



Przegląd Ekonomiczny

Obiecujący początek trudnego roku

Luty 2012

Spis treści:

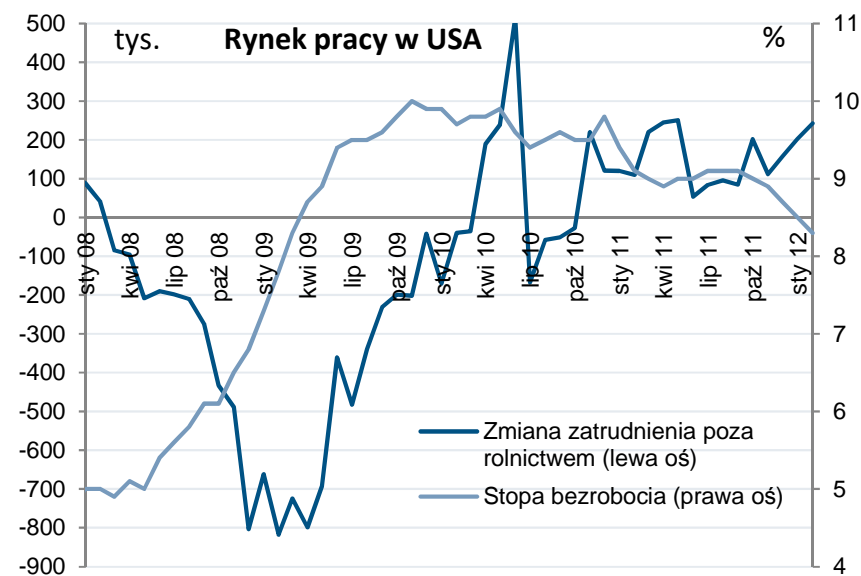
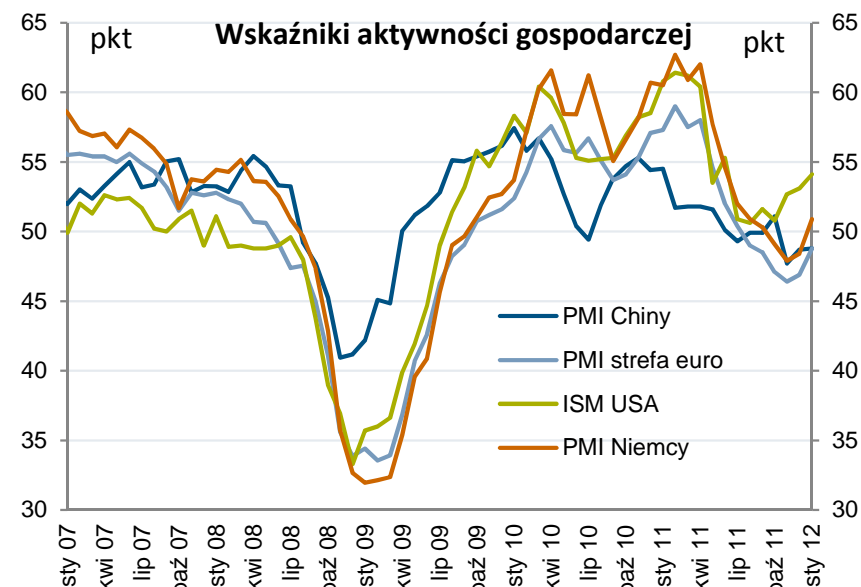
• W skrócie	3
• Gospodarka światowa	4
• Polityka pieniężna na świecie	5
• Wzrost gospodarczy	6
• Aktywność przemysłu i budownictwa	7
• Sprzedaż detaliczna i nastroje konsumentów	8
• Rynek pracy	9
• Procesy inflacyjne	10
• Polityka pieniężna	11
• Polityka fiskalna	12
• Bilans płatniczy	13
• Rynek walutowy	14
• Rynek stopy procentowej	15
• Dane i prognozy – wskaźniki miesięczne	16
• Dane i prognozy – wskaźniki kwartalne i roczne	17

W skrócie

- Początek 2012 roku przyniósł poprawę nastrojów na światowych rynkach dzięki pewnemu wzrostowi nadziei na zatrzymanie eskalacji kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (dużą rolę odegrały w tym przypadku działania EBC), a także publikacji lepszych od oczekiwań danych z najważniejszych światowych gospodarek oraz wyników finansowych firm. Lepsze od prognoz dane napłynęły również z krajowej gospodarki.
- Perspektywy dla polskiej gospodarki na ten rok ulegają pewnej poprawie. Ryzyko dla naszych prognoz wzrostu PKB jest obecnie asymetryczne w górę (szczególnie dla pierwszych dwóch kwartałów roku). Spowolnienie polskiej gospodarki w trakcie tego roku będzie prawdopodobnie mniej dotkliwe i bardziej stopniowe niż dotychczas oczekiwaliśmy. Rewizji prognoz dynamiki PKB na ten rok dokonamy jednak dopiero gdy bardziej klarowna stanie się perspektywa dalszego rozwoju wydarzeń w strefie euro oraz po publikacji danych o PKB za IV kw. 2011 (pod koniec lutego) i miesięcznych wskaźników za styczeń.
- Ze względu na utrzymywanie się wysokiej inflacji oraz poprawę perspektyw dla gospodarki, Rada Polityki Pieniężnej utrzymała „jastrzębią” retorykę, ale stopy procentowe NBP pozostały bez zmian. Spodziewamy się, że do połowy roku parametry krajowej polityki pieniężnej nie ulegną zmianie, a w II połowie roku wyraźniejsze oznaki spowolnienia gospodarczego, spadek inflacji oraz stabilizacja notowań złotego skłoni RPP do redukcji stóp procentowych NBP.
- Dane za styczeń, które poznamy w lutym, pokażą wg nas spadek inflacji, utrzymanie solidnej dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz sezonowe pogorszenie sytuacji na rynku pracy.
- Po wyraźnym umocnieniu złotego i krajowych obligacji, które nastąpiło od początku roku, w najbliższych tygodniach prognozujemy korekcyjne osłabienie na fali korekty apetytu na ryzyko na globalnych rynkach.
- W dłuższej perspektywie nadal oczekujemy umocnienia złotego i utrzymywania się dużego popytu na polskie obligacje dzięki poprawie fundamentów makroekonomicznych (spadek deficytu fiskalnego oraz ograniczenie deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego).

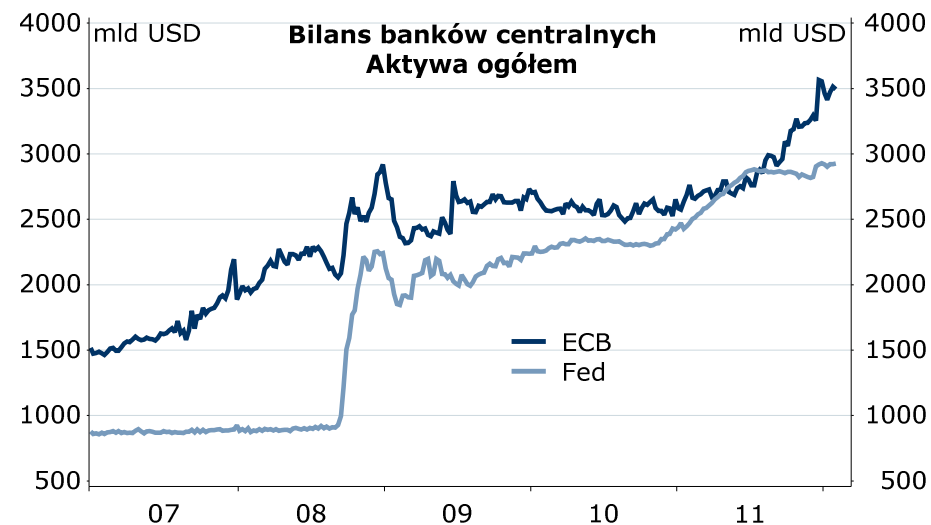
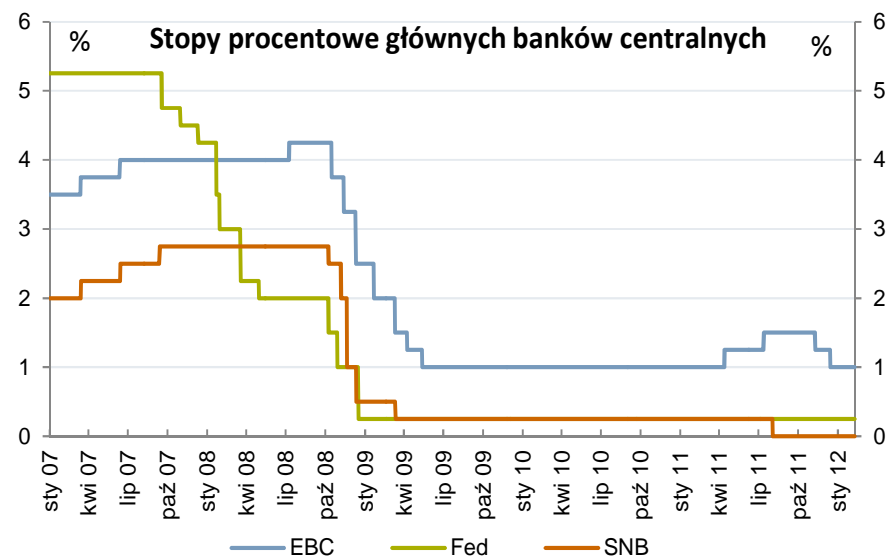
Gospodarka światowa

