowym. W kierunku spadku indeksu działały obniżki stóp procentowych NBP, wpływające na stawki rynku pieniężnego (średniomiesięczna stawka WIBOR3M spadła od szczytu MCI w sierpniu 2012 r. do lutego 2013 r. o prawie 130 punktów bazowych) oraz osłabienie złotego (średniomiesięczny kurs EURPLN wzrósł od sierpnia 2012 r. do lutego 2013 r. o ok. 2%).
- Spodziewamy się dalszego spadku indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej w marcu (wpływ obniżki stóp NBP o 50 punktów bazowych) i następnie stabilizacji w kolejnych miesiącach dzięki zakończeniu cyklu łagodzenia polityki pieniężnej i spodziewanemu nieznacznemu wzmocnieniu złotego.



Rzońca (1,04)
Winięcki (1,03)

Glapiński (0,99)
Gilowska (0,99)

Kaźmierczak (1,07)
Hausner (1,03)

Zielińska-Głębocka (0,94)
Belka (0,92)

Chojna-Duch (0,49)
Bratkowski (0,37)



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.

W styczniu mało chętnych do znaczącej obniżki

Styczniowe wyniki głosowania RPP nie były zaskakujące. Andrzej Bratkowski gotów był (jako jedyny) obniżyć stopy procentowe o 125 pkt bazowych. Obniżkę o 50 pb poparła oprócz niego tylko Elżbieta Chojna-Duch. Zyta Gilowska była nieobecna. Obniżka o 25 pb przeszła jednogłośnie. Wpłynęło to nieco na indeks restrykcyjności poszczególnych członków RPP. Niemniej, dodatkowo zdecydowaliśmy się zmienić ich położenie na skali ze względu na liczne wypowiedzi po lutym posiedzeniu – Adam Glapiński sugerował, że nie poprze kolejnych obniżek, a decyzja w marcu zależała chyba w największym stopniu od Jerzego Hausnera i Andrzeja Kaźmierczaka.

W marcu obniżka podobno nie była wcale przesądzona

Przed marcowym posiedzeniem RPP mieliśmy do czynienia z wieloma wypowiedziami członków Rady Polityki Pieniężnej. Niektórzy z nich (Glapiński, Winięcki) twierdzili, że nie są już skłonni poprzeć dalszych obniżek stóp. Inni wciąż zgłaszali taką chęć (Bratkowski, Chojna-Duch), choć wcale nie byli przekonani czy uda im się przekonać większość w RPP. Na uwagę zasługiwały również te wypowiedzi, które uznawały marcowe posiedzenie za szczególnie ważne nie tylko w kontekście decyzji na temat stóp procentowych, ale i wypracowania średnioterminowej strategii Rady (Belka, Hausner). W sumie, wydaje nam się, że za obniżką w marcu mogło opowiedzieć się pięcioro lub sześcioro członków RPP (włączając Prezesa NBP).

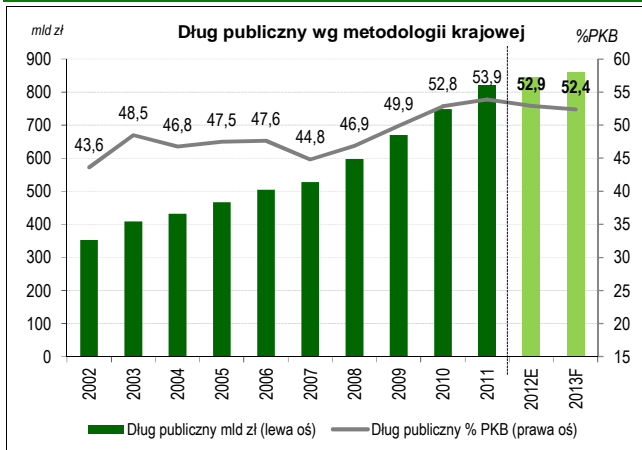
Zaskoczenie rynku obniżką o 50 pb wygląda ciekawie w kontekście polityki komunikacyjnej RPP. Od kilku miesięcy Rada przekonywała, że jest coraz bliżej przerwy w obniżkach, zarówno w komunikatach, jak i wypowiedziach poszczególnych członków. Miał zbliżać się koniec cyklu obniżek stóp procentowych. I rzeczywiście on nastąpił. Jednak nikt nie spodziewał się, że nastąpi to z takim przytupem. Zaskoczenie rynku pokazuje najdobitniej reakcja rynku - złoty osłabił się do euro o kilka groszy (do 4,16), a krzywa rentowności obniżyła się o ok. 10 pb na krótkim końcu i ok. 5 pb na długim. Po opublikowaniu komunikatu nastąpiła częściowa korekta tego ruchu.

Czy komunikacja będzie spójna z działaniem?

Po wielu miesiącach obserwowania działania Rady Polityki Pieniężnej nic nie można stwierdzić na pewno (oprócz tego, że z pewnością nie jest nudno). Jednakże, tym razem wydaje nam się, że po tak zdecydowanym stwierdzeniu o zakończeniu cyklu obniżek, trudno sobie wyobrazić kolejną redukcję stóp oficjalnych w najbliższych miesiącach. Mówiąc inaczej, można to sobie wyobrazić tylko w scenariuszu ekonomicznym znacznie odbiegającym od obecnie (przez Radę) oczekiwanego. I nie mowa tu przede wszystkim o kolejnych odczytach inflacji (może ona spaść nawet poniżej 1%), ale o perspektywach ożywienia gospodarczego. Gdyby okazało się, że ono nie następuje albo jest wolniejsze od prognoz, wówczas Rada mogłaby dokonać dalszego poluzowania. Nie jest to obecnie naszym scenariuszem bazowym.

