

# WYDARZENIA GOSPODARCZE W KRAJU I NA ŚWIECIE

Październik 2012\*



## Synteza

- ◆ Prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) dotyczące dynamiki PKB dla Świata przewidują wzrost na poziomie 3,3% w 2012 roku i 3,6% w 2013 roku. W większości gospodarek światowych prognozy wzrostu gospodarczego ulegają systematycznemu pogorszeniu względem poprzednich projekcji.

W przypadku Unii Europejskiej oraz strefy euro przewiduje się recesję w 2012 roku i znikomy wzrost w 2013 r. Na obszarze Europy Środkowo-Wschodniej w 2012 roku przewiduje się spadek dynamiki PKB w stosunku do 2011 roku do poziomu 2,0% i przyspieszenie w 2013 r. do 2,6%. W Polsce dynamika PKB ma wynieść 2,4% w 2012 r. i 2,1% w 2013 r.

### Prognozy wzrostu gospodarczego na świecie MFW (% r/r)

|                       |      |      | Prognozy |      | Zmiana względem<br>prognozy z 07.2012 |      |
|-----------------------|------|------|----------|------|---------------------------------------|------|
|                       | 2010 | 2011 | 2012     | 2013 | 2012                                  | 2013 |
| Świat                 | 5,1  | 3,8  | 3,3      | 3,6  | -0,2                                  | -0,3 |
| Rozwinięte gospodarki | 3,0  | 1,6  | 1,3      | 1,5  | -0,1                                  | -0,3 |
| USA                   | 2,4  | 1,8  | 2,2      | 2,1  | 0,1                                   | -0,1 |
| Japonia               | 4,5  | -0,8 | 2,2      | 1,2  | -0,2                                  | -0,3 |
| Strefa euro           | 2,0  | 1,4  | -0,4     | 0,2  | -0,1                                  | -0,5 |
| Unia Europejska       | 2,1  | 1,6  | -0,2     | 0,5  | -0,2                                  | -0,5 |
| Niemcy                | 4,0  | 3,1  | 0,9      | 0,9  | 0,0                                   | -0,5 |
| Francja               | 1,7  | 1,7  | 0,1      | 0,4  | -0,2                                  | -0,5 |
| Włochy                | 1,8  | 0,4  | -2,3     | -0,7 | -0,4                                  | -0,4 |
| Hiszpania             | -0,3 | 0,4  | -1,5     | -1,3 | -0,1                                  | -0,7 |
| Wielka Brytania       | 1,8  | 0,8  | -0,4     | 1,1  | -0,6                                  | -0,3 |
| Europa Śr-Wsch        | 4,6  | 5,3  | 2,0      | 2,6  | 0,1                                   | -0,2 |
| <b>Polska</b>         | 3,9  | 4,3  | 2,4      | 2,1  | -0,1                                  | -0,9 |
| Rosja                 | 4,3  | 4,3  | 3,7      | 3,8  | -0,3                                  | -0,1 |
| Chiny                 | 10,4 | 9,2  | 7,8      | 8,2  | -0,2                                  | -0,2 |
| Indie                 | 10,1 | 6,8  | 4,9      | 6,0  | -1,3                                  | -0,6 |
| Brazylia              | 7,5  | 2,7  | 1,5      | 4,0  | -1,0                                  | -0,7 |

Źródło: MFW WEO 10.2012

\* raport przygotowany na podstawie danych opublikowanych w okresie 01.10.2012 r.-31.10.2012 r., wg następującego podziału:  
 • Polska, • Europa • Kraje rozwinięte OECD • BRIC – Brazylia, Rosja, Indie, Chiny; oraz • Rynki finansowe i surowców naturalnych.

- ♦ Sytuacja gospodarcza w Europie pozostaje niekorzystna na co wskazują obniżane prognozy dynamiki PKB. Utrzymuje się spadek aktywności gospodarczej w zakresie produkcji przemysłowej – w sierpniu produkcja obniżyła się o 2,9% r/r w strefie euro oraz o 1,8% r/r w Unii Europejskiej. Problemy sektora przemysłowego potwierdza indeks PMI, który w strefie euro utrzymuje się na poziomie poniżej 50 pkt od 15 miesięcy. Złożony indeks PMI dla przemysłu i usług wyniósł w październiku 45,8 pkt, co było najniższym poziomem od 40 miesięcy. Systematycznie rośnie też stopa bezrobocia – we wrześniu wynosiła 11,6% w strefie euro i 10,6% w Unii Europejskiej, a w Hiszpanii oraz w Grecji przekraczała 25%.

Niekorzystnie kształtuje się sytuacja fiskalna wielu państw europejskich, ponieważ osłabienie gospodarcze ogranicza możliwości redukcji deficytów. Rośnie też poziom długu publicznego – w II kwartale br. relacja długu do PKB wzrosła do 90% w strefie euro oraz do 84,9% w UE.

Agencje ratingowe wskazywały na zagrożenia dla sektora bankowego w krajach europejskich: zwiększenie ryzyka ekonomicznego działalności we Francji; wzrost konkurencji, spadek marż i gorsza jakość aktywów w Niemczech; zapotrzebowanie na kapitał trzech największych banków cypryjskich sięgające 47% PKB kraju. W październiku obniżone zostały ratingi wybranych banków francuskich, cypryjskich i hiszpańskich.

O zagrożeniach w sektorze bankowym w Europie informował raport MFW o stabilności finansowej – wskazywał, że pogłębia się presja na delewarowanie, wzrasta również ryzyko jednoczesnego załamania akcji kredytowej i recesji gospodarczej. Takim scenariuszem zagrożone są szczególnie kraje peryferyjne strefy euro, a pesymistyczny scenariusz MFW zakłada, że proces delewarowania może ograniczyć ich wzrost gospodarczy w 2013 roku o 4,26 p. p. względem scenariusza bazowego.

- ♦ W Unii Europejskiej kontynuowane były prace mające na celu stabilizację sektora finansowego: podczas spotkania Eurogrupy nastąpiła inauguracja Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (ESM), trwały też rozmowy na temat unii bankowej – obecnie prace nad wdrażaniem operacyjnym wspólnego nadzoru bankowego są przewidziane na rok 2013.

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA) opublikował ostateczne rezultaty procesu zwiększania kapitałów przez banki z Unii Europejskiej. Celem tych działań było zwiększenie kapitałów i osiągnięcie współczynnika CET1 na poziomie 9%. 27 banków o łącznych niedoborach kapitałowych w wysokości 75,8 mld EUR objętych planami uzupełnienia kapitałów osiągnęło rekapitalizację na poziomie 115,7 mld EUR. Z tej kwoty 83,2 mld EUR pochodziło z działań o bezpośrednim wpływie na poziom kapitału, a 32,5 mld EUR z uwolnienia aktywów ważonych ryzykiem (RWA).

- ♦ Wzrost gospodarczy w Polsce w II kw. zwolnił bardziej niż oczekiwano – wg danych GUS po rewizji – do 2,3% r/r z 3,6% r/r w I kw. MFW prognozuje, że PKB Polski wyhamuje jeszcze bardziej i w całym 2012 r. wzrost wyniesie 2,4%, a w 2013 r. 2,1%, przy czym wciąż będzie to jedna z najszybciej rozwijających się gospodarek europejskich.

Dane za wrzesień potwierdzają pogłębiające się spowolnienie polskiej gospodarki. Spadający popyt krajowy i zagraniczny doprowadził do spadku produkcji przemysłowej o 5,2% r/r. Spadek

produkcji budowlano-montażowej o 17,8% r/r wynika m.in. z ograniczenia państwowych inwestycji w infrastrukturę oraz spadku popytu na rynku mieszkaniowym. Jest to efekt pogorszenia sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz zmiany struktury ich wydatków, związanego z coraz gorszymi warunkami na rynku pracy. Rosnące stopniowo bezrobocie, stagnacja w zatrudnieniu i spadek realnych wynagrodzeń odzwierciedlają się także w hamującej dynamice sprzedaży detalicznej (do 3,1% r/r).

Premier rządu w swoim „Drugim Expose” przedstawił szereg działań, mających wesprzeć wzrost gospodarczy Polski w nadchodzących latach, nie obciążając jednocześnie nadmiernie finansów publicznych. Łącznie wartość programów rozłożonych na najbliższe 10 lat ma przekroczyć 700 mld PLN. Jako źródła finansowania podano środki z UE, z prywatyzacji, kredyty, emisję obligacji BGK, środki inwestorów prywatnych oraz gwarancje dla sektora MSP. Ponadto, ze względu na postępujące zmiany demograficzne, przedstawione zostały zmiany polityce prorodzinnej, m.in. przedłużenie urlopu macierzyńskiego do roku.

- ◆ Dane makroekonomiczne z USA świadczą o nieznacznej poprawie sytuacji gospodarczej. Tempo wzrostu gospodarczego w III kw. 2012 r. (w ujęciu zannualizowanym) wzrosło do 2 % z 1,3 % w II kw. Relatywne polepszenie kondycji amerykańskiej gospodarki znalazło wyraz przede wszystkim we wzroście dynamiki sprzedaży detalicznej (której towarzyszył wzrost zaufania konsumentów), a także w poprawie sytuacji na rynku nieruchomości oraz na rynku pracy. Na rynku nieruchomości, we wrześniu wzrosła liczba sprzedanych nowych domów oraz liczba rozpoczętych budów. Stopa bezrobocia we wrześniu i w październiku utrzymywała się poniżej 8 %, po raz pierwszy od 2009 r. Wciąż relatywnie wysoki wskaźnik bezrobocia skłonił bank centralny do kontynuowania łagodnej polityki pieniężnej (utrzymano podstawową stopę procentową na poziomie 0,25 %). Inflacja CPI za wrzesień oraz inflacja bazowa ukształtowały się na poziomie 2 % r/r. MFW prognozuje, że w 2012 r. amerykańska gospodarka będzie rozwijać się w tempie 2,2%, natomiast w 2013 r., 2,1%. W raporcie tym wzrost długu publicznego oraz ryzyko znaczącego zmniejszania wydatków publicznych i wzrostu podatków w 2013 r. uznano za główne zagrożenia dla wzrostu gospodarczego.
- ◆ W ostatnich miesiącach koniunktura w japońskiej gospodarce uległa osłabieniu, co znajduje odzwierciedlenie w dalszym spadku produkcji przemysłowej w październiku (-8,1 % r/r), a ponadto w pogorszeniu bilansu handlowego. We wrześniu nastąpił spadek eksportu wynoszący 10,3 % r/r, przy wzroście importu o 4,1 % r/r. Wskaźnik inflacji CPI, we wrześniu wyniósł -0,3 % r/r. W celu walki z deflacją i pobudzenia gospodarki Bank Japonii podczas posiedzenia w dniu 30 października podjął decyzję o dalszym złagodzeniu polityki pieniężnej poprzez zwiększenie o 11 bln. JPY środków na program skupu aktywów, a także poprzez uruchomienie nowego programu długoterminowych, tanich pożyczek dla banków. Główną stopę procentową utrzymano na poziomie 0-0,1 %. Wg MFW tempo wzrostu gospodarczego Japonii ma wynieść 2,2 % w 2012 r. (w II kwartale br. wyniosło 1,4 % w ujęciu zannualizowanym) oraz 1,2 % w 2013 r. Ponadto MFW wskazuje, że znacząca wysokość długu publicznego oraz nadmierna ekspozycja japońskich banków na ten dług zostały zidentyfikowane jako główne zagrożenie dla stabilności finansowej w Japonii.