- Początek 2012 r. przyniósł sporo lepszych od oczekiwań danych z głównych światowych gospodarek, co zmniejszyło obawy o skalę pogorszenia globalnej koniunktury w dalszej części tego roku.
- Znacznie lepsze od oczekiwań okazały się wskaźniki PMI za styczeń dla strefy euro, a w szczególności dla Niemiec, które pozostają zdecydowanie najważniejszym partnerem handlowym Polski (wg danych GUS na Niemcy przypada ponad 26% polskiego eksportu). PMI dla Niemiec powrócił powyżej neutralnego poziomu 50 pkt., co sugeruje wzrost aktywności niemieckiego przemysłu po kilku miesiącach ostrego spadku aktywności.
- Bardzo wyraźnie in plus zaskoczyły styczniowe dane z amerykańskiego rynku pracy. Wzrost zatrudnienia był znacznie wyższy od prognoz i stopa bezrobocia spadła mocniej od oczekiwań (do najniższego poziomu od 3 lat). Co ważne, wyraźny wzrost zatrudnienia nastąpił w sektorach, które mają charakter wskaźnika wyprzedzającego (np. w budownictwie mieszkaniowym).
- Oprócz danych makroekonomicznych, pozytywnie zaskakiwały również wyniki dużych spółek w ramach rozpoczętego sezonu publikacji wyników za IV kw. 2011 r. Spośród spółek z indeksu S&P500, które dotychczas opublikowały swoje wyniki, ok. 2/3 podało wyniki lepsze od oczekiwań.
- Mimo pozytywnych sygnałów na początku 2012 r., bardzo poważnym czynnikiem niepewności dla globalnej gospodarki jest trwający kryzys zadłużeniowy w strefie euro (przed nami m.in. duże emisje włoskich obligacji w I kw. oraz ryzyko dla wdrożenia nowego paktu fiskalnego związane z wyborami prezydenckimi we Francji na przełomie kwietnia i maja), a także konieczność przywrócenia równowagi finansów publicznych w USA.



Polityka pieniężna na świecie

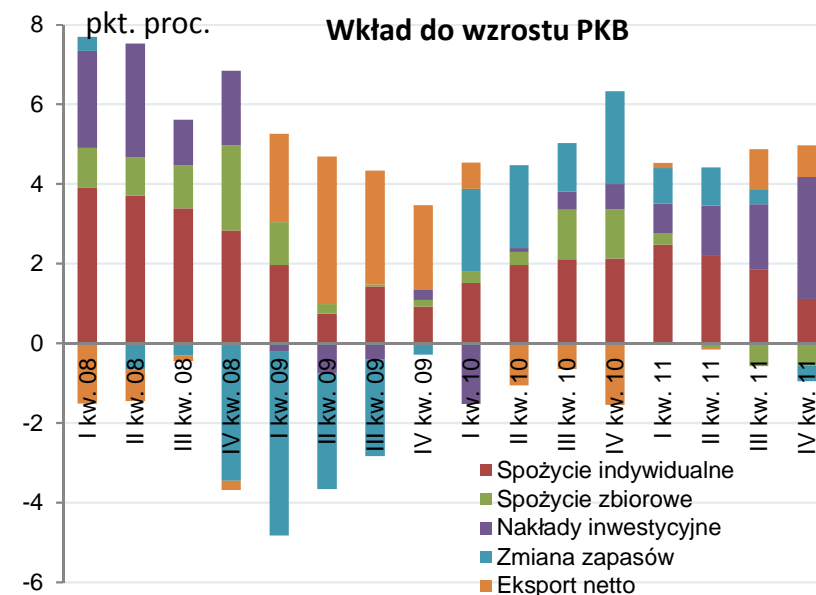
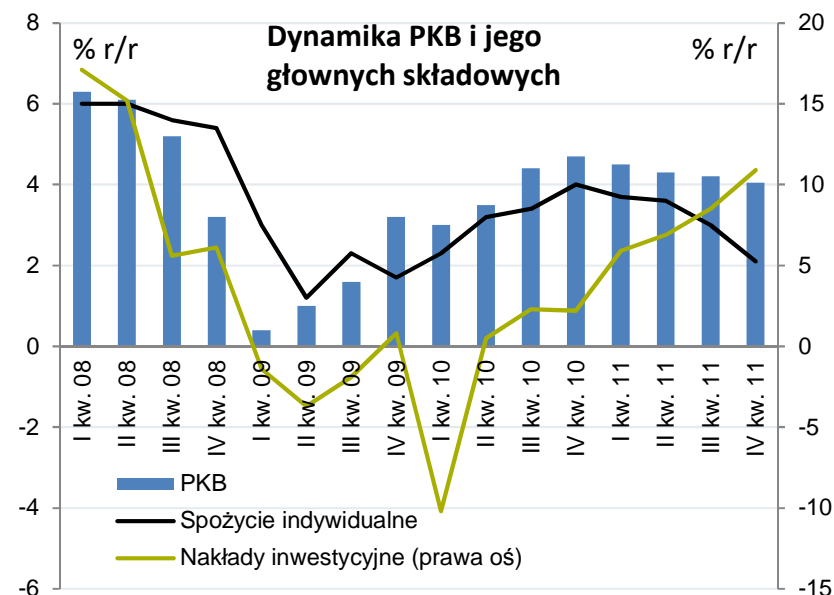
- Przeprowadzona przez EBC w grudniu pierwsza 3-letnia operacja zasilających banki w płynność (LTRO) zasiła system bankowy kwotą blisko 500 mld EUR. Zmniejszyło to obawy o stabilność europejskich instytucji finansowych i zapewniło środki na zakupy obligacji peryferyjnych krajów strefy euro. W efekcie styczeń przyniósł wyraźną poprawę na rynku długu krajów kluczowych dla zatrzymania eskalacji kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (Hiszpania i Włochy). Kolejne LTRO nastąpi pod koniec lutego, co wraz z oczekiwaniami rynku na obniżki stóp procentowych EBC w dalszej części 2012 r. będzie działać w kierunku spadku stawek EURIBOR. Zasilanie banki w płynność oznacza silny wzrost wartości aktywów EBC, a więc de facto ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej (choć w inny sposób niż wcześniej robił to Fed i Bank Anglii).
- Fed podjął w styczniu decyzję o wprowadzeniu celu inflacyjnego (na poziomie 2%). Rozpoczął też publikację prognoz głównej stopy procentowej, z których wynika, że stopy pozostaną na rekordowo niskim poziomie do końca 2014 r., co oznacza, że stawki LIBOR USD pozostaną na dłużej na niskich poziomach. Tym bardziej, że Fed zasugerował uruchomienie kolejnej rundy ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (QE3).
- Mimo zmiany na stanowisku prezesa, SNB zadeklarował zdecydowanie utrzymanie dolnego ograniczenia kursu EURCHF na poziomie 1,20. Przemawia za tym potwierdzenie recesyjno-deflacyjnych tendencji w szwajcarskiej gospodarce (ostrzy spadek wskaźników aktywności gospodarczej i spadek cen). Zakładając poprawę nastrojów na światowych rynkach w dalszej części tego roku, spodziewamy się, że w trakcie 2012 r. SNB podwyższy ograniczenie dla EURCHF do 1,25.