Co więcej, naszym zdaniem, rzeczywiście powoli dochodzimy do sytuacji, w której dalsze głębsze obniżki stóp procentowych mogłyby być przesadne. Nie warto doprowadzać do sytuacji analogicznej do tej, która nastąpiła w cyklu obniżek stóp (nadmierne zacieśnienie). Innymi słowy, nie warto gonić spadającej inflacji kolejnymi obniżkami, lepiej poczekać na dalszy rozwój sytuacji, który najprawdopodobniej pokaże perspektywę powrotu inflacji do celu w średnim terminie.

Pod lupą: polityka fiskalna



Dług sektora finansów publicznych ok. 53% PKB w 2012

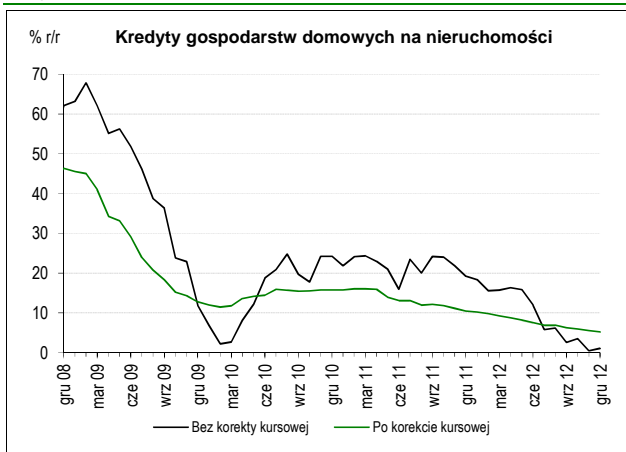
- Zadłużenie Skarbu Państwa (SP) wyniosło na koniec grudnia 2012 r. 794 mld zł (co oznacza wzrost o niecałe 3%, wobec ok. 10% w 2011 r.). Na podstawie tych danych oraz naszych szacunków nt. zadłużenia sektora samorządowego przewidujemy, że zadłużenie całego sektora finansów publicznych (wg krajowej metodologii) mogło wynieść na koniec 2012 ok. 53% PKB (w 2011 było to 53,5%). Oficjalne dane na ten temat pojawią się na koniec marca. Wg najnowszych prognoz KE dług liczony wg ESA 95 wyniósł 55,8% PKB w 2012, a w tym roku wzrośnie do ok. 57% PKB.
- W naszej ocenie deficyt sektora finansów publicznych za 2012 r. obniżył się do ok. 3,5% PKB dzięki znacznemu ograniczeniu deficytu sektora samorządowego (do 2,7 mld zł z planowanych 11,4 mld zł), ale również deficytu rządowego. To daje realne szanse na zniesienie procedury nadmiernego deficytu w tym roku, co potwierdził komisarz ds. gospodarczych i walutowych Olli Rehn.

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	12.03	zmiana od 12.02.13	zmiana od 31.12.12	12.03	zmiana od 12.02.13	zmiana od 31.12.12
Polska	250	9	9	89	-2	9
Czechy	47	7	-7	60	0	-3
Węgry	506	24	15	317	29	47
Grecja	913	-49	-140	0	0	0
Hiszpania	325	-43	-75	254	-22	-34
Irlandia	221	15	-98	162	-14	-54
Portugalia	450	-46	-119	365	-22	-72
Włochy	313	27	-9	262	5	-12
Niemcy				36	-7	-3

Niepewność w strefie euro utrzymuje się

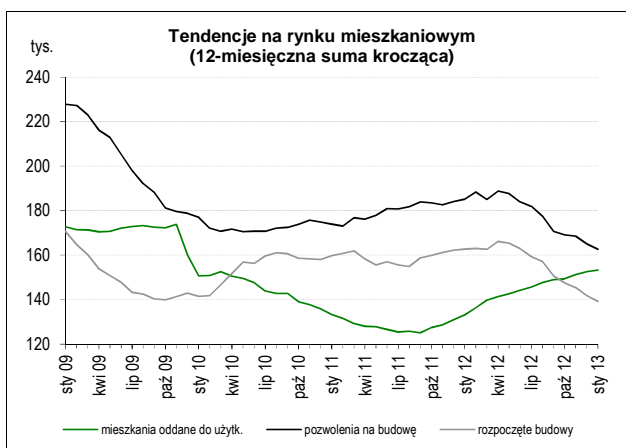
- Wyniki wyborów parlamentarnych we Włoszech i obawy o reformy spowodowały zwrot inwestorów w kierunku bezpiecznych aktywów. W reakcji na wyniki wyborów nastąpiła znacząca wyprzedaż włoskich, ale również (choć w mniejszym stopniu) hiszpańskich obligacji. Warto jednak zwrócić uwagę, że aukcje na rynku pierwotnym wciąż cieszą się dużym zainteresowaniem, choć papiery sprzedawane są z wyższą premią za ryzyko.
- W najbliższych tygodniach spodziewamy się, że rentowności obligacji na rynkach bazowych pozostaną blisko bieżących poziomów. Niestabilność polityczna we Włoszech pozostanie głównym czynnikiem ryzyka, przyczyniając się do większej zmienności na rynku. Uwaga inwestorów skoncentruje się na działaniach banków centralnych, głównie EBC, który wcześniej niejednokrotnie interweniował w celu stabilizacji sytuacji na rynku.