## ***Departament Analiz i Skarbu***

- ♦ W październiku na rynkach finansowych, szczególnie w Europie, malała rynkowa wycena ryzyka kredytowego CDS. Wynikało to przede wszystkim z pozytywnego wpływu deklaracji EBC o możliwości skupu obligacji zagrożonych państw strefy euro. W efekcie rentowności obligacji na rynkach bazowych (Niemcy, USA) utrzymały się na niskim poziomie, a w państwach peryferyjnych Europy uległy obniżeniu. Rentowności obligacji polskich kontynuowały spadki, kształtując się poniżej stopy referencyjnej NBP. Przyczynił się do tego zarówno spadek CDS dla Polski, jak również oczekiwania obniżki stóp procentowych NBP.



## Wybrane wydarzenia gospodarcze

### Polska

#### Koniunktura

- ♦ **GUS poddał rewizji dotychczasowe szacunki PKB za I i II kw. br.** W I kw. wzrost PKB był szybszy i wyniósł 3,6% r/r (wstępnie 3,5% r/r), natomiast w II kw. spowolnienie było większe niż sądzono i wzrost wyniósł 2,3% r/r (wstępnie 2,4% r/r).
- ♦ Międzynarodowy Fundusz Walutowy w raporcie „World Economic Outlook” przedstawił nowe prognozy podstawowych wskaźników makroekonomicznych dla Polski. **MFW poddał rewizji w dół prognozy wzrostu PKB na 2012 r. i 2013 r.** do odpowiednio 2,4% i 2,1% (z 3,2% i 2,6% prognozowanych w kwietniu br.). Wg Funduszu nie jest pewne czy po tym okresie globalna gospodarka wyjdzie ze spowolnienia wywołanego problemami gospodarczymi w strefie euro i USA i wiele zależy od skuteczności polityki fiskalnej, monetarnej i gospodarczej tych regionów.

#### Prognozy MFW z 10.2012

|                                             |       | 2012 | 2013 |
|---------------------------------------------|-------|------|------|
| <b>Wzrost PKB</b>                           | %     | 2,4  | 2,1  |
| <b>Inflacja</b>                             | %     | 3,9  | 2,7  |
| <b>Bilans na Rachunku Obrotów Bieżących</b> | % PKB | -3,7 | -3,8 |
| <b>Stopa bezrobocia</b>                     | %     | 10,0 | 10,2 |
| <b>Deficyt Sektora Finansów Publicznych</b> | % PKB | 3,4  | 3,1  |

Źródło: MFW

- ♦ **Produkcja przemysłowa spadła we wrześniu o 5,2% r/r** (rynek prognozował -3,6% r/r), wobec wzrostu o 0,5% r/r w sierpniu. Po wyrównaniu sezonowym spadek wyniósł 1,6% r/r. Produkcja spadła w 27 z 34 działów produkcji – najsilniej w przypadku samochodów (o 22,2% r/r wg danych Samar), mebli (o 18,1%) i elektroniki (o 15,5%).

Przeprowadzone przez GUS badanie koniunktury potwierdziło, że spadek aktywności sektora przemysłowego był kontynuowany w październiku – wskaźnik dla sektora spadł o 5 pkt. do -11 pkt. (poziomu najniższego od początku 2009 r.). W badaniu przedsiębiorstwa przemysłowe wskazywały na większy spadek ze strony popytu krajowego niż zagranicznego, gdzie zamówienia spadały nieco wolniej. Na kontynuację niekorzystnych tendencji w przemyśle wskazuje również PMI dla przemysłu, który wyniósł w październiku 47,3 pkt.

- ♦ **Produkcja budowlano-montażowa spadła we wrześniu o 17,8% r/r**, po spadku o 5,0% r/r miesiąc wcześniej. Najszybszy spadek dotyczył wznoszenia nowych budynków (-22,9% r/r). Badania GUS koniunktury w budownictwie pokazały, że w październiku sytuacja w sektorze uległa dalszemu pogorszeniu.

Dane są zbieżne z inną publikacją GUS, wg której **pogorszyły się warunki na rynku nieruchomości mieszkaniowych**. Podczas gdy w pierwszych trzech kwartałach 2012 r. oddano do użytkowania o 20,5% więcej mieszkań (104,6 tys.) niż przed rokiem, to pozwoleń na budowę wydano o 9,4% r/r mniej (128,1 tys.), a liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto spadła o 9,0% r/r. Tendencja jest spadkowa, ponieważ w samym wrześniu (a więc na koniec okresu) wydano o 35,2% r/r mniej pozwoleń i rozpoczęto o 34,4% r/r mniej budów.

- ♦ Wg publikacji NBP „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2012 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2012 r.” sytuacja ekonomiczna 83,4% przedsiębiorstw w III kw. była dobra lub uległa poprawie. Część z nich jednak oczekuje pogorszenia swojej sytuacji w IV kw. br. Krótkoterminowe prognozy są pesymistyczne – głównym ograniczeniem dla rozwoju przedsiębiorstw jest spadający popyt, w tym przede wszystkim krajowy. Przedsiębiorstwa eksportujące charakteryzuje bowiem lepsza sytuacja, rentowność działalności oraz prognozy produkcji.

Od kilku kwartałów pogorszeniu ulegała kondycja największych przedsiębiorstw – w zakresie sprzedaży czy rentowności, jednak wciąż ich sytuacja była lepsza niż mniejszych podmiotów. Pogorszenie sytuacji bardzo dużych przedsiębiorstw w warunkach niepewności gospodarczej spowodowało odłożenie w czasie planów inwestycyjnych, co może niekorzystnie wpłynąć na małe i średnie firmy.

Spadku popytu oczekują przede wszystkim przedsiębiorstwa budowlane, których sytuacja już w III kw. kształtowała się gorzej niż pozostałych. Odzwierciedla się to również w ograniczeniu dostępu do finansowania ich działalności. Odsetek firm budowlanych starających się o kredyt wyniósł 35% i był znacznie wyższy niż w innych branżach, przy czym 43% z nich kredytu odmówiono (przy 14,4% odmów w firmach zajmujących się inną działalnością).

- ♦ **Dynamika sprzedaży detalicznej spadła we wrześniu do 3,1% r/r** (prognozowano 5,1%) z 5,8% r/r w sierpniu. Oznacza to, że w ujęciu realnym sprzedaż spadła o 0,7% r/r, po raz pierwszy od kwietnia 2010 r. Najszybciej spadała sprzedaż prasy i książek (-13,3% r/r), pojazdów (-7,6%) oraz kategorii pozostałe (-2,2%). Najwyższe wzrosty odnotowano w sprzedaży mebli oraz RTV/AGD (16,2% r/r), w niewyspecjalizowanych sklepach (marketach; 14,0%) oraz odzieży i obuwiu (12,0%).

Dane odzwierciedlają coraz większy wpływ **pogarszających się warunków na rynku pracy** na sytuację finansową gospodarstw domowych. Stopa bezrobocia wyniosła we wrześniu 12,4% (tyle samo, co miesiąc wcześniej), dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosła 0,0% r/r, natomiast wynagrodzeń spadła do 1,6% r/r (co oznacza realny spadek wynagrodzeń trzeci miesiąc z rzędu). Oczekiwany dalszy wzrost bezrobocia będzie negatywnie wpływał na konsumpcję w kolejnych miesiącach. Ponadto wg badania NBP banki przewidują zaostrzenie warunków przyznawania kredytów dla gospodarstw domowych, zarówno konsumpcyjnych, jak i mieszkaniowych.

### Inflacja

- ♦ **Inflacja CPI wyniosła we wrześniu 3,8% r/r** – tyle samo co w sierpniu, podczas gdy oczekiwano, że wzrośnie do 3,9% r/r. Głównymi czynnikami wzrostu wskaźnika były ceny żywności (5,4% r/r) oraz energii – nośniki energii w kategorii mieszkanie (6,4% r/r) oraz paliwa do prywatnych środków transportu (13,0% r/r).

| Wpływ składowych na wskaźnik inflacji CPI     |                  |      |                  |
|-----------------------------------------------|------------------|------|------------------|
| Wyszczególnienie                              | Dynamika (% r/r) | Waga | Kontrybucja p.p. |
| Żywność i napoje bezalkoholowe                | 5,3              | 0,24 | 1,3              |
| Napoje alkoholowe i tytoń                     | 3,7              | 0,06 | 0,2              |
| Odzież i obuwie                               | -5,0             | 0,05 | -0,2             |
| Użytkowanie mieszkania i nośniki energii      | 5,5              | 0,21 | 1,2              |
| Wyposażenie mieszkań i prowadzenie gosp. dom. | 2,2              | 0,05 | 0,1              |
| Zdrowie                                       | 3,4              | 0,05 | 0,2              |
| Transport                                     | 8,0              | 0,09 | 0,7              |
| Łączność                                      | 0,1              | 0,04 | 0,0              |
| Rekreacja i kultura                           | 0,9              | 0,08 | 0,1              |
| Edukacja                                      | 2,5              | 0,01 | 0,0              |
| Restauracje i hotele                          | 2,9              | 0,06 | 0,2              |
| Inne towary i usługi                          | 2,0              | 0,05 | 0,1              |
| <b>CPI (% r/r)</b>                            |                  |      | <b>3,8</b>       |

Wskaźniki inflacji bazowej zawarły się w przedziale 1,9%-3,7% r/r. **Wskaźnik inflacji bazowej netto (po wyłączeniu cen żywności i energii) spadł do 1,9% r/r z 2,1% r/r** miesiąc wcześniej (oczekiwano, że pozostanie na dotychczasowym poziomie).