Źródło: Reuters Ecowin i Nordea Markets

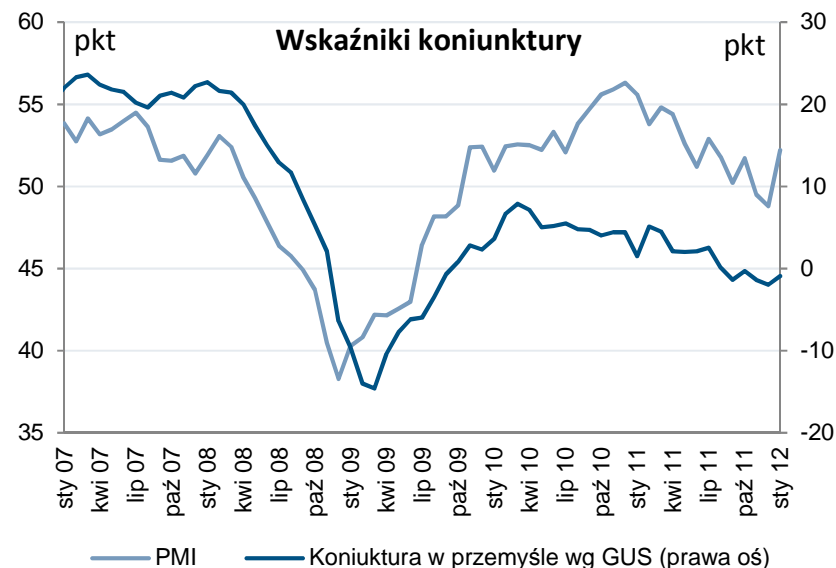
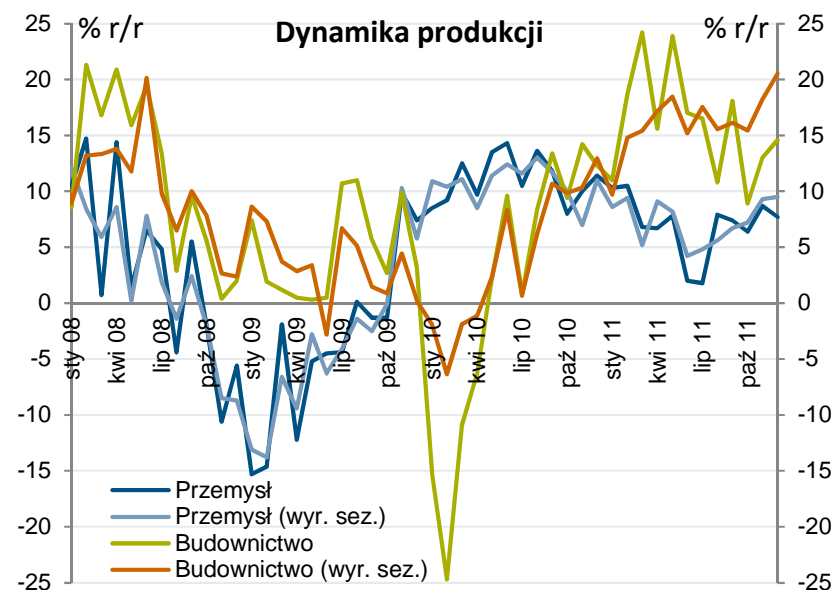
Wzrost gospodarczy

- Wstępne dane o wzroście PKB za cały 2011 r. pokazały, że ostatnie miesiące minionego roku były dla polskiej gospodarki lepsze niż się obawiano. Wzrost PKB w całym roku wyniósł 4,3%.
- Na podstawie wstępnego wyniku za cały rok, a także biorąc pod uwagę podane wcześniej kwartalne dane za 1-3 kw. ub.r. (i zakładając, że nie ulegną one rewizji), szacujemy, że wzrost PKB w samym IV kw. ub.r. utrzymał się powyżej 4%, co jest znakomitym wynikiem na tle tendencji recesyjnych w strefie euro.
- Ważnym motorem napędowym gospodarki były nakłady inwestycyjne, które w całym roku wzrosły o 8,7%, co oznacza, że w samym IV kw. ich wzrost przekroczył 10%. Trzeba jednak pamiętać, że siła tego czynnika może szybko wygasnąć. Po pierwsze, w IV kw. inwestycjom sprzyjały korzystne warunki pogodowe. Po drugie, w II połowie br. nastąpi ograniczenie aktywności inwestycyjnej w sektorze publicznym (z powodu zakończenia przygotowań do Euro 2012 oraz wprowadzenia reguły fiskalnej dla samorządów). Po trzecie, utrzymująca się niepewność co do rozwoju sytuacji w globalnej gospodarce będzie ograniczać wzrost aktywności w sektorze prywatnym i jedynie w niektórych branżach (np. w energetyce, gdzie występują olbrzymie potrzeby inwestycyjne bez względu na bieżące wahania koniunktury) można spodziewać się kontynuacji dynamicznego wzrostu nakładów inwestycyjnych.
- Popyt konsumpcyjny rozczarował (w całym roku wzrost o 3,1%, a w samym IV kw. spowolnienie do ok. 2%). Względna stabilizacja sytuacji na rynku pracy oraz spadek inflacji zapobiegają jednak dalszemu spowolnieniu popytu konsumpcyjnego w trakcie 2012 r.



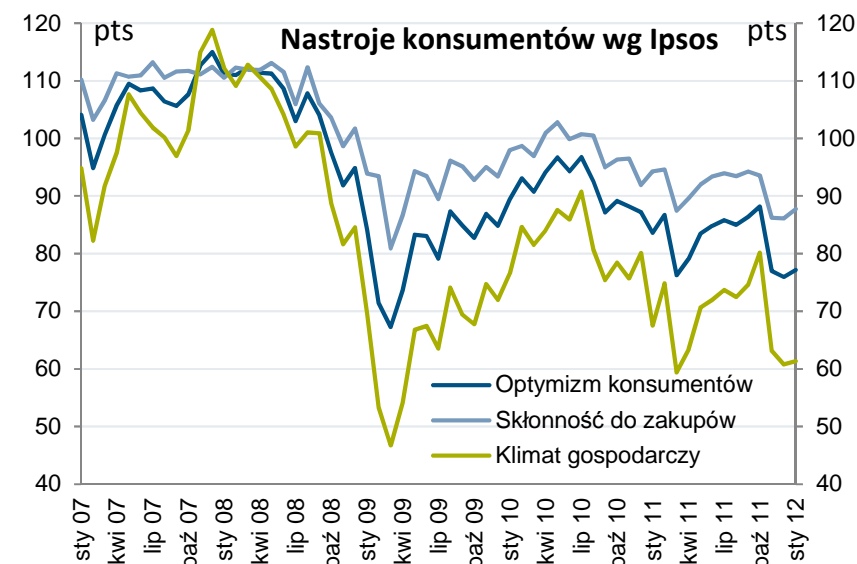
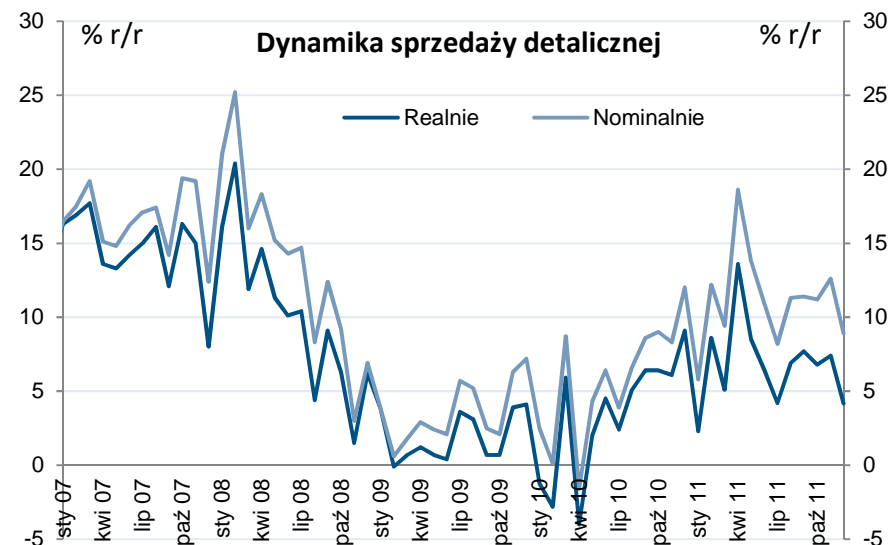
Aktywność przemysłu i budownictwa