Rynek nieruchomości



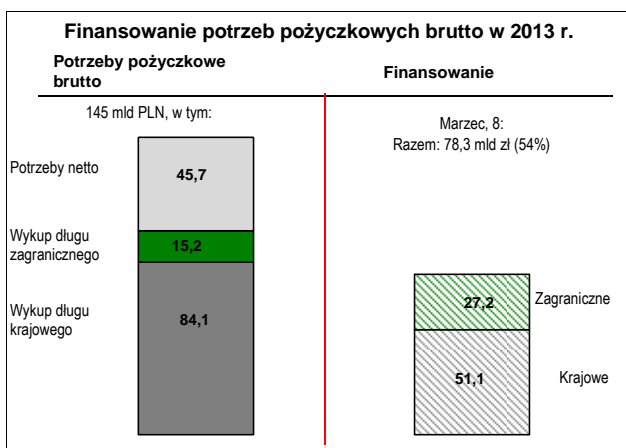
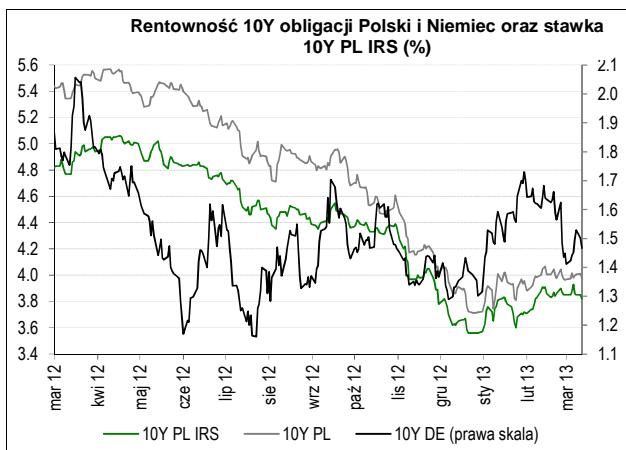
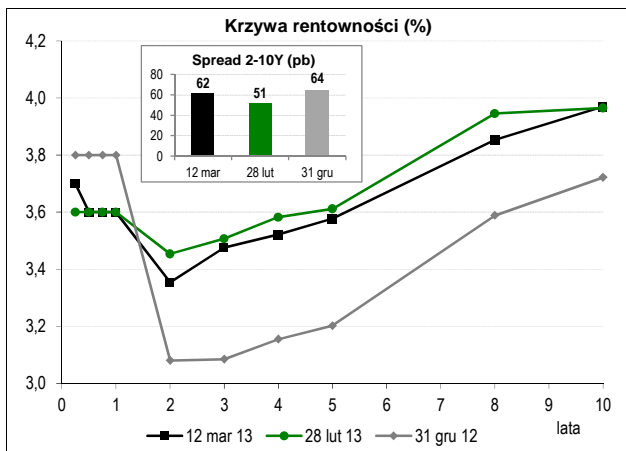
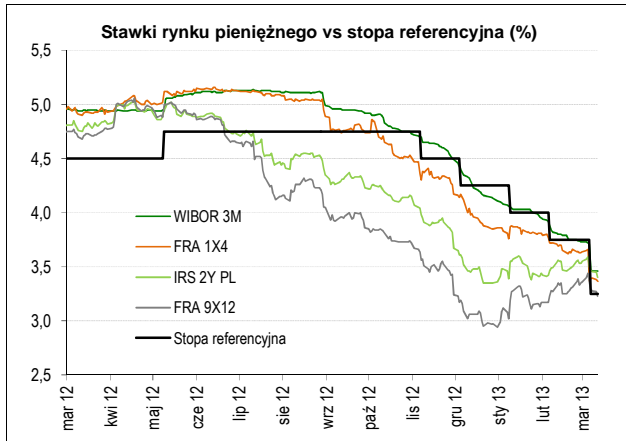
2012 r. nie był korzystny dla rynku mieszkaniowego

- Wzrost kredytów mieszkaniowych spowolnił z 18,6% r/r w styczniu 2012 r. do zaledwie 1,0% r/r w grudniu. Popytowi na kredyt zaszkodziły nowe regulacje dotyczące sposobu obliczania zdolności kredytowej, wycofanie z oferty kredytów walutowych (ich udział w nowo udzielonych kredytach spadł z 15% w I kw. do 1,5% w IV kw.), wzrost oprocentowania (dla nowych umów złotych wzrost z 6,6% w 2011 r. do 7,0% w 2012 r.) oraz niepewność co do zmian sytuacji gospodarczej. Łączna wartość umów kredytowych zawartych w IV kw. wyniosła 8,8 mld zł, najmniej od I kw. 2009 i to pomimo mocnego wzrostu zainteresowania kredytami w ramach wyczerpanego z końcem roku programu „Rodzina na swoim” (39,6% kw/kw).
- Podaż mieszkań rosła, w 2012 r. oddano do użytkowania 153 tys. nowych mieszkań (wzrost o 16,5% r/r). Deweloperzy zdecydowanie przeszacowali prognozy popytu, czego wyrazem jest liczba 54 tys. niesprzedanych mieszkań na rynku pierwotnym pod koniec 2012 r. W IV kw. znacząco zredukowano plany inwestycyjne – liczba wydanych pozwoleń na budowę spadła o 13% r/r, a liczba nowych budów o 26% r/r, zatem w 2013 r. zobaczymy zapewne spadek liczby nowych mieszkań.
- Spadek popytu na mieszkania przy rosnącej podaży przełożył się na spadki cen. Po szóstym z rzędu roku tendencji spadkowej, ceny mieszkań w największych miastach Polski powróciły do poziomu z początku 2006 r. W grudniu 2012 r. były one o 4-6% niższe niż rok wcześniej i o 15-20% niższe niż w kulminacyjnym momencie boomu mieszkaniowego, tj. w połowie 2007 r.
- Naszym zdaniem 2013 r. nie przyniesie wyraźnej poprawy – wciąż obecne będą negatywne czynniki opisane powyżej. Pewnym wsparciem dla popytu może być spadek oprocentowania kredytów na skutek łagodzenia polityki pieniężnej, a spadek cen może być łagodzony ograniczeniem podaży mieszkań, ale nie sądzimy, by te czynniki były w stanie odwrócić tendencje obserwowane w 2012 r.