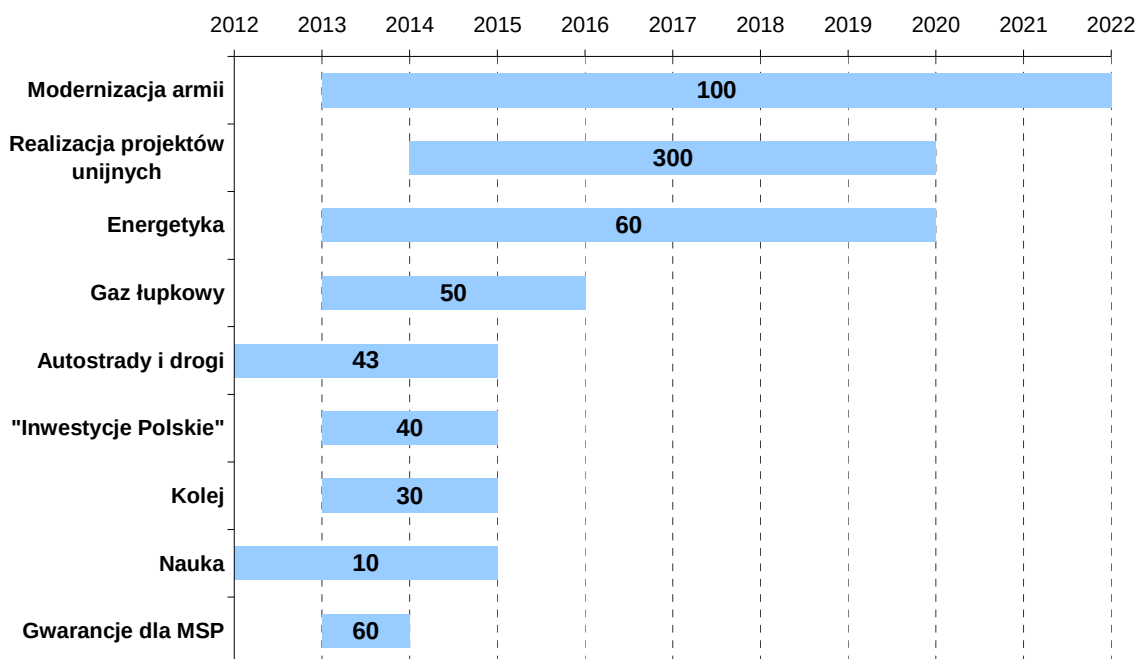
W opinii Ministerstwa Gospodarki inflacja zwolni w październiku do 3,6% r/r – przede wszystkim w wyniku stabilizujących się cen ropy naftowej oraz umocnienia złotego. Wg badania NBP oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych spadły w październiku 3 miesiąc z rzędu, do 3,8% (z 4,1% i 4,4% w poprzednich miesiącach). W ocenie Ministerstwa Finansów w IV kw. br. dynamika cen znacznie wyhamuje i na koniec roku wskaźnik CPI może spaść poniżej 3,0% r/r.

**Plan inwestycyjny rządu**

- ♦ Premier Donald Tusk w Expose z 12 października przedstawił program wsparcia wzrostu gospodarczego poprzez inwestycje. Jego wartość sięgnie 700-800 mld PLN do 2022 r., przy jednoczesnym utrzymaniu dyscypliny fiskalnej – realizacja inwestycji nie zwiększy deficytu budżetowego w 2013 r.

**Do źródeł finansowania projektów zaliczono:** środki z Unii Europejskiej, środki z prywatyzacji spółek Skarbu Państwa, kredyty pod zwrot podatku VAT, emisję obligacji BGK, współpracę z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym, środki inwestorów prywatnych (również zagranicznych) oraz spółek Skarbu Państwa, a także gwarancje kredytowe dla małych i średnich przedsiębiorstw.

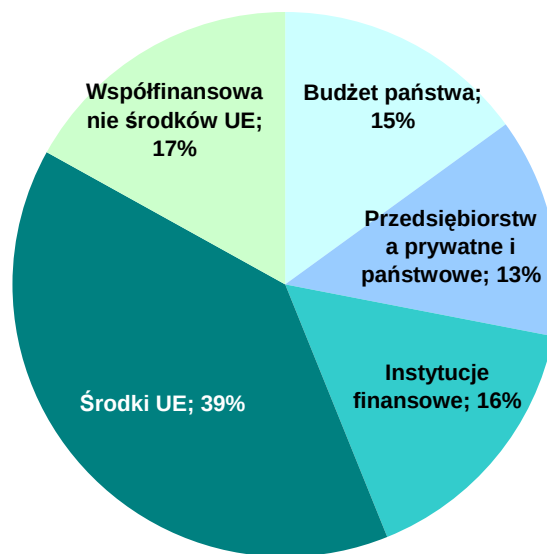
W celu pozyskania środków z prywatyzacji na inwestycje, Ministerstwo Skarbu Państwa wraz z BGK i in. instytucjami publicznymi, powoła spółkę, która będzie obsługiwała **program „Inwestycje Polskie”**, a jej zarządcą będzie BGK. Jego zadaniem będzie wsparcie wzrostu gospodarczego, wzrost dynamiki inwestycyjnej oraz tworzenie miejsc pracy. Spółka będzie operowała środkami ze sprzedaży udziałów w spółkach Skarbu Państwa, kredytów udzielonych przez BGK na poszczególne projekty oraz z emisji obligacji BGK. Ministerstwo Skarbu Państwa szacuje dochody z przeprowadzonej w ten sposób prywatyzacji, na 18 mld PLN. Niezależna i niezmieniona pozostaje przy tym wielkość dochodów budżetowych z prywatyzacji w 2013 r. – 5 mld PLN i z dywidend – 7 mld PLN. W efekcie środki otrzymane przez BGK posłużą jako dźwignia finansowa – pozyskany kapitał zwiększy możliwości kredytowe i poręczeniowe instytucji. Docelowo inwestycje zawarte w programie osiągną wartość 40 mld PLN.

**Wartość (mld PLN) i horyzont czasowy inwestycji zapowiedzianych w "Drugim Expose"**

Źródło: Centrum Informacyjne Rządu



**Źródła finansowania inwestycji**



Źródło: Centrum Informacyjne Rządu

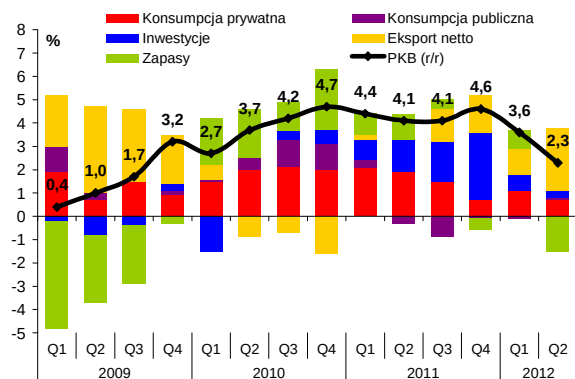


Polska

Wzrost gospodarczy

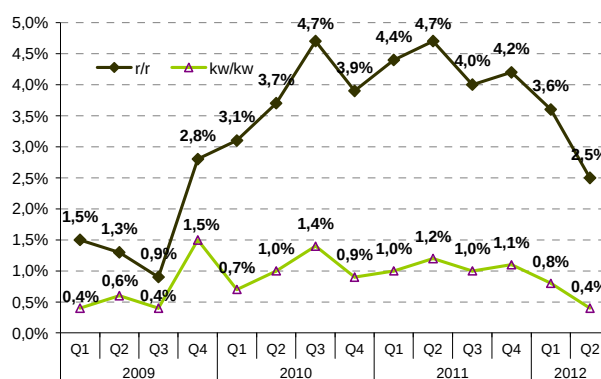
PKB

Wpływ poszczególnych składowych na wzrost PKB



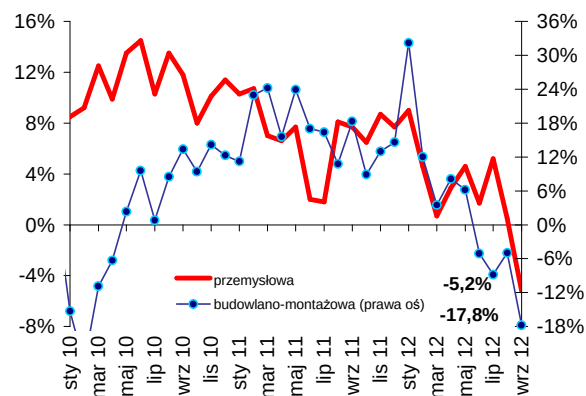
Źródło: Dane GUS

Dynamika PKB (wyrównana sezonowo)



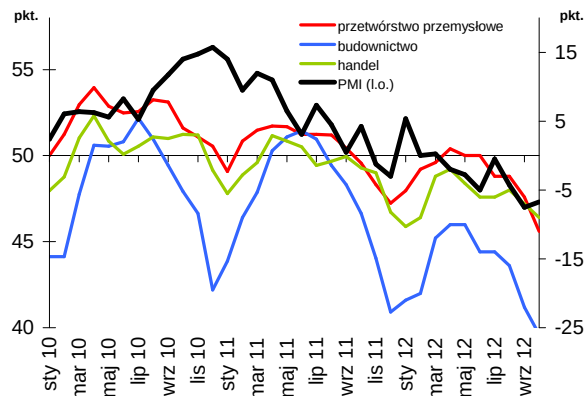
Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa



Źródło: Dane GUS, Markit Economics

Wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury i PMI



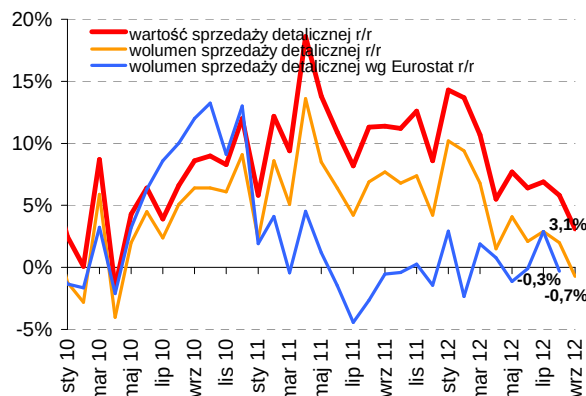
Produkcja i nastroje producentów

| agregat          | przemysłowa | budow.-montaż. | PMI  | Wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury |             |        |
|------------------|-------------|----------------|------|----------------------------------------|-------------|--------|
| Data             | r/r         | r/r            | pkt. | przetwórstwo przem.                    | budownictwo | handel |
| październik 2011 | 7,7%        | 18,3%          | 50,2 | 1,1                                    | -4,2        | -0,1   |
| listopad 2011    | 6,5%        | 8,9%           | 51,7 | -1,1                                   | -8,4        | -1,8   |
| wrzesień 2012    | 0,5%        | -5,0%          | 48,3 | -3,0                                   | -16,0       | -5,0   |
| październik 2012 | -5,2%       | -17,8%         | 47,0 | -6,0                                   | -22,0       | -7,0   |
| listopad 2012    | -           | -              | -    | -11,0                                  | -26,0       | -9,0   |

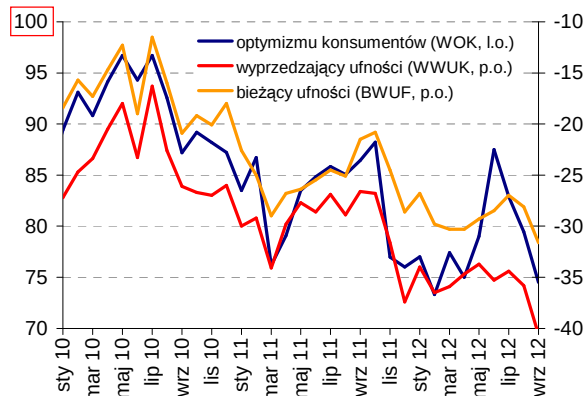
Źródło: Dane GUS, Markit Economics, obliczenia własne