- Wzrost produkcji przemysłowej w grudniu spowolnił do 7,7% r/r z 8,7% r/r w listopadzie (słabiej od oczekiwań rynkowych i niemal zgodnie z naszą prognozą). W nieznacznym stopniu dynamika produkcji przemysłu w grudniu została zawyżona przez gwałtowne przyspieszenie produkcji w górnictwie (niska baza z grudnia 2010). Niemniej, dane pokazały, że aktywność w polskim przemyśle pozostała wysoka, mimo sygnalizowanego od kilku miesięcy (m.in. w badaniach PMI) spadku nowych zamówień. Co ważne, wzrost produkcji nastąpił w aż 26 z 34 działów. Nadal dwucyfrowe wzrosty odnotowano w branżach tradycyjnie nastawionych na eksport (produkcja mebli i metali).
- Wydaje się, że wcześniej pozyskany portfel zamówień był wystarczająco duży, aby uniknąć istotnego ograniczenia produkcji przy przejściowym spadku nowych zamówień. Ponadto, w ostatnich miesiącach ub.r. polskich wytwórców wspierało osłabienie złotego, a dodatkowo już w grudniu polski przemysł mógł pozytywnie odczuwać widoczne w styczniowych danych PMI odreagowanie aktywności w niemieckim przemyśle.
- Dobłą wróżbą dla krajowego przemysłu jest styczniowy wskaźnik PMI dla Polski. Jego wzrost przekroczył wyraźnie naszą prognozę, która była jedną z najbardziej optymistycznych na rynku. Oczywiście trzeba pamiętać o dużej zmienności PMI i styczniowy wzrost może zostać skorygowany w kolejnych miesiącach. Niemniej, PMI za styczeń pokazuje, że początek roku nie przyniesie nagłego załamania krajowej gospodarki.
- Produkcja budowlana radzi sobie nadal świetnie, wspierana przez realizację dużych projektów infrastrukturalnych. W styczniu i lutym nie sprzyjały jej jednak złe warunki atmosferyczne.



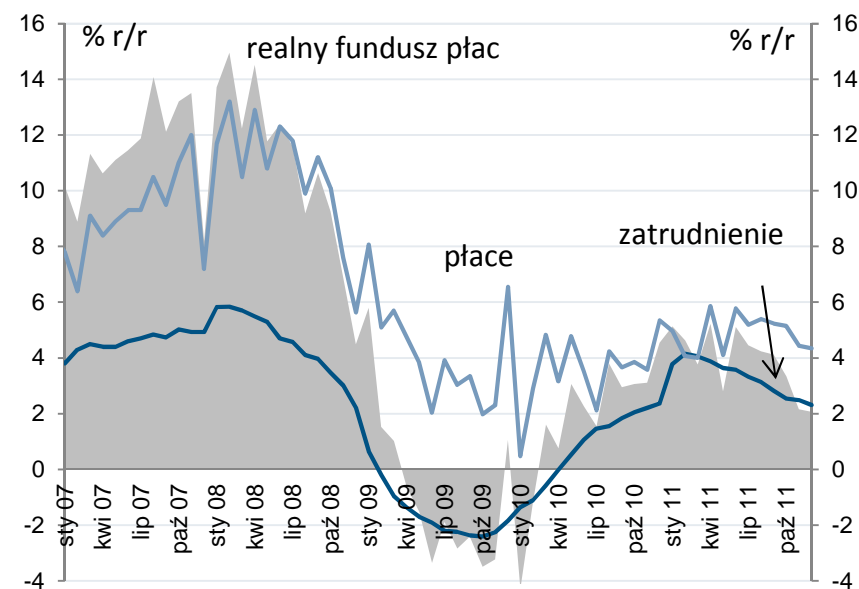
Sprzedaż detaliczna i nastroje konsumentów

- Roczny wzrost sprzedaży detalicznej wyraźnie spowolnił w grudniu, nominalnie do 8,6% z 12,6% w listopadzie, a realnie do 4,2% z 7,4%. Wynika to jednak głównie z efektu wysokiej bazy (silny wzrost zakupów dóbr trwałego użytku w grudniu 2010 przed wejściem w życie wyższych stawek VAT z początkiem 2011), a nie z osłabienia trendu sprzedaży.
- Efekt wysokiej bazy był szczególnie widoczny w przypadku sprzedaży samochodów (załamanie rocznej dynamiki do -15,9% z -5,5% w listopadzie). W kategorii „meble, RTV i AGD”, gdzie efekt wysokiej bazy nie był istotny, nastąpiło przyspieszenie wzrostu sprzedaży, co sugeruje, że zdolność polskich konsumentów do dokonywania poważnych zakupów nie uległa wyraźnemu pogorszeniu.
- W sumie, dane o sprzedaży detalicznej za grudzień raczej nie zapowiadają pogłębienia widocznego w II połowie 2011 obniżenia dynamiki popytu konsumpcyjnego.
- Najnowsze wyniki badania nastrojów konsumentów również wspierają oczekiwania na stabilizację wzrostu popytu konsumpcyjnego. Na odreagowanie nastrojów gospodarstw domowych w styczniu wskazały zarówno wskaźniki koniunktury konsumenckiej GUS, jak i wyniki badania optymizmu konsumentów instytutu Ipsos.
- Co ważne, w badaniu instytutu Ipsos widać, że silne pogorszenie oceny klimatu gospodarczego (zapewne pod wpływem medialnych informacji o kryzysie) nie przełożyło się na równie silne pogorszenie skłonności do dokonywania zakupów.



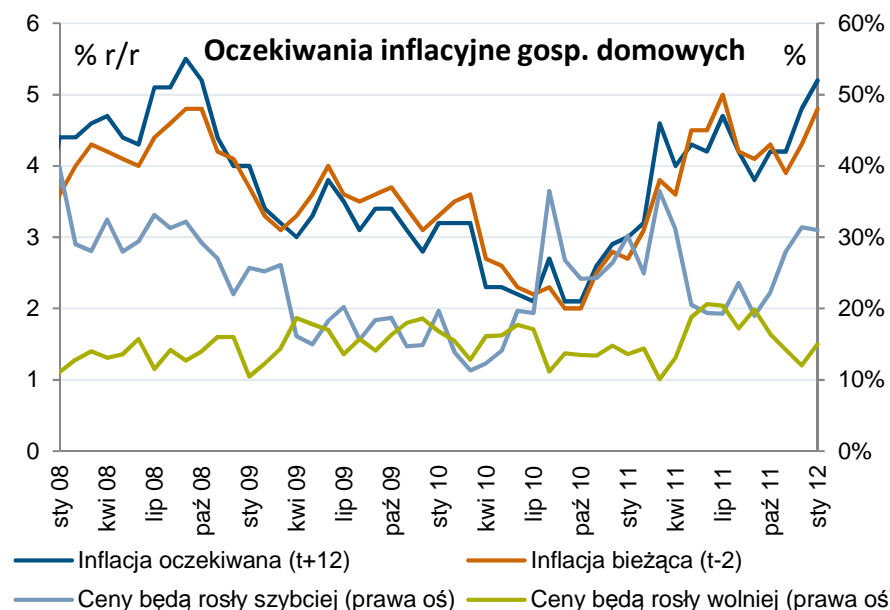
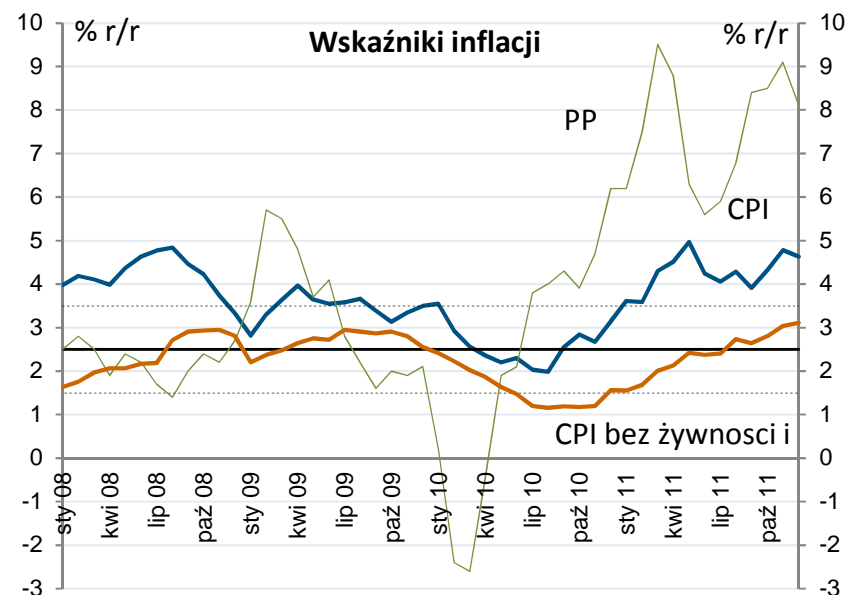
Rynek pracy