Źródło: GUS, NBP, Reuters, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Rynek stopy procentowej



WIBOR-y na najniższych poziomach w historii

▪ Luty był kolejnym miesiącem stopniowego spadku stawek WIBOR, które dla wszystkich tenorów (oprócz 1M) osiągnęły najniższe poziomy w historii. W tym samym czasie sytuacja na rynku FRA była bardziej zmienna. Nieco lepsze od oczekiwań dane o produkcji i sprzedaży detalicznej ograniczyły oczekiwania na marcową obniżkę stóp, co wygenerowało ruch wzrostowy stawek, głównie 6x9 i 9x12.

▪ Rada Polityki Pieniężnej zaskoczyła rynki obniżką stóp NBP o 50 pb w marcu. Niespodzianka ze strony Rady spowodowała dość znaczące spadki stawek 1- i 3-miesięcznych oraz kontraktów FRA 1x4 i 3x6. W przypadku dłuższych terminów dostosowania do sytuacji, w której stopy NBP są najniższe w historii, były mniejsze. Pomimo jasnego sygnału końca cyklu redukcji stóp trend spadkowy utrzymał się w kolejnych dniach.

▪ Rynek FRA wciąż wycenia niepełną redukcję stóp w perspektywie 6 miesięcy. Do końca marca trend spadkowy WIBOR 3M powinien być kontynuowany do poziomu 3,40% na koniec miesiąca. Słabe dane z gospodarki mogą spowodować, że nastąpią testy tego poziomu. Scenariusz bazowy do końca roku nie uległ zmianom – po okresie stabilizacji oczekujemy nieznaczного wzrostu stawek WIBOR pod koniec roku.

Marcowa decyzja RPP wsparła krótki koniec krzywej

▪ Na rynku obligacji i IRS panowała nieco większa zmienność, w zależności od napływających danych makro i sytuacji na rynkach bazowych. Lepsze od oczekiwań odczyty styczniowej produkcji i sprzedaży detalicznej znacząco ograniczyły oczekiwania na marcową redukcję stóp, co skutkowało wzrostem rentowności i stawek IRS o terminie zapadalności do 5 lat. Długi koniec krzywej był pod wpływem rynków bazowych; ponowny powrót do bezpieczeństwa przyczynił się do wzmocnienia Bundów, a pośrednio krajowego długiego końca. Dodatkowo, decyzja agencji Fitch podwyższająca perspektywy ratingu Polski pozytywnie przełożyła się na notowania 10-latk. W efekcie koniec lutego przyniósł znaczące zawężenie spreadów 2-10 lat.

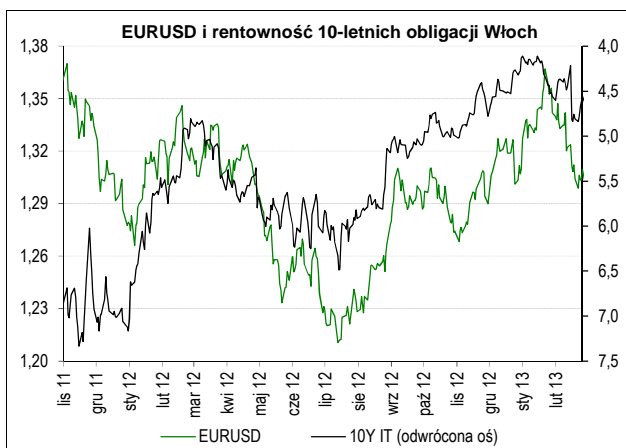
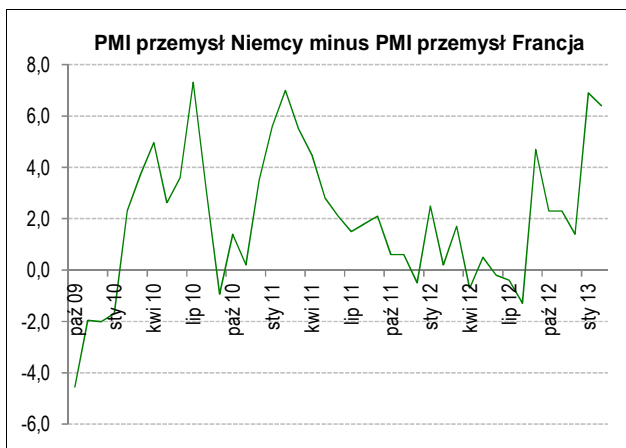
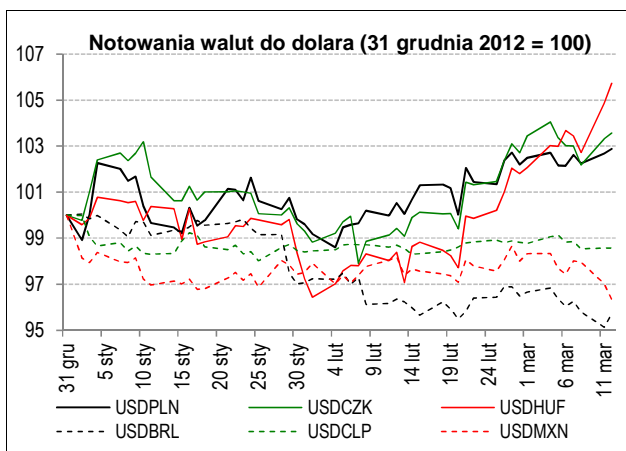
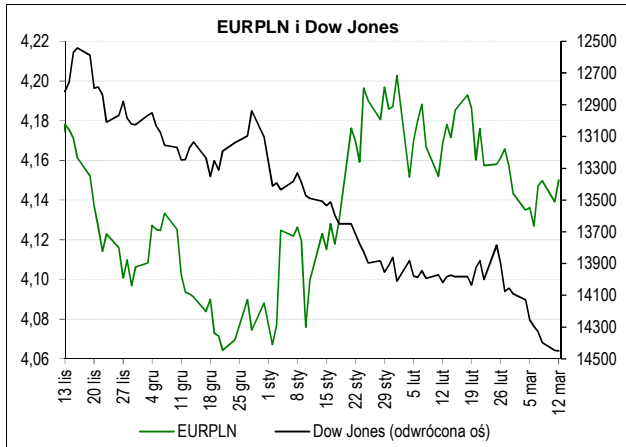
▪ Rada Polityki Pieniężnej sprawiła dużą niespodziankę rynkowi obniżając stopy o 50 pb w tym miesiącu. Po ogłoszeniu tej decyzji najbardziej zyskał krótki koniec krzywych (do 3 lat). Środek i długi koniec krzywych pozostały nieco bardziej odporne na decyzję Rady, co w efekcie przyczyniło się do wystromienia krzywych (w szczególności było to widoczne na krzywej IRS).