Sprzedaż detaliczna

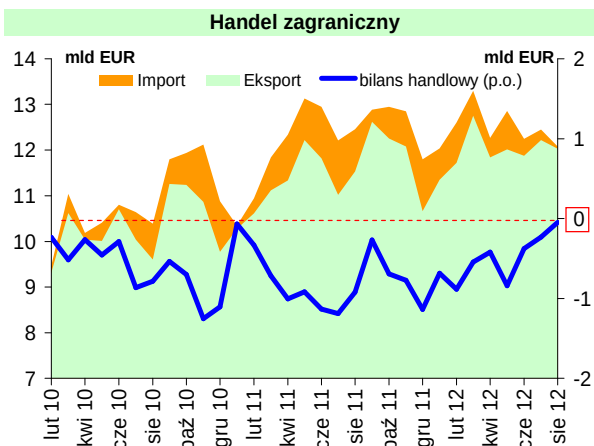
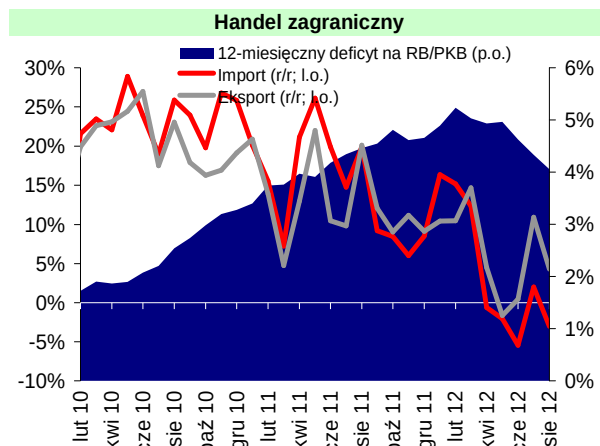
Sprzedaż detaliczna



Wskaźniki konsumenckie

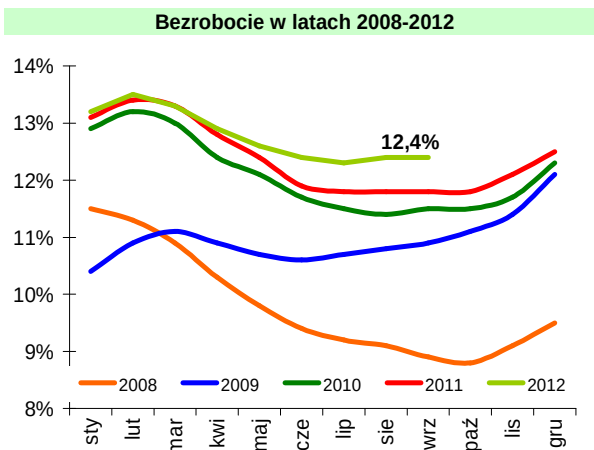
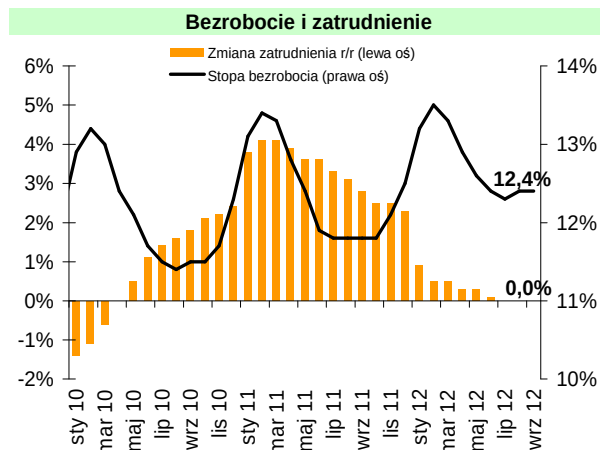


## Handel zagraniczny



Źródło: Dane NBP

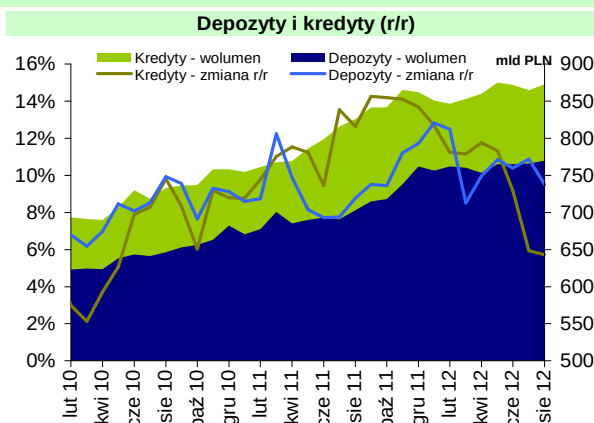
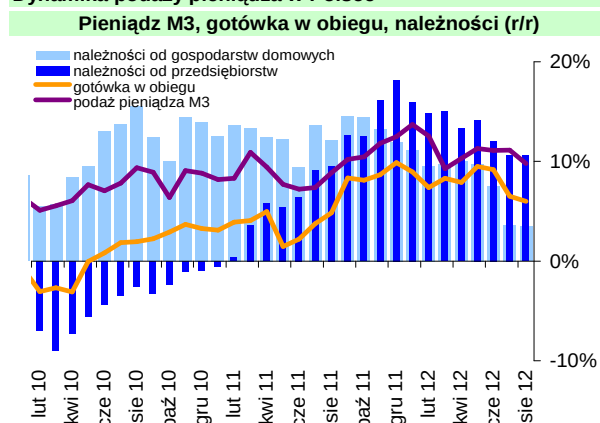
## Rynek pracy



Źródło: Dane GUS

## Podaż pieniądza\*

### Dynamika podaży pieniądza w Polsce



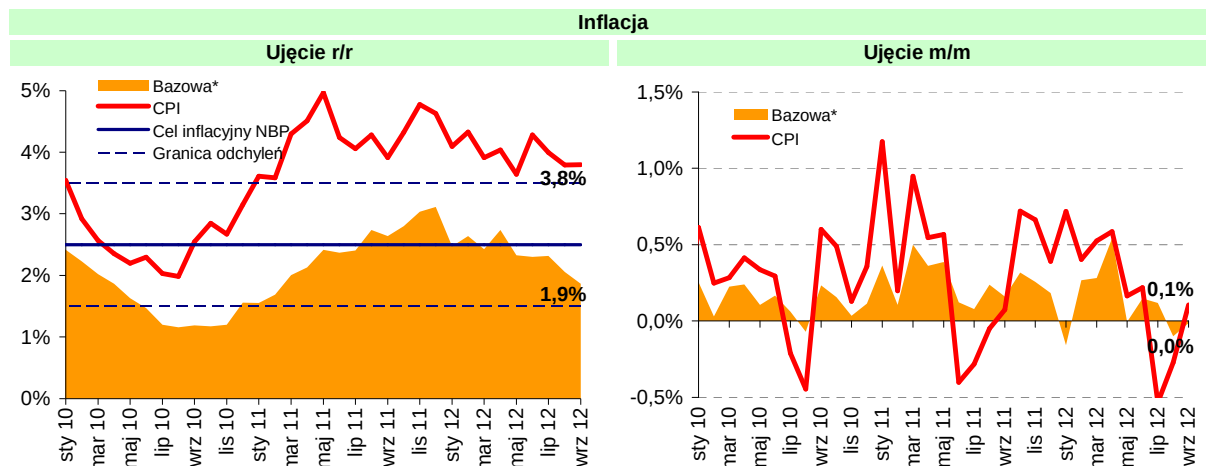
Źródło: Dane NBP

\* Dane dotyczące kredytów i depozytów przedstawiane są w niniejszym raporcie zgodnie z klasyfikacją przyjętą w publikacji NBP „Podaż pieniądza M3 i czynniki jego kreacji”

| Podaż pieniądza w Polsce |                      |                   |                      |                   |                      |                   |                      |                   |
|--------------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-------------------|
| agregat                  | gotówka w obiegu     |                   | M1                   |                   | M2                   |                   | M3                   |                   |
| Data                     | nominał<br>(mld PLN) | dynamika<br>(r/r) | nominał<br>(mld PLN) | dynamika<br>(r/r) | nominał<br>(mld PLN) | dynamika<br>(r/r) | nominał<br>(mld PLN) | dynamika<br>(r/r) |
| lipiec 2011              | 95,1                 | 2,2%              | 451,2                | 8,7%              | 788,0                | 7,0%              | 796,3                | 7,2%              |
| sierpień 2011            | 96,7                 | 3,8%              | 440,5                | 6,3%              | 787,5                | 7,2%              | 798,1                | 7,4%              |
| czerwiec 2012            | 103,8                | 9,2%              | 462,7                | 2,5%              | 868,8                | 10,2%             | 884,7                | 11,1%             |
| lipiec 2012              | 103,8                | 9,2%              | 462,7                | 2,5%              | 868,8                | 10,2%             | 884,7                | 11,1%             |
| sierpień 2012            | 103,0                | 6,5%              | 465,0                | 5,5%              | 869,1                | 10,4%             | 886,9                | 11,1%             |

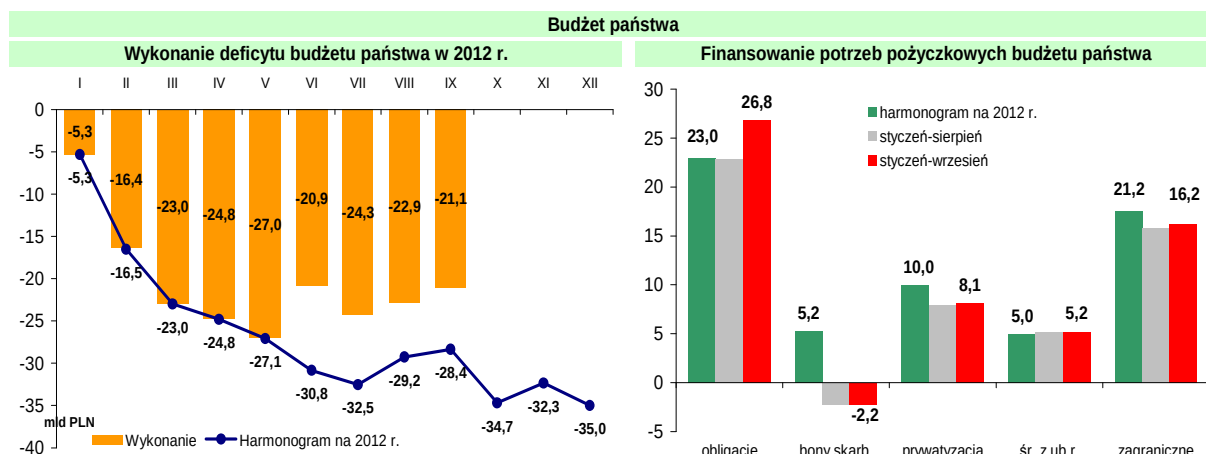
Źródło: Dane NBP, obliczenia własne

## Inflacja



Źródło: Dane GUS, NBP: \* wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii

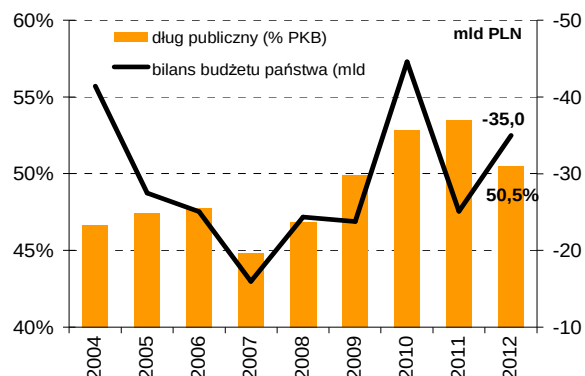
## Finanse publiczne



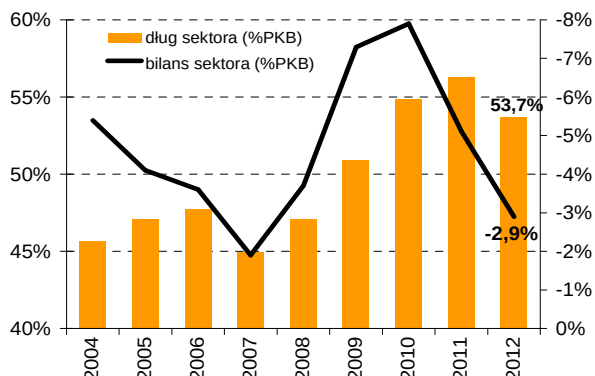
Źródło: Dane MF

**Program konwergencji. Aktualizacja 2012**

**Deficyt budżetowy i dług publiczny (SNA93)**



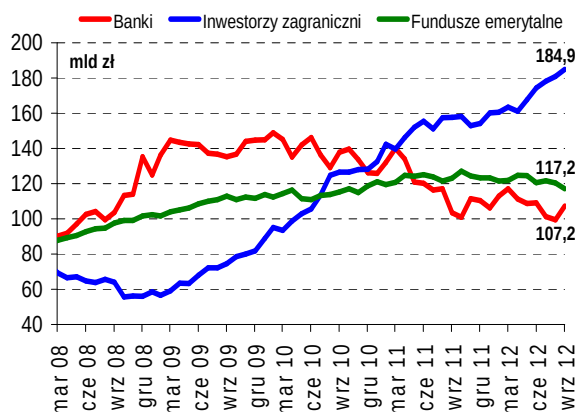
**Deficyt i dług sektora finansów publicznych (ESA95)**



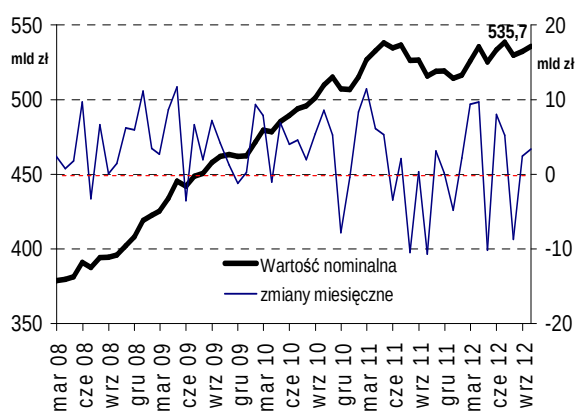
Źródło: Dane - GUS, prognozy na 2011 r. - MF

**Polskie skarbowe papiery wartościowe**

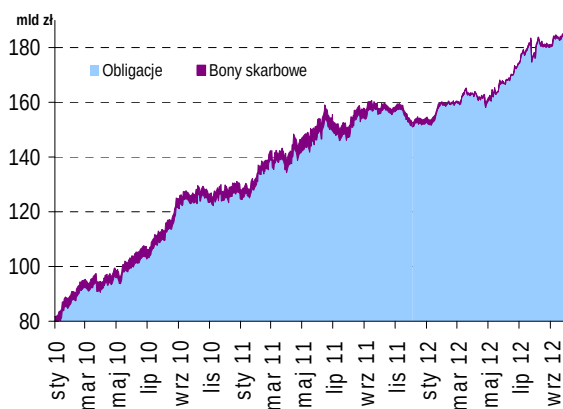
**Polskie SPW w portfelach kluczowych grup inwestorów**



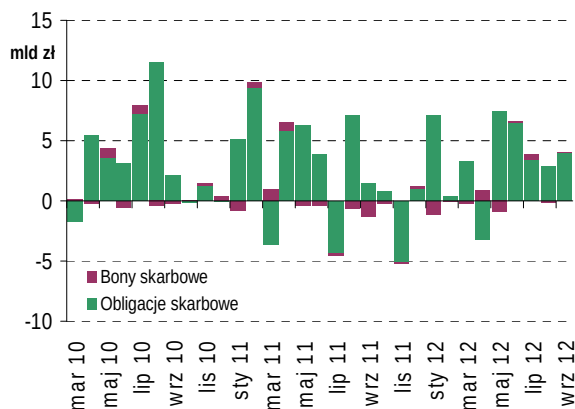
**Zadłużenie SP z tytułu SPW i zmiany miesięczne**



**SPW w portfelach inwestorów zagranicznych**



**Zmiany SPW w portfelach inwestorów zagranicznych**



Źródło: MF, obliczenia własne

**Polskie SPW w portfelach kluczowych grup inwestorów (mld PLN)**

| Data          | Zadłużenie SP z tytułu SPW, w tym: |      |       | Banki   |           | Inwestorzy zagraniczni |          | Fundusze emerytalne |           |
|---------------|------------------------------------|------|-------|---------|-----------|------------------------|----------|---------------------|-----------|
|               | obligacje                          | bony | razem | wartość | udział    | wartość                | udział   | wartość             | udział    |
| wrzesień 2011 | 498,2                              | 17,6 | 515,8 | 103,5   | 20,1%     | 157,7                  | 30,6%    | 123,1               | 23,9%     |
| sierpień 2012 | 522,6                              | 9,7  | 532,3 | 99,5    | 18,7%     | 180,9                  | 34,0%    | 120,3               | 22,6%     |
| wrzesień 2012 | 526,0                              | 9,7  | 535,7 | 107,2   | 20,0%     | 184,9                  | 34,5%    | 117,2               | 21,9%     |
| zmiana m/m    | 3,4                                | 0,0  | 3,4   | 7,7     | 1,3 p.p.  | 4,0                    | 0,5 p.p. | -3,1                | -0,7 p.p. |
| zmiana r/r    | 27,8                               | -7,9 | 19,8  | 3,7     | -0,1 p.p. | 27,2                   | 4,0 p.p. | -5,9                | -2,0 p.p. |

Źródło: MF, obliczenia własne: SPW – skarbowe papiery wartościowe, SP – Skarb Państwa, wartość i udział – w relacji do wartości SPW (razem)

## Europa

- ♦ Raport NBP „Koniunktura międzynarodowa” wskazuje na dalsze spowolnienie gospodarcze w Europie Środkowo-Wschodniej. W II kwartale br. PKB regionu wzrósł o 1,3% r/r podczas gdy w poprzedzającym kwartale wzrost wyniósł 1,8% r/r. Spowolnienie wynikało głównie z osłabionego popytu krajowego, a w trzech krajach – na Węgrzech, w Słowenii i w Czechach obserwowana jest recesja.
- ♦ Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOiR) opublikował prognozy wzrostu gospodarczego dla państw w stadium transformacji\*. EBOiR wskazuje, że dynamika PKB tych krajów spowolni z 4,6% w 2011 r. do 2,7% w 2012 r., a następnie wzrośnie do 3,2% w 2013 r. W przypadku większości państw prognozy zostały zrewidowane w dół, a głównym ryzykiem dla regionu pozostaje kryzys w strefie euro.

Europa Centralna i kraje bałtyckie pozostają narażone na wpływ pogarszających się warunków gospodarczych w strefie euro i presji na delewarowanie w europejskich bankach. EBOiR wskazuje, że grupa państw w regionie pozostaje odporna na kryzys – kraje bałtyckie, Słowacja i w pewnym stopniu Polska. Grupa ta charakteryzuje się jednak powiązaniem z regionami o lepszej sytuacji gospodarczej (kraje nordyckie) lub sektorami przemysłowymi o korzystniejszej sytuacji (sektory samochodowy i elektroniczny). W konsekwencji, będą zagrożone w razie głębszego spowolnienia w handlu międzynarodowym i produkcji przemysłowej.

Raport EBOiR wskazuje, że delewarowanie w sektorze bankowym związane z pogłębiającym się kryzysem w strefie euro było widoczne w II kw. 2011 i w mniejszym zakresie było kontynuowane w pierwszej połowie 2012 r. W I kw. br. proces delewarowania został ograniczony na skutek działań płynnościowych EBC, jednak został wznowiony w II kw. br., kiedy ich efekty osłabły. Delewarowanie było szczególnie widoczne w krajach Europy Centralnej, krajach bałtyckich i Europie Południowo-Wschodniej. W kilku krajach skala delewarowania wyniosła w ciągu roku ponad 10% PKB, a w wielu kształtowała się na poziomie 5-10% PKB. Mniejsza dostępność finansowania zagranicznego przyczyniła się do ograniczenia akcji kredytowej w większości tych gospodarek. W Europie Centralnej wyjątkiem była Polska, gdzie w sierpniu br. zanotowano niewielki realny wzrost kredytów w skali roku.

| Prognozy wzrostu gospodarczego EBOiR (% r/r) |                   |            |            |                    |             |            |             |
|----------------------------------------------|-------------------|------------|------------|--------------------|-------------|------------|-------------|
|                                              | Aktualna prognoza |            |            | Prognoza z 07.2012 |             |            |             |
|                                              | 2011              | 2012       | 2013       | 2012               | Zmiana      | 2013       | Zmiana      |
| <b>Europa Centralna i kraje bałtyckie</b>    |                   |            |            |                    |             |            |             |
| Chorwacja                                    | 0,0               | -1,9       | 1,2        | -1,2               | -0,7        | 1,5        | -0,3        |
| Estonia                                      | 8,3               | 2,3        | 2,5        | 2,4                | -0,1        | 2,8        | -0,3        |
| Węgry                                        | 1,6               | -1,5       | 0,4        | -1,3               | -0,2        | 0,4        | 0,0         |
| Łotwa                                        | 5,5               | 4,2        | 2,7        | 3,5                | 0,7         | 2,9        | -0,2        |
| Litwa                                        | 5,9               | 2,7        | 2,4        | 2,8                | -0,1        | 2,5        | -0,1        |
| <b>Polska</b>                                | <b>4,3</b>        | <b>2,5</b> | <b>2,2</b> | <b>2,9</b>         | <b>-0,4</b> | <b>2,4</b> | <b>-0,2</b> |
| Słowacja                                     | 3,3               | 2,7        | 2,3        | 2,6                | 0,1         | 2,3        | 0,0         |
| Słowenia                                     | 0,6               | -2,5       | -2,0       | -2,0               | -0,5        | -1,4       | -0,6        |
| Srednia                                      | 3,5               | 1,4        | 1,7        | 1,7                | -0,3        | 1,9        | -0,2        |

Źródło: EBOiR

- ♦ Wszystkie kraje strefy euro dokonały ratyfikacji traktatu o Europejskim Mechanizmie Stabilizacyjnym (ESM). Inauguracja ESM nastąpiła podczas spotkania Eurogrupy, które odbyło się 8 października br. w Luksemburgu. ESM jest jednym z narzędzi zarządzania kryzysowego w strefie euro, którego celem jest udzielanie wsparcia finansowego państwom strefy. Kapitał ESM ma wynosić 700 mld EUR, z czego 80 mld EUR ma zostać wpłacone w pięciu transzach do początku 2014 r.