- Dane z rynku pracy za grudzień mają mieszaną wymowę. Liczba miejsc pracy w sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w ciągu miesiąca o 12 tys., bardziej niż wskazywał typowy sezonowy wzorzec. Pomijając okres do 2003 r., gdy nadal trwała transformacyjna restrukturyzacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, gorszy wynik w grudniu zanotowano tylko w kryzysowym 2008 r. Styczeniowe dane o zatrudnieniu, które poznamy w lutym, nie będą pomocne w ocenie tendencji na rynku pracy, ponieważ będą one zniekształcone przez wpływ dokonywanej corocznie przez GUS zmiany firm zatrudniających co najmniej 9 osób. Dopiero publikowane w marcu dane za luty pomogą ocenić trend popytu na pracę w przedsiębiorstwach. Niemniej, spadkowa tendencja liczby deklarowanych zwolnień sugeruje, że negatywne tendencje na rynku pracy słabną.
- Mimo słabszego od oczekiwań zatrudnienia w firmach, stopa bezrobocia rejestrowanego w grudniu wzrosła nieco słabiej od oczekiwań i wyniosła 12,5%. Wzrost ten wynikał głównie z czynników sezonowych, natomiast oczyszczony z sezonowości trend wzrostu bezrobocia osłabł (roczny przyrost stopy bezrobocia zmalał do 0,1 pkt. proc. z 0,3 pkt. proc. średnio we wcześniejszej części 2011 r.). Według wstępnych danych stopa bezrobocia na koniec stycznia wzrosła mocno do 13,3% (o 0,2 pkt. proc. r/r).
- Roczny wzrost płac w ujęciu nominalnym ustabilizował się w grudniu na poziomie 4,4% z listopada, co przy podwyższonym poziomie inflacji oznacza ujemną dynamikę realnie. W styczniu i w kolejnych miesiącach 2012 spodziewamy się utrzymania nominalnej dynamiki płac w przedziale 4-5%, co przy spadku inflacji będzie oznaczać poprawę realnej dynamiki płac.



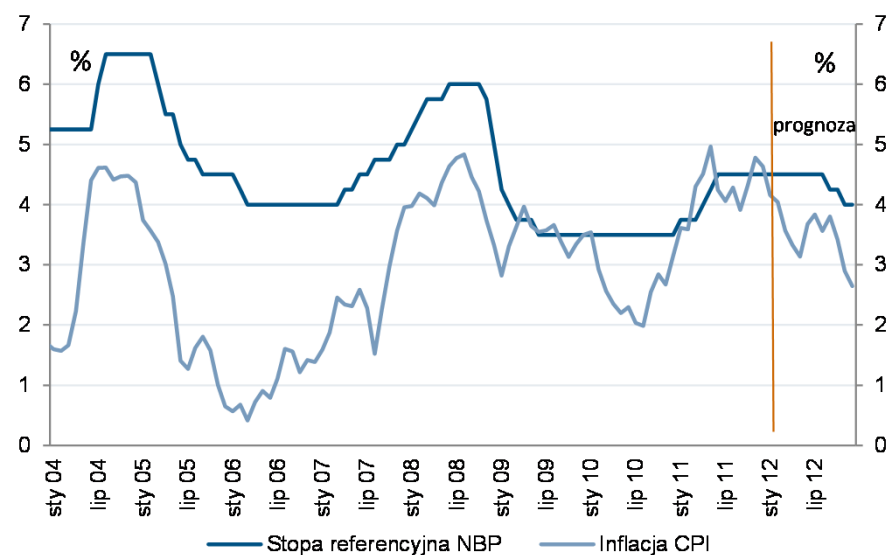
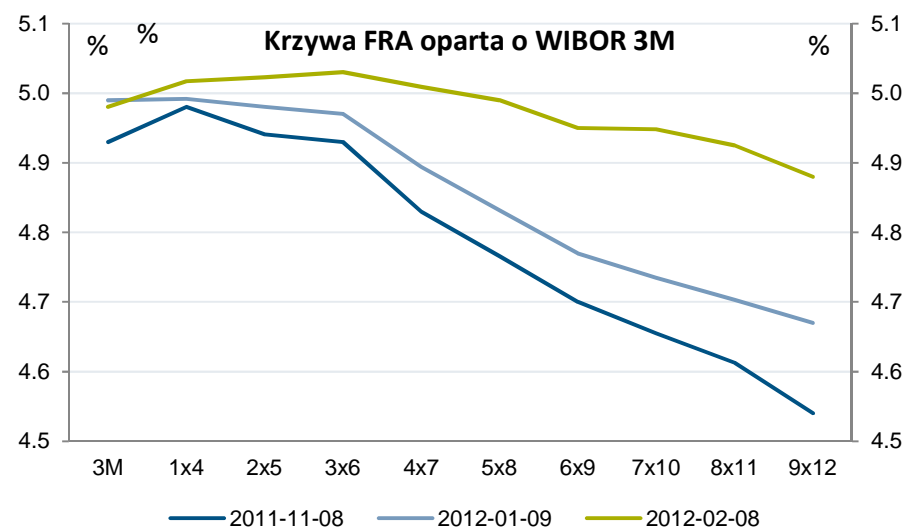
Procesy inflacyjne

- Roczna inflacja CPI obniżyła się w grudniu do 4,6% z 4,8% w listopadzie. Pomimo delikatnego spadku, inflacja CPI pozostaje znacznie powyżej 3,5%, czyli górnej granicy dopuszczalnych odchyień od celu inflacyjnego. Co więcej, najważniejsza miara inflacji bazowej, tj. CPI bez żywności i energii, wzrosła w grudniu do 3,1%.
- Inflacja PPI (ceny produkcji) spadła w grudniu dość wyraźnie, ale nadal była na bardzo wysokim poziomie, co jest wynikiem wysokich cen surowców i osłabienia złotego w trakcie 2011 r.
- Na pierwszy rzut oka, jeszcze bardziej niepokojące dla banku centralnego, niż bieżące wskaźniki inflacji, jest wzrost miary oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w styczniu do 5,2% (najwyższego poziomu od października 2008). Jeśli jednak pominiemy statystyczny wpływ na tę miarę bieżącego wskaźnika inflacji CPI znanego ankietowanym w momencie badania (w tym przypadku przejściowy szczyt inflacji CPI w listopadzie na poziomie 4,8%), to oczekiwania inflacyjne uległy poprawie – zmniejszył się odsetek osób oczekujących szybszego wzrostu cen niż obecnie, a zwiększył się odsetek osób oczekujących wolniejszego wzrostu cen niż obecnie.
- Prognozujemy, że osłabienie popytu krajowego i umocnienie złotego (a przypadku inflacji bazowej i CPI również efekt niskiej bazy) będą obniżać wszystkie miary inflacji w trakcie 2012 r. Prognozowana ścieżka inflacji na ten rok jest jednak na razie obciążona podwyższoną niepewnością ze względu na zmianę systemu wag, której GUS dokona w marcu br.



Polityka pieniężna

- Wysoki poziom bieżących miar inflacji, w tym rosnący dotychczas trend inflacji bazowej, a także lepsze od oczekiwań wyniki polskiej gospodarki oraz utrzymujące się do niedawna słabe notowania złotego przełożyły się na zaostrzenie retoryki Rady Polityki Pieniężnej pod koniec 2011 r. i na początku tego roku. Niektórzy członkowie Rady zaczęli ostatnio mówić wprost o potrzebie podwyżki stóp procentowych w najbliższym czasie. Przełożyło się to na wzrost rynkowych stawek rynku pieniężnego i praktycznie całkowite zniwelowanie widocznej wcześniej w kontraktach FRA wyceny obniżek stóp procentowych w trakcie 2012 r.
- Z jastrzębiego nastroju Radę wybiło jednak nieco ostatnie umocnienie złotego. W komunikacie po posiedzeniu w dniach 7-8 lutego RPP zbagatelizowała ostatnie umocnienie złotego, zwracając uwagę na niepewność co do jego trwałości. Niemniej, związane z aprecjacją złotego efektywne zaostrzenie polityki pieniężnej (mocniejszy złoty obniża inflację i negatywnie wpływa na aktywność gospodarczą), wzmacnione jeszcze przez ograniczenie dostępności kredytów walutowych, powoduje, że naszym zdaniem RPP nie zdecyduje się w tym roku na podwyżki stóp procentowych.
- Uważamy jednocześnie, że w obliczu lepszych od oczekiwań wyników naszej gospodarki coraz mniej prawdopodobne stają się oczekiwane przez nas obniżki stóp procentowych w II połowie br. Lepsze od wcześniejszych obaw perspektywy polskiej gospodarki zostały przez Radę ponownie podkreślone w komunikacie po lutowym posiedzeniu.