▪ W najbliższych tygodniach rynek pozostanie pod wpływem marcowej decyzji RPP. Pozytywne reakcje po marcowej decyzji w połączeniu z danymi makro (oczekujemy dalszego spadku inflacji CPI oraz słabych danych o produkcji i sprzedaży detalicznej) powinny stanowić wsparcie dla krótkiego końca krzywej obligacyjnej i IRS, choć w przypadku obligacji raczej trudno oczekiwać, że osiągnie historyczne minima z końca 2012 r.

▪ Długi koniec krzywej pozostanie pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych. Jak już wcześniej wspominaliśmy, w nadchodzących tygodniach będzie utrzymywała się duża niepewność na rynkach bazowych, co powinno skutkować trendem bocznym rentowności krajowej 10-latk (między 3,95% a 4,05%). Stabilizacja sytuacji na południu Europy, która skutkowałaby powrotem rentowności Bundów do trendu wzrostowego może przyczynić się do pogorszenia perspektyw dla długiego końca krzywej. Podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz stopniowego wzrostu rentowności 10-latk w perspektywie do końca roku.

▪ Od strony podaży-popytu sytuacja wciąż wygląda korzystnie. Po marcowej aukcji zamiany realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych wynosi ok. 54% planu, co oznacza ograniczoną podaż głównie w drugiej części roku. Zainteresowanie zagranicy pozostaje relatywnie duże, choć inwestorzy już nie akceptują tak niskich rentowności jak na koniec 2012 r.

Rynek walutowy



Złoty mocniejszy dzięki danym z kraju...

▪ Złoty zyskał w minionym miesiącu do euro, franka i funta dzięki lepszym danym z kraju (PKB za IV kw. oraz styczniowa produkcja przemysłowa), decyzji agencji Fitch, trwającej medialnej debacie o perspektywie wejścia Polski do obszaru wspólnej waluty i sugestii ze strony RPP o zakończeniu cyklu obniżek stóp po cięciu w marcu. Te pozytywne czynniki sprawiły, że złoty pozostał odporny na wzrost awersji do ryzyka wywołany na globalnym rynku przez wyniki wyborów we Włoszech. EURPLN spadł tymczasowo lekko poniżej 4,12 wobec ok. 4,15 na zamknięciu lutowego raportu.

... ale potencjał do dalszej aprecjacji ograniczony

▪ Chociaż od lutego złoty odrobił około połowę strat poniesionych w styczniu (wywołanych oczekiwaniami na redukcję stóp NBP), to wg nas krajowa waluta radzi sobie słabiej niż inne ryzykowne aktywa. Wykres obok pokazuje, że od początku roku – kiedy to rozpoczęła się fala wzrostowa w USA, która po prawie 12% wzroście pchnęła indeks Dow Jones do najwyższego poziomu w historii – złoty jest o ok. 2% słabszy do euro.

▪ Sytuacja na europejskich giełdach jest natomiast zróżnicowana. Niemieckiemu indeksowi DAX brakuje już niewiele do rekordu z września 2007, podczas gdy francuski CAC40 jest ok. 40% poniżej poziomu z czerwca 2007. Taka sytuacja jest zgodna z odczytami PMI, wskazującymi na bardzo nierównomierne tempo ożywienia w gospodarce strefy euro (m.in. właśnie w przypadku Niemiec oraz Francji). Niechęć krajowej waluty do zbyt wyraźnego umocnienia, oprócz niekorzystnych czynników krajowych, może więc wynikać też z niepewności odnośnie dalszych losów gospodarki Eurolandu, podczas gdy z USA płyną sygnały świadczące o szybkiej poprawie sytuacji (stopa bezrobocia najniższa od 4 lat, ISM dla przemysłu najwyżej od czerwca 2011). Być może dlatego lepiej od złotego w ostatnich tygodniach radzą sobie waluty bliższe geograficznie oraz gospodarczo Stanom Zjednoczonym.

▪ Oprócz nierównomiernego ożywienia w strefie euro, czynnikami ryzyka dla notowań złotego pozostaje sytuacja w kraju i regionie. Kolejne dane z Polski pokażą naszym zdaniem dalszy spadek CPI i kontynuację spowolnienia w przemyśle, co spowoduje, że oczekiwania na dalsze obniżki stóp przez RPP pozostaną obecne na rynku. Węgierski premier powołał natomiast na nowego prezesa tamtejszego banku centralnego dotychczasowego ministra gospodarki. Obawy inwestorów przed prowadzeniem zbyt luźnej polityki pieniężnej mocno osłabiły forinta do euro (EURHUF wzrósł do 303, najwyżej od czerwca 2012).