\* Kraje, w których EBOiR prowadzi operacje

ESM został zaplanowany jako mechanizm stały, który ma przejąć zadania Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EFSF). Do lipca 2013 r. ESM oraz EFSF będą funkcjonować równolegle, po tym terminie EFSF utraci możliwość angażowania się w nowe programy pomocowe.

Agencja Fitch przyznała ESM długoterminowy rating AAA oraz rating krótkoterminowy F1+. Decyzja o przyznaniu najwyższego ratingu została uzasadniona m.in. silnymi mechanizmami egzekwowania kapitału na żądanie, wysokim poziomem kapitalizacji, płynnymi aktywami o dużej jakości oraz statusem wierzyciela uprzywilejowanego.

- ◆ Komisja Europejska poinformowała w wydanym komunikacie, że dziesięć krajów UE złożyło wnioski w sprawie wzmocnionej współpracy na rzecz podatku od transakcji finansowych. Wnioski zostały uznane za spełniające niezbędne warunki prawne, a kraje wnioskujące powinny otrzymać zgodę na wprowadzenie podatku. Projekt dyrektywy przedstawiony przez KE w 2011 r. zakładał wprowadzenie podatku w całej Unii Europejskiej, jednak nie zyskał akceptacji wystarczającej liczby krajów członkowskich (w tym Wielkiej Brytanii i Szwecji). Obecny projekt zakłada wprowadzenie jednolitego podatku w ograniczonej liczbie państw, a do zawiązania wzmocnionej współpracy konieczne było osiągnięcie minimalnego progu dziewięciu państw członkowskich.
- ◆ Podczas posiedzenia Rady Europejskiej w dniach 18-19 października jednym z tematów obrad była przyszłość unii gospodarczej i walutowej. Plan osiągnięcia głębszej integracji wraz z określonym terminem wykonania ma zostać zaprezentowany podczas posiedzenia, które odbędzie się w grudniu br. Ramy prawne wspólnego nadzoru bankowego powinny zostać zatwierdzone przed 1 stycznia 2013 r., a prace nad wdrażaniem operacyjnym nadzoru są przewidziane na 2013 rok.
- ◆ Agencja Moody's potwierdziła negatywną perspektywę ratingu dla niemieckiego systemu bankowego. Moody's uzasadnia decyzję presją na marże wynikającą z silnej konkurencji, która może przyczynić się do dalszego spadku przychodów i zysków banków, osłabieniem w środowisku operacyjnym i trendami recesyjnymi w Europie, wzrastającymi narzutami z tytułu ryzyka i pogarszającą się jakością aktywów oraz ograniczoną zdolnością niektórych banków do absorbowania strat.
- ◆ Agencja Standard & Poor's ocenia, że zwiększyło się ryzyko ekonomiczne działalności francuskich banków, przez co są one bardziej narażone na efekty recesji w strefie euro. Jest ono związane z rynkiem nieruchomości, który zdaniem agencji jest w fazie korekcyjnej, co w najbliższych 2-3 latach może przynieść spadek cen mieszkań o 10-15%. Ryzyka dla sektora bankowego mogą ulec zwiększeniu w wyniku wzrostu konkurencji i utrzymujących się niepewnych warunków finansowania. Gospodarka Francji oceniana jest jako stabilna, banki krajowe charakteryzują się dobrą jakością aktywów, S&P ocenia też korzystnie nadzór i standardy nadzorcze.

Agencja obniżyła ratingi długo i krótkoterminowe trzech banków najbardziej zagrożonych trudnościami na rynku europejskim: BNP Paribas (A+/A-1 z AA-/A-1), Banque Paribas (A-/A-2 z A/A-1) oraz Cofidis (długoterminowy BBB+ z A-). Dodatkowo, agencja nadała negatywną perspektywę ratingów grupie banków, w tym Credit Agricole, RCI i Societe Generale.

### **Koniunktura gospodarcza w Europie**

- ◆ W III kwartale 2012 r. dynamika wzrostu gospodarczego w Wielkiej Brytanii wyniosła wg. wstępnych odczytów 0% r/r oraz 1% k/k – był to pierwszy wzrost PKB w relacji kwartalnej po trzech kwartałach spadków.  
W Hiszpanii dynamika PKB wyniosła -1,6% r/r oraz -0,3% k/k – był to czwarty kwartał recesji w relacji rocznej i piąty w relacji kwartalnej.

- ♦ W sierpniu 2012 r. produkcja przemysłowa w strefie euro obniżyła się o 2,9% r/r, a w Unii Europejskiej o 1,8% r/r.

W relacji rocznej największy spadek nastąpił w zakresie produkcji dóbr pośrednich (spadek o 4,9% w strefie euro i o 3,8% w Unii Europejskiej) oraz trwałych dóbr konsumpcyjnych (spadek o 4,9% w strefie euro i o 2,9% w Unii Europejskiej).

Najwyższy roczny spadek dynamiki produkcji nastąpił we Włoszech (-5,2%), w Hiszpanii (-3,2%) oraz w Czechach (-3,1%). Najwyższy przyrost produkcji zanotowano na Słowacji (+17,0%), na Litwie (+11,1%) oraz na Łotwie (+8,1%).

- ♦ Indeks PMI dla przemysłu w strefie euro od 15 miesięcy utrzymuje się na poziomie poniżej 50 pkt. W październiku spadł do poziomu 45,3 pkt z 46,1 pkt. Na bardzo niskich poziomach był indeks dla Francji (wzrost z 42,7 pkt do 43,5 pkt), a w Niemczech nastąpił spadek indeksu z 47,4 pkt do 45,7 pkt.

Indeks PMI dla sektora usług w strefie euro wyniósł w październiku 46,2 pkt (wzrost z 46,1 pkt miesiąc wcześniej). Złożony indeks PMI dla przemysłu i usług wyniósł 45,8 pkt, co było najniższym poziomem od 40 miesięcy.

- ♦ We wrześniu nastąpił wzrost stopy bezrobocia w strefie euro do 11,6% (rok wcześniej bezrobocie było na poziomie 10,3%). W Unii Europejskiej stopa bezrobocia wynosiła 10,6% (rok wcześniej 9,8%).

Eurostat wskazuje, że w całej Unii Europejskiej liczba bezrobotnych kształtowała się na poziomie 25,8 mln. W skali roku wzrost bezrobocia nastąpił w dwudziestu krajach, a spadek w siedmiu. Największy wzrost nastąpił w Grecji (z 17,8% do 25,1%), na Cyprze (z 8,5% do 12,2%), w Hiszpanii (z 22,4% do 25,8%) oraz w Portugalii (z 13,1% do 15,7%).

- ♦ We wrześniu inflacja w strefie euro utrzymała się na poziomie 2,6% r/r (w analogicznym miesiącu ubiegłego roku było to 3,0% r/r). W Unii Europejskiej inflacja wyniosła w lipcu 2,7% r/r (we wrześniu 2011 r. inflacja wynosiła 3,3% r/r).

W strefie euro najważniejszymi czynnikami wzrostu inflacji były ceny paliw (wpływ +0,41 p.p. na poziom inflacji), elektryczności (+0,10 p.p.), gazu (+0,09 p.p.) i olejów grzewczych (+0,09 p.p.). Czynniki obniżającymi inflację były głównie telekomunikacja (-0,19 p.p.), opłaty najmu (-0,07 p.p.) oraz ceny samochodów (-0,07 p.p.).

### **Sytuacja fiskalna w Europie**

- ♦ Zrewidowane dane nt. poziomów deficytu i długu w Unii Europejskiej w 2011 r. wskazują, że w odniesieniu do 2012 r. nastąpił łączny spadek deficytu oraz wzrost poziomu długu publicznego. W strefie euro deficyt obniżył się z 6,2% PKB do 4,1% PKB, a dług publiczny wzrósł z 85,4% PKB do 87,3% PKB. W całej Unii Europejskiej deficyt obniżył się z 6,5% PKB do 4,4% PKB, a dług publiczny wzrósł z 80,0% PKB do 82,5% PKB.

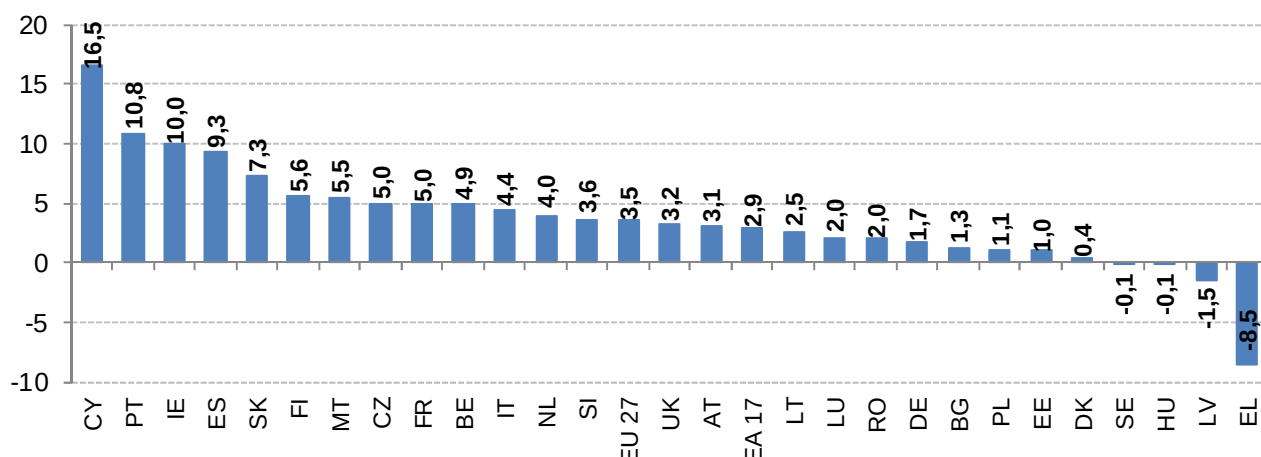
W przypadku Hiszpanii, zrewidowany poziom deficytu w 2011 r. wzrósł z 8,5% PKB do 9,4% PKB, na co wpływ miała pomoc ze środków publicznych udzielona bankom Catalunya Caixa Bank, NCG Bank oraz Unnim Bank.

- ♦ W II kwartale 2012 r. dług sektora general government w strefie euro wzrósł do poziomu 90% PKB z 88,2% PKB w I kwartale. W Unii Europejskiej dług wzrósł do 84,9% PKB z 83,5% PKB. Największy wzrost zanotowano w Grecji (o 13,4 p. p.), na Cyprze (o 8,3 p. p.) oraz w Portugalii (o 5,6 p. p.).