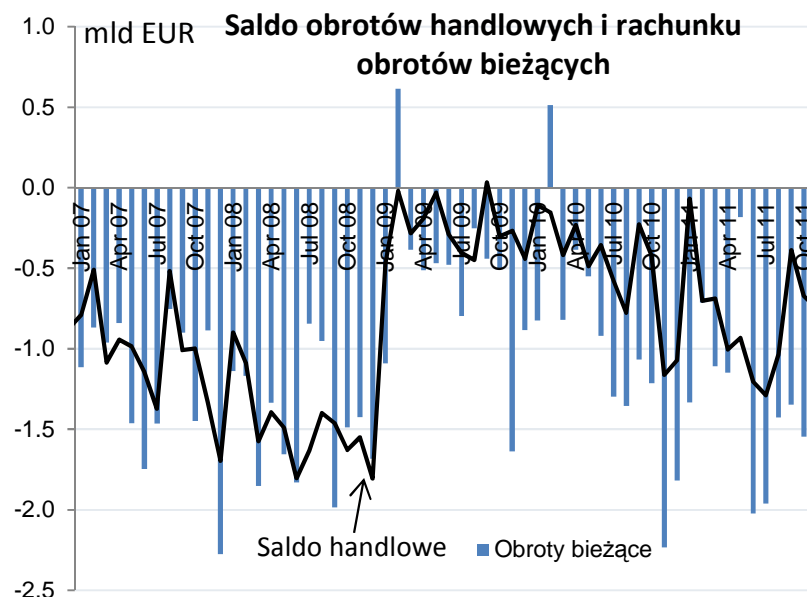
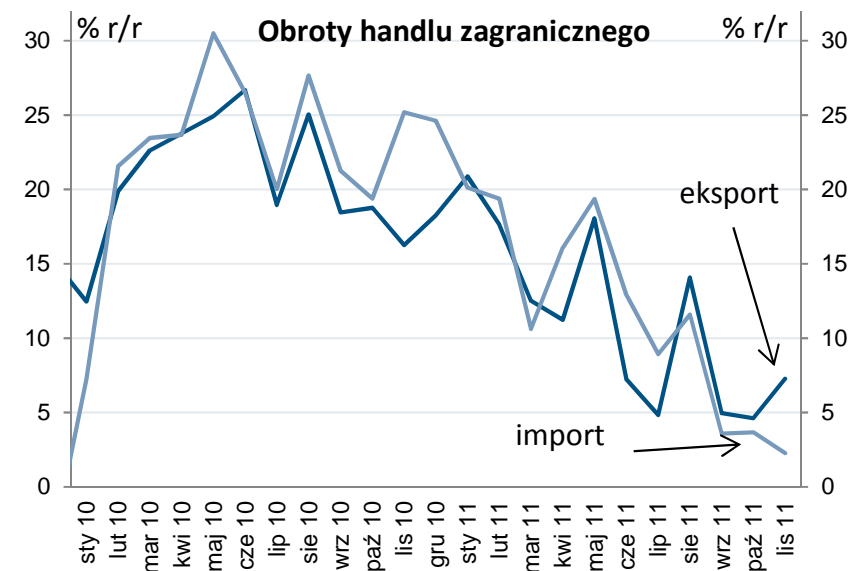
Polityka fiskalna

- Nie znamy jeszcze oficjalnych danych o wykonaniu budżetu centralnego w 2011 r., ale z nieoficjalnych informacji wynika, że deficyt budżetowy był znacznie niższy niż planowane 40 mld zł i wyniósł nieco powyżej 25 mld zł. Uwzględniając nieoficjalne informacje, że deficyty w sektorze samorządowym i funduszy ubezpieczeń społecznych były zbliżone do planowanych, szacujemy, że deficyt całego sektora finansów publicznych w 2011 r. był niższy niż oficjalnie planowane 5,6% PKB, co oznacza jego wyraźne obniżenie z niemal 8% w 2010 r.
- Niższy od planowanego deficyt fiskalny w 2011 r. ułatwiłby Ministerstwu Finansów zadanie w 2012 r. Planowany zestaw działań fiskalnych ma dać łączną redukcję deficytu o 2,6% PKB. Zaczynając z mniejszego poziomu deficytu, resort finansów mógłby go zredukować do planowanego poziomu 3% PKB nawet przy słabszym od zakładanego wzroście PKB (a na razie wygląda na to, że wzrost będzie wyższy od założonego) lub przy problemach z wdrożeniem niektórych działań. Marginesem bezpieczeństwa dla ministerstwa jest prawdopodobna wpłata z zysku NBP za 2011 r. (z wypowiedzi niektórych bankierów centralnych wynika, że dość znaczna – kilka mld zł), której nie ujęto w budżecie na ten rok.
- Agencje ratingowe na razie nie wspominają o podwyższeniu ratingu Polski (potwierdzają obecne ratingi), ale naszym zdaniem konsekwentne wdrożenie działań redukujących deficyt fiskalny Polski i kontynuacja dobrych wyników gospodarczych może przynieść w trakcie tego roku przynajmniej poprawę perspektywy ratingu przez przynajmniej jedną z głównych agencji.

Działania ograniczające deficyt fiskalny w 2012 roku	efekt w % PKB
Zmiany w systemie emerytalnym (OFE)	0,52
Podwyżka składki rentowej	0,38
Ograniczenie wcześniejszych emerytur	0,36
Reguła fiskalna dla samorządów	0,34
Tymczasowa reguła wydatkowa	0,15
Podwyżka akcyzy	0,15
Wzrost dywidend	0,14
Podatek od produkcji miedzi i srebra	0,11
Ograniczenie płatności bezpośrednich	0,10
Zamrożenie progu PIT	0,09
Pozostałe	0,29
Razem	2,63

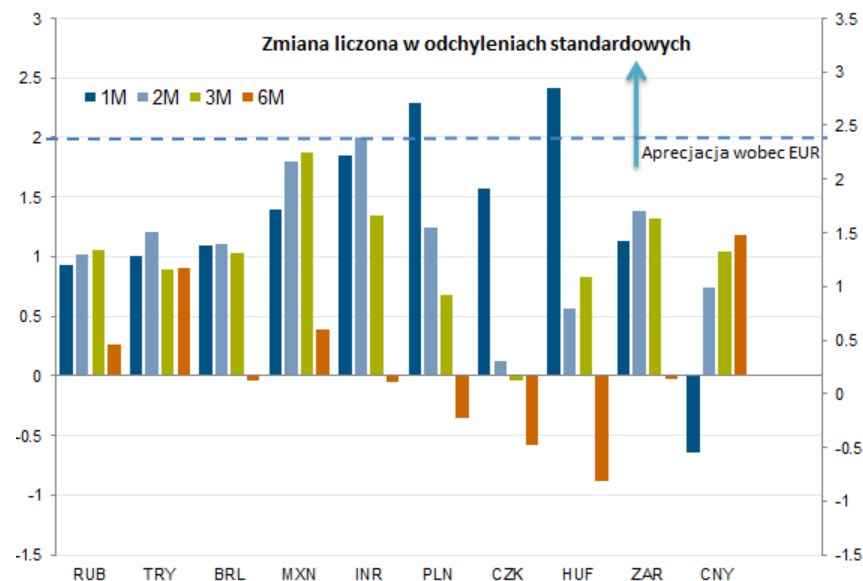
Bilans płatniczy

- Bilans płatniczy za listopad sugeruje, że znaczne osłabienie złotego zaczęło szybko przywracać równowagę zewnętrzną polskiej gospodarki.
- Listopad przyniósł wyraźne przyspieszenie wzrostu eksportu (licząc w EUR do niemal 8%, a w PLN do blisko 20%) oraz wyhamowanie wzrostu importu. Wynikające z tego zmniejszenie deficytu handlowego, a także spadek deficytu na rachunku dochodów i powrót do solidnej nadwyżki w transferach bieżących przełożyły się na wyraźne ograniczenie deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego.
- Skumulowany za ostatnie 12 miesięcy deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB zmniejszył się znacznie po listopadzie do 4,2% z 4,7% po październiku. Przy redukcji deficytu jednocześnie poprawiła się struktura jego finansowania - po listopadzie stopień pokrycia deficytu napływem kapitału długoterminowego zwiększył się bowiem do 114% ze 100% po październiku.
- Mimo prowadzonych przez NBP interwencji walutowych wartość rezerw walutowych Polski zwiększyła się na koniec stycznia do 76 mld EUR. W porównaniu do zadłużenia krótkoterminowego Polski, które na koniec III kw. ub.r. wynosiło 57,1 mld EUR, wartość rezerw walutowych (dodatkowo biorąc pod uwagę elastyczną linię kredytową z MFW o wartości ponad 20 mld EUR) zapewnia bezpieczeństwo finansowania zewnętrznego. Szczególnie, jeśli uwzględnić fakt, że znaczną część zadłużenia krótkoterminowego stanowią kredyty handlowe i zadłużenie w ramach grup kapitałowych.