▪ Naszym zdaniem, ze względu na wymienione wyżej czynniki w marcu (i prawdopodobnie w kwietniu) kurs EURPLN wyniesie średnio ok. 4,17. Dopiero w kolejnych miesiącach, jeśli odbicie w strefie euro zacznie obejmować więcej państw, a obniżki stóp przez RPP staną się mniej prawdopodobne, krajowa waluta może się zacząć stopniowo umacniać.

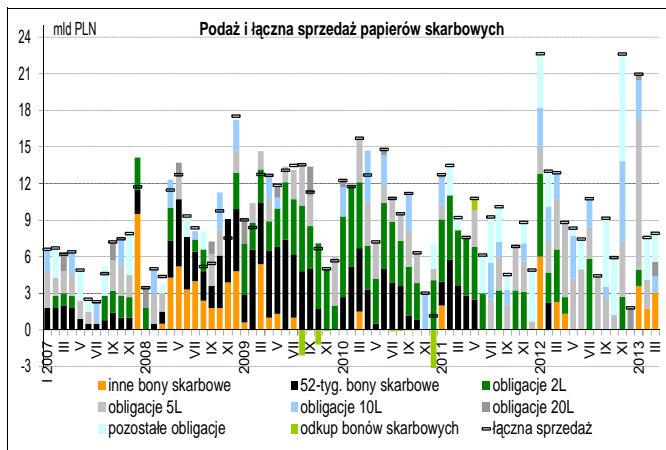
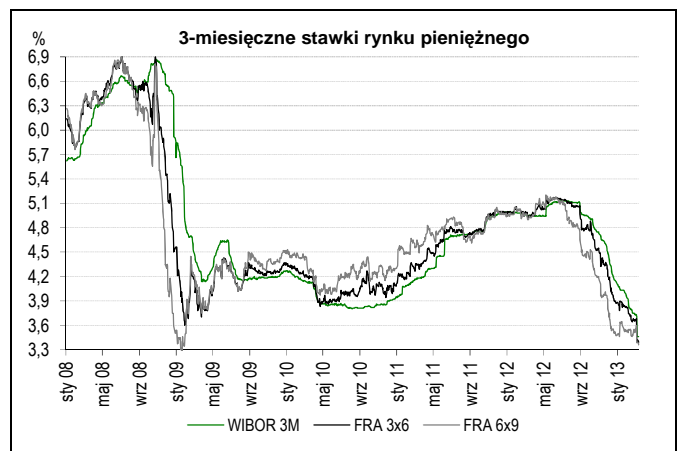
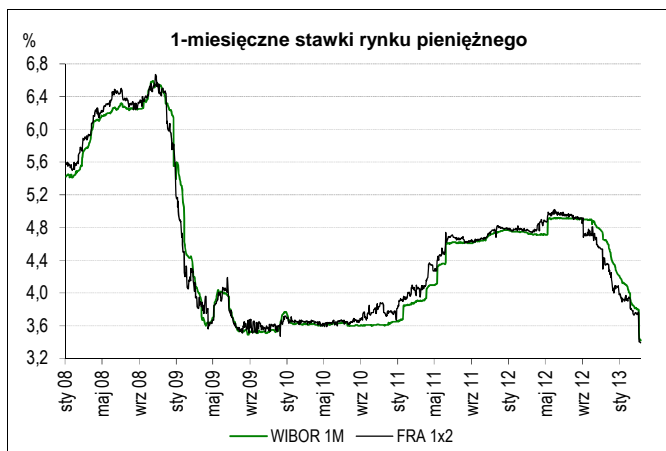
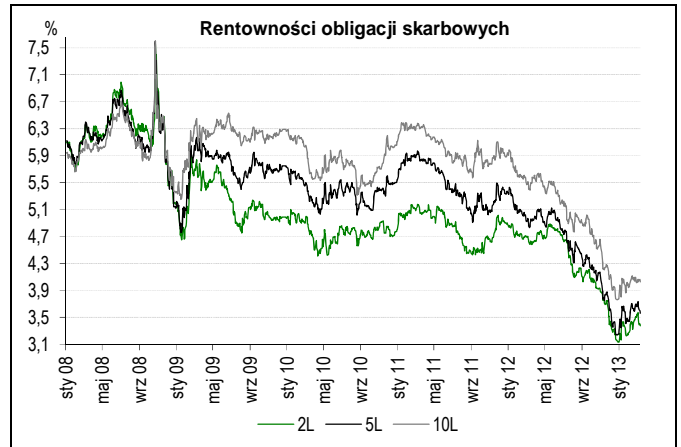
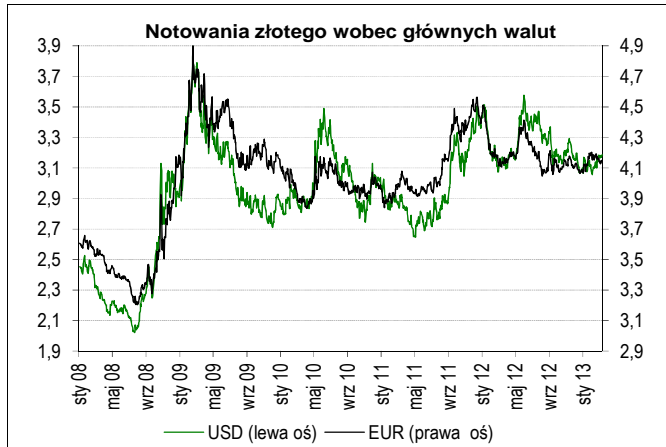
Tempo umocnienia euro zależne od sytuacji we Włoszech

▪ EURUSD poruszał się w lutym w trendzie spadkowym wskutek niekorzystnych wyników wyborów parlamentarnych we Włoszech, obaw o ograniczenie/zakończenie QE3 przez Fed w tym roku oraz nieco słabszych danych ze strefy euro. Kurs przebił wskazywaną przez nas strefę wsparcia na 1,33-1,34 i osiągnął najniższy poziom od grudnia 2012 (1,295).