Najwyższy poziom długu zanotowano w Grecji (150,3%), we Włoszech (126,1%), w Portugalii (117,5%) oraz w Irlandii (111,5%). Najniższy poziom zanotowano w Estonii (7,3%), w Bułgarii (16,5%) oraz w Luksemburgu (20,9%).



**Zmiana relacji długu publicznego do PKB w okresie II kw. 2011 – II kw. 2012 (w p. p.)**



Źródło: Eurostat

- ♦ MFW w opublikowanym w październiku raporcie „Fiscal monitor” przedstawia ocenę sytuacji fiskalnej gospodarek światowych. MFW wskazuje, iż ze względu na spowolnienie gospodarcze konsolidacja fiskalna pozostaje utrudniona. W przyszłych latach oczekiwane jest jednak ograniczenie deficytów w dużych rozwiniętych gospodarkach takich jak Francja, Wielka Brytania i Holandia, a działania dalszej znacznej konsolidacji fiskalnej mają być kontynuowane w państwach strefy euro będących pod presją rynków: w Hiszpanii, we Włoszech, w Grecji oraz w Irlandii.

**Prognozy MFW na lata 2012-2013**

|                    | Dług sektora General Government, 2008–13 (% PKB) |       |       |       |          |                   |      |      |      | Deficyt, 2008–13 (% PKB) |       |       |       |          |                   |      |      |      |
|--------------------|--------------------------------------------------|-------|-------|-------|----------|-------------------|------|------|------|--------------------------|-------|-------|-------|----------|-------------------|------|------|------|
|                    | 2008 2009 2010 2011                              |       |       |       |          | Zmiana względem   |      |      |      | 2008 2009 2010 2011      |       |       |       |          | Zmiana względem   |      |      |      |
|                    |                                                  |       |       |       |          | prognoz z 04.2012 |      |      |      |                          |       |       |       |          | prognoz z 04.2012 |      |      |      |
|                    | 2008                                             | 2009  | 2010  | 2011  | Prognozy |                   | 2011 | 2012 | 2013 | 2008                     | 2009  | 2010  | 2011  | Prognozy |                   | 2011 | 2012 | 2013 |
| World              | 66,0                                             | 76,2  | 79,7  | 79,9  | 81,3     | 81,5              | -0,1 | 1,3  | 1,8  | -2,2                     | -7,4  | -6,0  | -4,6  | -4,2     | -3,5              | -0,1 | -0,3 | -0,3 |
| Adv. economies     | 81,5                                             | 95,2  | 101,4 | 105,5 | 110,7    | 113,6             | -0,1 | 1,6  | 2,7  | -3,5                     | -8,9  | -7,8  | -6,6  | -5,9     | -4,9              | -0,1 | -0,3 | -0,4 |
| Euro area          | 70,2                                             | 80,0  | 85,4  | 88,0  | 93,6     | 94,9              | -0,1 | 3,7  | 3,9  | -2,1                     | -6,4  | -6,2  | -4,1  | -3,3     | -2,6              | 0,0  | -0,1 | 0,1  |
| France             | 68,2                                             | 79,2  | 82,3  | 86,0  | 90,0     | 92,1              | -0,3 | 0,9  | 1,3  | -3,3                     | -7,6  | -7,1  | -5,2  | -4,7     | -3,5              | 0,1  | -0,1 | 0,4  |
| Germany            | 66,9                                             | 74,7  | 82,4  | 80,6  | 83,0     | 81,5              | -1,0 | 4,2  | 4,1  | -0,1                     | -3,2  | -4,1  | -0,8  | -0,4     | -0,4              | 0,3  | 0,4  | 0,1  |
| Greece             | 112,6                                            | 129,0 | 144,5 | 165,4 | 170,7    | 181,8             | 4,6  | 17,5 | 20,9 | -9,9                     | -15,6 | -10,5 | -9,1  | -7,5     | -4,7              | 0,1  | -0,3 | -0,1 |
| Ireland            | 44,5                                             | 64,9  | 92,2  | 106,5 | 117,7    | 119,3             | 1,5  | 4,6  | 1,6  | -7,3                     | -13,9 | -30,9 | -12,8 | -8,3     | -7,5              | -2,9 | 0,2  | -0,2 |
| Italy              | 105,7                                            | 116,0 | 118,6 | 120,1 | 126,3    | 127,8             | 0,0  | 3,0  | 4,0  | -2,7                     | -5,4  | -4,5  | -3,8  | -2,7     | -1,8              | 0,1  | -0,3 | -0,3 |
| Portugal           | 71,6                                             | 83,1  | 93,3  | 107,8 | 119,1    | 123,7             | 1,0  | 6,7  | 8,4  | -3,7                     | -10,2 | -9,8  | -4,2  | -5,0     | -4,5              | -0,2 | -0,5 | -1,5 |
| Spain <sup>1</sup> | 40,2                                             | 53,9  | 61,3  | 69,1  | 90,7     | 96,9              | 0,6  | 11,7 | 12,9 | -4,2                     | -11,2 | -9,4  | -8,9  | -7,0     | -5,7              | -0,5 | -1,0 | 0,0  |
| United Kingdom     | 52,2                                             | 68,0  | 75,0  | 81,8  | 88,7     | 93,3              | -0,7 | 0,3  | 2,0  | -5,1                     | -10,4 | -9,9  | -8,5  | -8,2     | -7,3              | 0,1  | -0,3 | -0,7 |
| United States      | 76,1                                             | 89,7  | 98,6  | 102,9 | 107,2    | 111,7             | 0,0  | 0,6  | 1,6  | -6,7                     | -13,3 | -11,2 | -10,1 | -8,7     | -7,3              | -0,5 | -0,6 | -1,0 |
| Japan              | 191,8                                            | 210,2 | 215,3 | 229,6 | 236,6    | 245,0             | -0,2 | 0,7  | 3,8  | -4,1                     | -10,4 | -9,4  | -9,8  | -10,0    | -9,1              | 0,3  | 0,0  | -0,3 |

<sup>1</sup> Prognozy na 2012 r. zakładają otrzymanie przez Hiszpanię pomocy w wysokości 100 mld EUR

Źródło: MFW

- ♦ Rząd Grecji przedstawił projekt budżetu na 2013 r. Plany rządowe zakładają redukcję deficytu do poziomu 5,2% PKB z 6,5% oczekiwanych w roku bieżącym, a także osiągnięcie pierwotnej nadwyżki budżetowej w wysokości 0,4% PKB. Budżet opiera się na prognozach wskazujących na spadek wzrostu gospodarczego o 4,5% w 2013 r. (szósty z rzędu rok recesji, w 2012 r. oczekiwany jest spadek PKB na poziomie 6,5%) oraz wzrost długu publicznego ze 169,5% do 189,1% PKB.

Zrewidowane dane na temat dynamiki PKB w Grecji w latach 2010-2011 wskazują, że recesja w tym okresie była głębsza, niż wynikało to z wcześniejszych szacunków. W 2011 r. PKB obniżył się o 7,1% (zamiast 6,9%), a w 2010 r. o 4,9% (zamiast 3,5%).

- ♦ Rada ECOFIN wyraziła zgodę na przedłużenie o jeden rok czasu, w którym Portugalia powinna ograniczyć deficyt. Zgodnie ze zrewidowaną rekomendacją, deficyt na poziomie poniżej 3% PKB ma zostać osiągnięty w 2014 r. Nowe cele fiskalne dla Portugalii wskazują na deficyty w wysokości 5,0% w 2012 r., 4,5% w 2013 r. oraz 2,5% w 2014 r.

15 października rząd Portugalii przedstawił budżet na 2013 r. Budżet zakłada oszczędności na poziomie 6,7 mld EUR, które mają pochodzić z ograniczenia wydatków i wyższych podatków. W założeniach przyjęto dynamikę PKB na poziomie -1,0% w 2013 r.

- ♦ Agencja Moody's obniżyła ratingi cypryjskich obligacji rządowych oraz trzech cypryjskich banków. Rating Cypru został obniżony z poziomu Ba3 do B3 z perspektywą negatywną. Rating Bank of Cyprus obniżono z B2 do Caa1, Cyprus Popular Bank z B3 do Caa1, a Hellenic Bank z B1 do B3.

Główną przyczyną obniżki ratingu kraju jest niekorzystna sytuacja cypryjskiego sektora bankowego. Według scenariusza Moody's, zapotrzebowanie na kapitał trzech największych banków sięga 8 mld EUR (47% PKB), a przekazanie im pomocy rządowej doprowadziłoby do wzrostu długu publicznego do poziomu 140% PKB, co przyczyniłoby się do zmniejszenia stabilności finansów publicznych. Ponadto, problemy sektora bankowego spowodują spadek akcji kredytowej, co osłabi wzrost gospodarczy kraju. Od ponad roku Cypr nie ma dostępu do finansowania na rynkach międzynarodowych, a agencja prognozuje, że bez zewnętrznej pomocy finansowej, kraj wyczerpie swoje środki finansowe do końca 2012 r.

Rating Cypru obniżyła też agencja S&P, z BB do B. W opublikowanym komunikacie agencja zwraca uwagę na obniżoną wiarygodność kredytową kraju wynikającą z braku porozumienia w sprawie programu pomocowego dla Cypru oraz wzrostu ryzyk fiskalnego i zewnętrznego.

- ♦ Agencja S&P obniżyła długoterminowy rating Hiszpanii do poziomu BBB- z BBB+ i wskazuje na znaczne ryzyka dla hiszpańskich finansów publicznych. Wynikają one z pogłębiającej się recesji (agencja prognozuje spadek PKB na poziomie -1,8% w 2012 r. i -1,4% w 2013 r.), działań konsolidacji fiskalnej, które prawdopodobnie przyczynią się do spadku inwestycji i konsumpcji, zbyt optymistycznych założeń budżetu na 2013 r., rosnącego niezadowolenia społecznego, konfliktów między rządem centralnym a rządami lokalnymi oraz ograniczonymi możliwościami interwencji instytucji krajowych i multilateralnych.

Agencja obniżyła też ratingi hiszpańskich banków: długoterminowe w przypadku 11 banków i krótkoterminowe w przypadku 4 banków. Obniżka objęła banki o ratingu długoterminowym wyższym niż BBB- oraz te, których ratingi uwzględniały znaczną pomoc ze środków publicznych.

Agencja Moody's utrzymała długoterminowy rating Hiszpanii na poziomie Baa3 z perspektywą negatywną. W uzasadnieniu decyzji wskazała na następujące pozytywne wydarzenia: ograniczenie ryzyka utraty dostępu do rynków dzięki inicjatywom EBC, wprowadzanie przez rząd reform fiskalnych i strukturalnych oraz postępujący proces restrukturyzacji sektora bankowego. Utrzymuje się jednak ryzyko dalszego spadku wzrostu gospodarczego, co może utrudnić realizację przez rząd celów fiskalnych.