Rynek walutowy

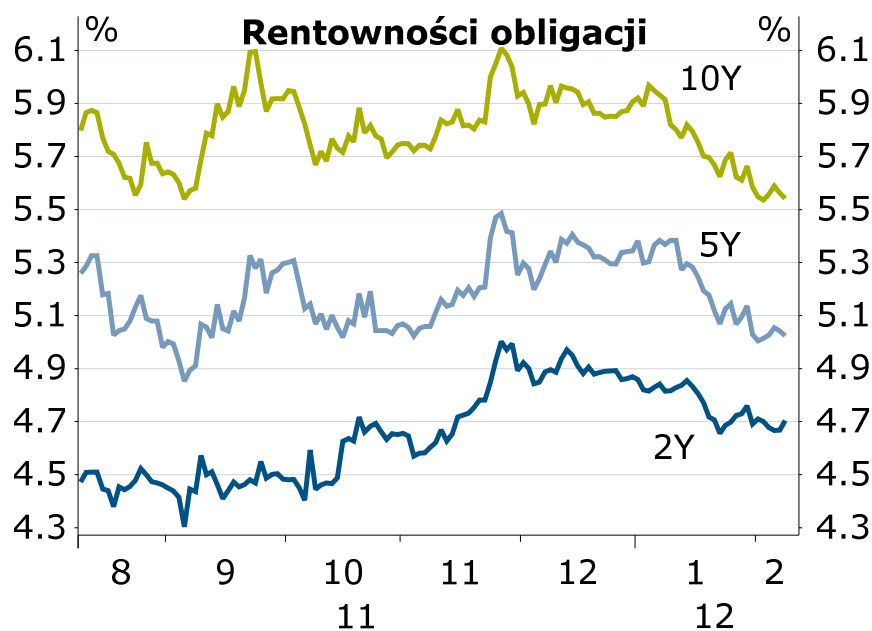
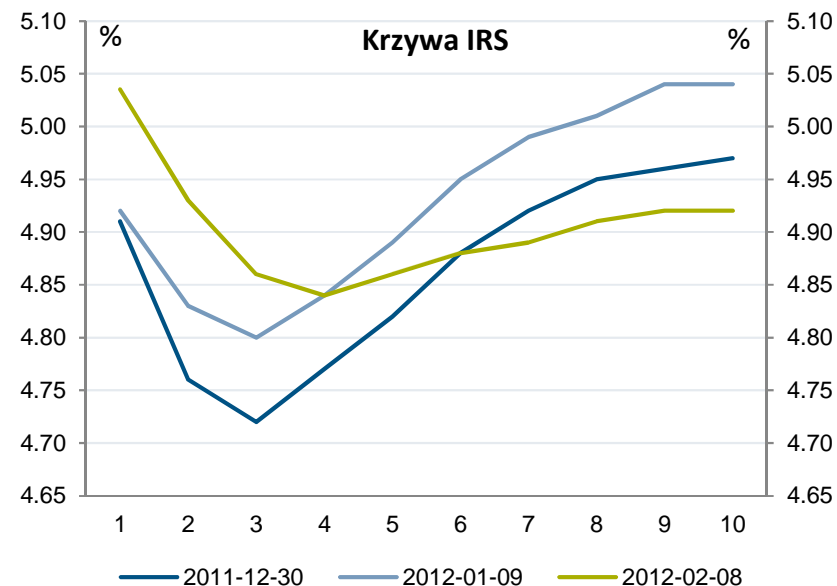
- Widoczny w styczniu wzrost nadziei rynków na postęp w walce z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, uspokojenie sytuacji na Węgrzech oraz dobre informacje z globalnej gospodarki umocniły złotego do głównych walut.
- Pozytywnym czynnikiem dla złotego są też mocne fundamenty makroekonomiczne Polski (relatywnie dobre perspektywy wzrostu gospodarczego oraz spadek deficytu fiskalnego i deficytu obrotów bieżących). W takiej sytuacji przy spadku awersji do ryzyka (mierzonej np. indeksem VIX) złoty staje się jedną z ulubionych walut globalnych inwestorów.
- Po znacznej skali umocnienia złotego w ostatnich tygodniach (wykres obok pokazuje, że uwzględniając typową zmienność z przeszłości złoty był na początku tego roku jedną z najsilniej zyskujących walut rynków wschodzących), kurs krajowej waluty jest obecnie bardzo podatny na korektę. Potwierdza to wiele wskaźników analizy technicznej.
- W tym kontekście należy pamiętać o utrzymującej się niepewności co do dalszego rozwoju kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Kluczowym czynnikiem ryzyka pozostaje wdrożenie drugiego pakietu pomocowego dla Grecji oraz sytuacja na rynku długu nadmiernie zadłużonych państw strefy euro (w szczególności duże emisje obligacji Włoch w I i II kw. br.).
- Spodziewamy się, że najbliższych tygodniach nastąpi korekta ostatniego umocnienia złotego, a jednocześnie podtrzymujemy opinię, że zmienność krajowej waluty pozostanie podwyższona przez kilka najbliższych miesięcy. Niemniej, jest coraz mniej prawdopodobne, że EURPLN ponownie wzrośnie do 4,40-4,50.



Źródło: Reuters Ecowin i Nordea Markets

Rynek stopy procentowej

- Z powodu jastrzębiej retoryki RPP i związanego z tym osłabienia oczekiwań na obniżki / wzmocnienia oczekiwań na podwyżki stóp, styczeń przyniósł wyraźny wzrost krótkoterminowych stóp procentowych. Oprócz wzrostu stawek FRA do góry przesunął się również krótki koniec krzywej IRS. Początkowo do góry przesunęły się również stawki IRS na dłuższe terminy, ale ostatecznie w ciągu minionego miesiąca doszło do odwrócenia krzywej IRS i spread 10-2 lata jest obecnie nieznacznie ujemny.
- W kierunku spadku stawek IRS na dłuższe terminy działa wyraźne umocnienie długoterminowych obligacji. Spadek rentowności obligacji był na tyle silny, że spowodował zarówno zawężenie spreadów asset swap, jak i wywarł presję na spadek samych stawek IRS na długim końcu krzywej. Duży apetyt inwestorów na polskie obligacje wiąże się nie tylko ze wzrostem apetytu na ryzyko na globalnych rynkach, ale również z poprawą postrzegania polskich fundamentów makroekonomicznych (stabilność polityczna, postęp w konsolidacji fiskalnej i redukcja nierównowagi zewnętrznej gospodarki).
- Przy utrzymywaniu się wyraźnie „jastrzębiej” retoryki spodziewamy się, że krótkoterminowe stopy procentowe pozostaną w najbliższym czasie na podwyższonym poziomie. Sprzyjać temu mogą również spodziewane relatywnie dobre wskaźniki aktywności gospodarczej za styczeń (po lepszym od oczekiwań PMI za styczeń widzimy ryzyko w górę dla naszej prognozy produkcji przemysłowej).
- Długoterminowe obligacje wg nas osłabną w najbliższym czasie ze względu na korektę apetytu na ryzykowne aktywa na globalnym rynku.