▪ Znacznie lepsze od oczekiwań miesięczne dane z rynku pracy USA nasiliły się obawy, że Fed ograniczy (zakończy) w tym roku QE3. Z drugiej strony, giełdy zareagowały pozytywnie. Jeśli więc optymizm utrzyma się na rynku, wtedy euro może przestać tracić do dolara i powrócić może pozytywna korelacja między EURUSD, a poziomem optymizmu na globalnym rynku.

▪ Spodziewamy się stopniowego wzrostu kursu w kierunku 1,32. Tempo odrabiania strat przez euro będzie ograniczane przez nadal nierozwiązaną sytuację na włoskiej scenie politycznej.

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
04.03.2013	25-tyg.: 2000-3000	7324/3084

* 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
Marzec '12	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
	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	-	-	-
lutym	7.02	PS0418/WZ0117	4000-6000	5806,5	13.02	OK0715/WZ0124	3000-5000	4584,7	-	-	-
marzec	20.03	OK/PS/WZ	2000-6000	-	-	-	-	-	7.03	PS0413/OK0713/DS1013	DS/WS/WZ

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 marca 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)
18 PL: Place i zatrudnienie (II) PL: Inflacja bazowa (I i II)	19 DE: Indeks ZEW (III) US: Rozpoczęte budowy domów (II) US: Pozwolenia na budowę domów (II) PL: Produkcja przemysłowa (II) PL: PPI (II)	20 US: Decyzja Fed	21 PL: Minutes RPP DE: Wstępny PMI – przemysł (III) EZ: Wstępny PMI – przemysł (III) CN: Wstępny PMI – przemysł (III) US: Sprzedaż domów (II) US: Indeks Philly Fed (III)	22 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (III) DE: Indeks Ifo (III)
25	26 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (II) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (I) US: Indeks nastrojów konsumentów (III) US: Sprzedaż nowych domów (II)	27 US: Niezakończona sprzedaż domów (II)	28 PL: Bilans płatniczy (IV kw.) US: Ostateczny PKB (IV kw.)	29 PL: Oczekiwania inflacyjne (III) US: Dochody osobiste (II) US: Wydatki konsumentów (II) US: Bazowy PCE (II) US: Indeks Michigan (III)
1 kwietnia CN: PMI – przemysł (III) US: ISM – przemysł (III)	2 PL: PMI – przemysł (III) DE: PMI – przemysł (III) EZ: PMI – przemysł (III) US: Zamówienia przemysłowe (II)	3 EZ: Wstępny HICP (III) US: Raport ADP (III)	4 DE: PMI – usługi (III) EZ: PMI – usługi (III) GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC	5 EZ: Sprzedaż detaliczna (II) DE: Zamówienia przemysłowe (II) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) US: Stopa bezrobocia (III)
8 EZ: Indeks Sentix (IV) DE: Produkcja przemysłowa (II)	9 DE: Eksport (II)	10 PL: Decyzja RPP	11	12 PL: Podaż pieniądza (III) EZ: Produkcja przemysłowa (II) US: Sprzedaż detaliczna (III) US: Wstępny Michigan (IV)
15 PL: CPI (III) PL: Bilans płatniczy (II)	16 PL: Inflacja bazowa (III) EZ: HICP (III) DE: Indeks ZEW (IV) US: CPI (III) US: Rozpoczęte budowy domów (II) US: Pozwolenia na budowę domów (III) US: Produkcja przemysłowa (III)	17 PL: Place i zatrudnienie (III)	18 PL: Produkcja przemysłowa (III) PL: PPI (III) US: Indeks Philly Fed (IV)	19

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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Place 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	-	-	28	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	18	12	14	15	15	17	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	12	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

		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	mar 13
PMI	pkt.	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	49,4
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,6	0,9	2,6	4,2	1,0	5,2	0,2	-4,8	4,7	-0,5	-9,6	0,3	-3,3	-3,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	11,9	3,2	7,8	5,6	-5,2	-8,7	-5,1	-17,9	-3,6	-5,4	-24,9	-16,1	-5,8	-14,0
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	13,7	10,7	5,5	7,7	6,4	6,9	5,8	3,1	3,3	2,4	-2,5	3,1	1,0	3,0
Stopa bezrobocia	%	13,4	13,3	12,9	12,6	12,3	12,3	12,4	12,4	12,5	12,9	13,4	14,2	14,4	14,6
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,3	3,8	3,4	3,8	4,3	2,4	2,7	1,6	2,8	2,7	2,4	0,4	3,4	1,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8
Eksport (w euro)	% r/r	4,4	2,5	2,4	-1,6	0,6	9,8	3,7	-0,8	15,4	7,8	-0,2	7,8	1,1	2,2
Import (w euro)	% r/r	5,6	1,5	-3,3	-2,0	-5,3	2,1	-3,2	-3,2	7,5	4,3	0,4	4,9	-3,7	0,4
Bilans handlowy	mln EUR	-883	-544	-420	-846	-372	-367	-98	44	221	-382	-1 212	-397	-289	-318
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 909	-585	-655	-454	-1 092	-1 005	-901	-1 457	-755	-1 477	-1 204	-1 693	-1 108	-584
Rachunek bieżący	% PKB	-5,3	-5,1	-4,9	-4,9	-4,6	-4,4	-4,1	-4,1	-3,7	-3,7	-3,5	-3,4	-3,4	-3,4
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-16,5	-23,0	-24,8	-27,0	-21,1	-24,3	-22,9	-21,1	-34,1	-30,4	-31,1	-8,4	-17,0	-23,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	47,2	65,6	70,9	77,1	60,2	69,6	65,5	60,4	97,5	86,9	88,8	23,7	47,8	64,7
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,9	4,0	3,6	4,3	4,0	3,8	3,8	3,4	2,8	2,4	1,7	1,6	1,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,6	2,4	2,7	2,3	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	1,4	1,5	1,4	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	6,0	4,4	4,4	5,2	4,4	3,6	3,0	1,8	1,0	-0,1	-1,1	-1,2	-0,4	-0,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	12,4	9,1	10,2	11,1	11,0	11,0	9,8	7,6	8,0	5,7	4,5	4,5	5,4	5,7
Zobowiązania	% r/r	12,5	8,5	10,0	10,8	10,4	10,9	9,5	7,9	8,1	5,8	4,7	5,0	5,0	5,7
Należności	% r/r	13,0	12,8	13,4	13,1	10,7	7,5	7,1	5,4	5,4	2,3	2,3	3,7	4,8	4,6
EUR/PLN	PLN	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	4,17
USD/PLN	PLN	3,16	3,13	3,17	3,36	3,43	3,41	3,30	3,22	3,17	3,22	3,12	3,11	3,12	3,17
CHF/PLN	PLN	3,47	3,43	3,47	3,58	3,58	3,49	3,41	3,42	3,40	3,43	3,39	3,37	3,39	3,42
Stopa referencyjna ^b	%	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	3,25
WIBOR 3M	%	4,97	4,95	4,94	5,05	5,12	5,13	5,10	4,95	4,82	4,62	4,26	4,03	3,80	3,49
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,50	4,48	4,58	4,75	4,75	4,64	4,58	4,53	4,42	4,14	3,94	3,62	3,56	3,60
Rentowność obligacji 2L	%	4,66	4,58	4,67	4,77	4,71	4,46	4,12	4,09	3,94	3,66	3,23	3,25	3,36	3,40
Rentowność obligacji 5L	%	5,00	4,88	4,97	4,97	4,85	4,58	4,43	4,28	4,12	3,78	3,35	3,46	3,56	3,58
Rentowność obligacji 10L	%	5,53	5,45	5,50	5,41	5,24	4,99	4,88	4,85	4,59	4,21	3,87	3,91	4,00	3,97

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	1 595,9	1 634,6	370,7	388,3	392,1	444,8	379,3	396,0	400,6	458,7
PKB	% r/r	3,9	4,3	2,0	1,2	3,6	2,3	1,4	1,1	0,5	1,0	1,3	1,9
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,4	0,1	-0,2	2,5	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	-0,5	0,0	0,5
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	2,5	0,5	1,1	1,7	1,2	0,1	-1,0	1,2	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	-0,3	-4,0	-4,0	-2,0	-0,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	1,0	0,3	4,9	2,8	-0,1	-3,2	-2,2	0,1	-0,2	3,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	12,3	-1,0	-7,9	13,6	2,0	-11,0	-12,7	-12,2	-8,8	-7,1	-5,5
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,1	11,2	6,0	3,5	12,6	6,5	5,3	0,9	2,4	2,8	3,9	4,6
Stopa bezrobocia ^b	%	12,4	12,5	13,4	14,0	13,3	12,3	12,4	13,4	14,6	13,7	13,5	14,0
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,9	5,2	3,7	2,0	5,2	3,9	2,8	2,9	2,5	2,6	2,2	2,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-0,2	0,6	0,0	-0,8	0,2	0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,7	-0,6	-0,3
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	12,1	4,1	6,2	4,1	0,4	3,7	8,1	3,8	5,0	6,0	10,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	12,2	0,8	3,2	4,3	-3,5	-1,6	4,2	0,6	1,5	4,0	6,5
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 059	-5 553	-1 267	-2 115	-1 640	-425	-1 373	-1 003	-414	289	-139
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 129	-17 977	-13 521	-8 624	-4 515	-2 203	-3 367	-3 436	-3 385	-1 099	-1 815	-2 324
Rachunek bieżący	% PKB	-5,1	-4,9	-3,5	-2,2	-5,1	-4,6	-4,1	-3,5	-3,2	-2,9	-2,5	-2,2
Wynik general government	% PKB	-7,9	-5,0	-3,5	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,6	4,3	3,7	1,6	4,1	4,0	3,9	2,9	1,6	1,2	1,6	2,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,1	4,6	2,4	2,1	3,9	4,3	3,8	2,4	1,5	1,1	1,8	2,1
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	2,4	2,2	1,5	2,5	2,5	2,1	1,7	1,5	1,2	1,6	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	3,4	0,4	6,1	4,7	2,8	-0,1	-0,6	-0,5	0,6	1,9
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,8	12,5	4,5	3,3	9,1	11,0	7,6	4,5	5,7	5,5	5,3	3,3
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	11,7	4,7	3,2	8,5	10,4	7,9	4,7	5,7	5,9	5,2	3,2
Należności ^b	% r/r	9,2	14,4	1,2	3,7	12,8	10,7	5,4	2,3	4,6	5,5	6,5	1,2
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,19	4,14	4,23	4,26	4,14	4,11	4,16	4,16	4,15	4,10
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,26	3,10	3,23	3,32	3,31	3,17	3,14	3,13	3,10	3,03
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	3,25	4,50	4,75	4,75	4,25	3,25	3,25	3,25	3,25
WIBOR 3M	%	3,94	4,54	4,91	3,49	4,97	5,04	5,06	4,57	3,77	3,38	3,38	3,42
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,48	3,62	4,50	4,69	4,58	4,16	3,59	3,57	3,63	3,68
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,30	3,41	4,66	4,71	4,22	3,61	3,34	3,37	3,43	3,48
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,53	3,61	5,02	4,93	4,43	3,75	3,53	3,56	3,65	3,72
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,02	4,05	5,58	5,38	4,91	4,22	3,96	3,99	4,08	4,17

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.03.2013 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.