Źródło: Reuters Ecowin i Nordea Markets

Dane i prognozy – wskaźniki miesięczne

		mar 11	kw i 11	maj 11	cze 11	lip 11	sie 11	wrz 11	paź 11	lis 11	gru 11	sty 12	lut 12
PMI	pkt	54,8	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8	52,2	51,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,8	6,7	7,8	2,0	1,8	7,9	7,4	6,4	8,7	7,7	8,1	7,8
Produkcja budowlana	% r/r	24,2	15,6	23,9	17,0	16,5	10,8	18,1	8,9	13,0	14,6	15,6	14,0
Sprzedaż detaliczna (nominalnie)	% r/r	9,4	18,6	13,8	10,9	8,2	11,3	11,4	11,2	12,6	8,6	13,8	9,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%	13,3	12,8	12,4	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	12,1	12,5	13,3	13,6
Płace brutto w sektorze przeds.	% r/r	4,0	5,9	4,1	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	4,4	4,4	4,9	5,0
Zatrudnienie w sektorze przeds.	% r/r	4,1	3,9	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5	2,3	1,4	0,9
Eksport	% r/r	12,5	11,2	18,1	7,2	4,8	14,1	4,9	4,6	7,3	7,1	6,1	6,0
Import	% r/r	10,6	16,1	19,4	12,9	8,9	11,6	3,6	3,7	2,3	1,8	3,9	2,2
Bilans handlowy	mln EUR	-687	-1 004	-932	-1 203	-1 290	-1 036	-387	-671	-749	-800	-300	-300
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 107	-1 149	-182	-2 023	-1 962	-1 428	-1 346	-1 546	-1 034	-1 031	-734	-852
Rachunek bieżący	% PKB	-4,8	-4,9	-4,7	-4,9	-4,9	-4,8	-4,7	-4,7	-4,2	-4,0	-3,8	-3,9
CPI	% r/r	4,3	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,8	4,6	4,2	4,0
CPI bez żywności i energii	% r/r	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,7	2,6	2,8	3,0	3,1	3,0	2,9
PPI	% r/r	9,5	8,8	6,3	5,6	5,9	6,8	8,4	8,5	9,1	8,1	8,1	7,0
EURPLN	PLN	4,01	3,97	3,94	3,97	3,99	4,12	4,33	4,35	4,43	4,48	4,37	4,25
USDPLN	PLN	2,87	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,27	3,40	3,39	3,23
CHFPLN	PLN	3,12	3,06	3,14	3,28	3,39	3,68	3,61	3,54	3,60	3,65	3,61	3,53
Stopa referencyjna NBP*	%	3,75	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	4,18	4,27	4,40	4,61	4,70	4,72	4,75	4,80	4,94	4,98	4,99	4,98
Rentowość obligacji 2L	%	5,04	5,01	5,02	4,87	4,78	4,49	4,47	4,57	4,74	4,89	4,78	4,71
Rentowość obligacji 5L	%	5,82	5,76	5,64	5,42	5,34	5,17	5,10	5,11	5,20	5,32	5,23	5,06
Rentowość obligacji 10L	%	6,28	6,14	6,06	5,90	5,83	5,73	5,82	5,78	5,86	5,90	5,77	5,59
EURIBOR 3M	%	1,18	1,32	1,43	1,49	1,60	1,55	1,54	1,58	1,48	1,43	1,23	1,06
LIBOR USD 3M	%	0,31	0,28	0,26	0,25	0,25	0,29	0,35	0,41	0,48	0,56	0,57	0,50
LIBOR CHF 3M	%	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,06	0,01	0,04	0,05	0,05	0,06	0,08

* wartość na koniec okresu

Dane i prognozy – wskaźniki kwartalne i roczne

		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2009	2010	2011	2012
PKB	mld PLN	349,3	369,3	375,1	437,8	375,0	391,5	399,7	462,7	310,2	354,3	371,9	386,5
PKB	% r/r	4,5	4,3	4,2	4,0	2,8	2,1	2,5	2,7	1,6	3,9	4,3	2,5
Popyt krajowy	% r/r	4,4	4,3	3,2	3,2	2,3	1,5	1,4	2,1	-1,1	4,6	3,8	1,8
Spożycie indywidualne	% r/r	3,7	3,6	3,0	2,1	2,4	2,0	2,0	2,6	2,1	3,2	3,1	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	5,9	6,9	8,5	10,9	10,0	6,0	2,0	2,0	-1,2	-0,2	8,7	3,9
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%	13,3	11,9	11,8	12,5	13,6	12,3	12,3	12,9	12,1	12,4	12,5	12,9
Eksport	% r/r	17,0	12,0	8,1	6,3	2,0	2,0	4,0	6,0	-15,8	22,8	10,7	3,5
Import	% r/r	17,7	16,0	8,1	2,6	0,0	0,0	2,0	5,0	-24,4	24,9	10,7	1,8
Rachunek bieżący	mldn EUR	-3 135	-3 359	-4 709	-3 611	-2 485	-2 672	-3 578	-3 929	-12 152	-16 493	-14 814	-12 664
Rachunek bieżący	% PKB	-4,8	-4,9	-4,7	-4,0	-3,8	-3,7	-3,3	-3,3	-3,9	-4,7	-4,0	-3,3
Saldo general government	% PKB	-	-	-	-	-	-	-	-	-7,3	-7,9	-5,4	-3,2
Inflacja CPI	% r/r	3,8	4,6	4,1	4,6	3,9	3,4	3,7	3,0	3,5	2,6	4,3	3,5
Inflacja CPI bez żywności i energii	% r/r	1,7	2,3	2,6	3,0	2,9	2,5	2,3	1,9	2,7	1,6	2,4	2,4
Inflacja PPI	% r/r	7,7	6,9	7,0	8,6	6,7	4,1	2,0	0,0	3,3	2,1	7,6	3,2
EURPLN	PLN	3,94	3,96	4,15	4,42	4,31	4,25	4,18	4,12	4,33	3,99	4,12	4,21
USDPLN	PLN	2,88	2,75	2,94	3,28	3,31	3,36	3,51	3,65	3,11	3,02	2,96	3,46
CHFPLN	PLN	3,06	3,16	3,56	3,60	3,57	3,49	3,38	3,30	2,87	2,90	3,34	3,44
Stopa referencyjna NBP*	%	3,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	3,50	3,50	4,50	4,00
WIBOR 3M	%	4,10	4,43	4,72	4,91	4,97	4,91	4,89	4,55	4,42	3,94	4,54	4,83
Rentowność obligacji 2L	%	5,01	4,97	4,58	4,74	4,73	4,68	4,58	4,50	5,17	4,72	4,82	4,62
Rentowność obligacji 5L	%	5,79	5,60	5,20	5,21	5,13	5,08	5,08	5,02	5,65	5,31	5,45	5,08
Rentowność obligacji 10L	%	6,27	6,03	5,79	5,85	5,67	5,61	5,58	5,47	6,11	5,74	5,99	5,58
EURIBOR 3M	%	1,09	1,41	1,56	1,50	1,10	0,94	0,90	0,90	1,23	0,81	1,39	0,96
LIBOR USD 3M	%	0,31	0,26	0,30	0,48	0,52	0,50	0,50	0,50	0,69	0,34	0,34	0,51
LIBOR CHF 3M	%	0,17	0,18	0,08	0,04	0,06	0,05	0,05	0,05	0,38	0,19	0,12	0,05

* wartość na koniec okresu



Piotr Bujak

Główny Ekonomista

Nordea Bank Polska S.A.

ul. Lwowska 19

00-660 Warszawa

piotr.bujak@nordea.com

Departament Sprzedaży Produktów Skarbowych

Zespół Transakcji Pochodnych

+48 22 521 36 42-43

Zespół Obsługi Transakcji Walutowych

+48 22 521 36 66

Zastrzeżenia prawne

Nordea Markets to nazwa Departamentów Sprzedaży Produktów Skarbowych w Nordea Bank Polska S.A., Nordea Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Plc i Nordea Bank Danmark A/S.

Informacje podane w niniejszym dokumencie są przeznaczone do wyłącznego użytku wskazanego odbiorcy. Wyrażone tu poglądy i pozostałe przedstawione informacje stanowią aktualne poglądy Nordea Markets wg stanu na dzień sporządzenia niniejszego dokumentu i mogą one ulec zmianie bez uprzedzenia. Poglądy te zostały przedstawione wyłącznie w oparciu o informacje udostępnione Nordea Markets i wyłącznie w celu przedstawienia usług udostępnianych przez Nordea Markets. Niniejsza informacja nie zastępuje własnego osądu odbiorcy.

Nordea Markets nie jest i nie twierdzi, że jest doradcą w zakresie kwestii prawnych, podatkowych, rachunkowych lub kontroli urzędowej w obrębie jakiegokolwiek jurysdykcji, a udostępnienie niniejszego dokumentu odbiorcy nie stanowi porady. Przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej lub kredytowej należy zawsze zasięgnąć stosownej i konkretnej profesjonalnej porady.

Niniejszy dokument nie może być kopiowany, rozprowadzany lub publikowany w jakimkolwiek celu bez uprzedniej pisemnej zgody Nordea Markets.