Moody's obniżył natomiast ratingi pięciu hiszpańskich regionów: Andaluzji, Estremadury, Kastylii-La Mancha, Katalonii oraz Murcji. W przypadku Estremadury obniżka została uzasadniona utrzymującym się wysokim deficytem operacyjnym oraz ograniczoną płynnością. W pozostałych regionach obniżony rating jest spowodowany niską płynnością oraz koniecznością refinansowania znacznego długu w IV kwartale br. – w Andaluzji, Katalonii i Murcji. Agencja wskazuje, że niektóre regiony zwróciły się o pomoc finansową do krajowego funduszu płynności. Ogranicza to znacznie ryzyko utraty płynności przez regiony, jednak nie rozwiązuje problemów takich jak zapewnienie stabilnego finansowania w długim okresie oraz trudności z zarządzaniem długiem i deficytem.

**Proces delewarowania i problemy poruszone w raporcie MFW o stabilności finansowej**

W październiku Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) opublikował najnowszy raport „Global Financial Stability Report”. MFW wskazuje, iż od chwili publikacji poprzedniego raportu (w kwietniu br.), ryzyka uległy zwiększeniu pomimo kroków podjętych przez twórców polityki oraz poprawy na rynkach finansowych. Ostatnie działania, przede wszystkim ze strony strefy euro, były szczególnie ważne z punktu widzenia uspokojenia inwestorów, jednak konieczne są dalsze działania prowadzące do stabilizacji rynku. Połączenie osłabionego wzrostu gospodarczego oraz wysokich kosztów finansowania peryferyjnych krajów strefy euro doprowadziło do wzrostu ryzyk makroekonomicznych. Nastąpił również wzrost ryzyka w obrębie gospodarek rozwijających się. Na wysokim poziomie pozostaje ryzyko kredytowe, szczególnie w peryferyjnych krajach strefy euro.

Raport wskazuje, iż w strefie euro pogłębiają się podziały finansowe i gospodarcze, a kryzys wszedł w fazę odpływu kapitału. Kapitał prywatny powraca z krajów peryferyjnych do krajów centralnych i jest zastępowany znacznymi środkami publicznymi. MFW przewiduje, że w przypadku wystąpienia szoku na europejskich rynkach finansowych, mogłoby dojść do masowego odrotu inwestorów zagranicznych z rynków gospodarek wschodzących, w tym z krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

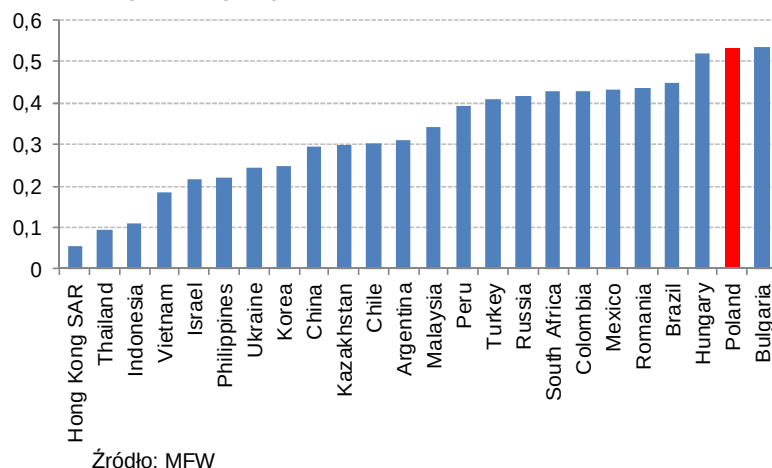
Pogłębia się presja na delewarowanie, wzrasta również ryzyko jednoczesnego załamania akcji kredytowej i recesji gospodarczej. Opublikowany w październiku raport zawiera aktualizację analizy efektów procesu delewarowania opublikowanej w raporcie z kwietnia br.

### **Ryzyko odpływu inwestorów zagranicznych z rynków obligacji gospodarek wschodzących, w tym Polski**

MFW wskazuje, że do chwili obecnej notowany był napływ inwestorów zagranicznych na rynki obligacji gospodarek wschodzących pomimo wzrostu niepewności co do sytuacji w strefie euro. Zwiększenie niepewności może jednak spowodować szybki odpływ inwestorów na dużą skalę. Najbardziej zagrożone są kraje Europy Środkowo-Wschodniej z uwagi na ich wysoką i bezpośrednią ekspozycję na strefę euro oraz pewne podobieństwa do krajów peryferyjnych strefy euro. Wiele wschodzących gospodarek z Europy posiada elastyczny kurs walutowy co ułatwia proces dostosowania w gospodarce, jednak proces ten może być utrudniony w wyniku wysokiego udziału kredytów bankowych w walutach obcych. Stosunkowo niewielkie rezerwy dodatkowo ograniczają możliwość radzenia sobie z szokami zewnętrznymi.

Duże zaangażowanie inwestorów zagranicznych w polskie papiery skarbowe może stanowić ryzyko dla stabilności polskich finansów publicznych. W razie wystąpienia szoku w strefie euro może mieć miejsce znaczny odpływ inwestorów zagranicznych z rynku krajowego. Wg raportu MFW realizacja negatywnego scenariusza doprowadziłaby do wyprzedzaży przez inwestorów zagranicznych polskich obligacji o wartości ok. 32 mld USD (ok. 102 mld PLN), tj. 20,1% rynku. Jednocześnie wskazano, że obecność na polskim rynku dużych inwestorów krajowych w postaci banków i funduszy emerytalnych (w przeciwieństwie do np. Węgier), ogranicza i stabilizuje zmienność na rynku obligacji w przypadku znacznej ich wyprzedzaży.

**Wrażliwość wybranych CDS na CDS krajów peryferyjnych strefy euro, 2011-2012 (zmiana procentowa CDS spread związana ze zmianą o 1% spreadu CDS Irlandii, Włoch, Portugalii i Hiszpanii)**



**Portfele krajowych obligacji rządowych w bankach krajowych i zmiana portfela przy scenariuszu odpływu inw. zagranicznych (% aktywów bankowych)**



### Scenariusze przebiegu procesu delewarowania

W raporcie zostały przyjęte trzy scenariusze:

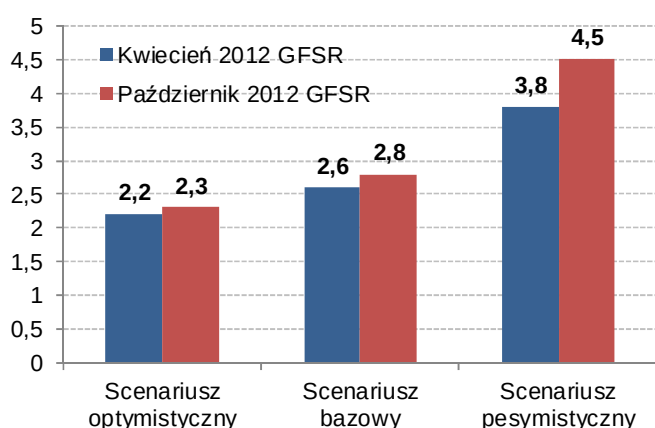
- ♦ Scenariusz bazowy (*Baseline policies*) – scenariusz zakładający stopniową poprawę zaufania na rynku opartą na działaniach rządowych i wzmacnianiu integracji. W szczególności zakłada utworzenie wspólnego mechanizmu nadzorczego, powstrzymanie presji na spready rentowności obligacji rządowych, w tym poprzez program OMT ogłoszony przez EBC, oraz kontynuację programów oszczędnościowych w krajach peryferyjnych. Scenariusz ten przewiduje stopniowy wzrost zaufania, spowolnienie odpływu kapitału z krajów peryferyjnych, utrzymanie się ograniczania działalności w krajach peryferyjnych wynikające z wysokich kosztów finansowania oraz nieznaczny wzrost działalności w krajach centralnych.
- ♦ Scenariusz pesymistyczny (*Weak policies*) – scenariusz zakładający niewykonanie zobowiązań zawartych w scenariuszu bazowym w wyniku sprzeciwu politycznego dla reform w krajach peryferyjnych lub osłabienia wsparcia ze strony krajów centralnych. Pogłębiają się podziały w obrębie strefy euro, zwiększają się niedobory kapitałowe w sektorze bankowym, a kryzys bilansu płatniczego rozprzestrzenia się.
- ♦ Scenariusz optymistyczny (*Complete policies*) – scenariusz zakładający rozwinięcie działań przewidzianych w scenariuszu bazowym oraz opracowanie projektu unii bankowej i integracji fiskalnej i rozpoczęcie znaczących działań w kierunku ich wdrożenia. Następuje reintegracja finansowa strefy euro, odwrót odpływu kapitału, koszty finansowania ulegają normalizacji do końca 2013 r., otwierają się kanały kredytowe, w krajach peryferyjnych przywrócony zostaje wzrost gospodarczy, a w krajach centralnych wzrost przyspiesza.

### Prognozy efektów delewarowania

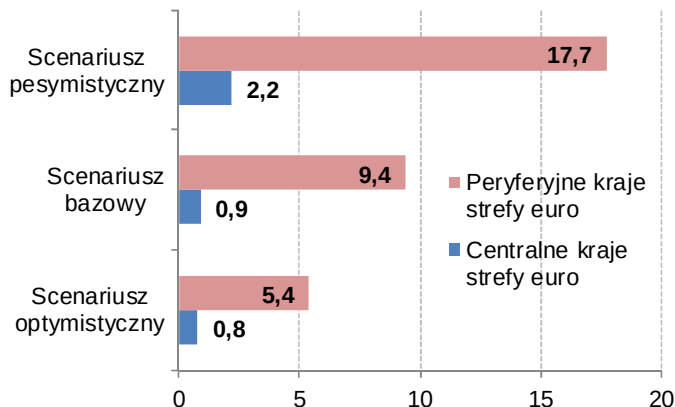
Raport wskazuje, że bez podjęcia działań założonych w scenariuszu bazowym nie nastąpi trwała poprawa zaufania na rynkach, co wpłynie na wzrost skali delewarowania, większe ograniczenie akcji kredytowej, znaczny spadek inwestycji, spadek poziomu zatrudnienia i głębsze spowolnienie gospodarcze. Koszty dla sektora publicznego będą tym wyższe, im dłużej będzie trwał kryzys.

Raport wskazuje, że skala delewarowania będzie wyższa, niż przewidziano w raporcie z kwietnia br. i wrośnie z 2,2 do 2,3 bln EUR w scenariuszu optymistycznym, z 2,6 do 2,8 bln EUR w scenariuszu bazowym oraz z 3,8 do 4,5 bln EUR w scenariuszu pesymistycznym. W obrębie strefy euro ograniczenie akcji kredytowej dotknie przede wszystkim kraje peryferyjne. Akcja kredytowa zostanie też ograniczona poza strefą euro, szczególnie we wschodzących gospodarkach europejskich, w Ameryce Łacińskiej oraz w USA. Scenariusz pesymistyczny zakłada, że proces delewarowania spowoduje obniżenie wzrostu gospodarczego w peryferyjnych krajach strefy euro o 4,26 p.p., a w krajach centralnych o 1,47 p.p. względem scenariusza bazowego MFW na rok 2013.

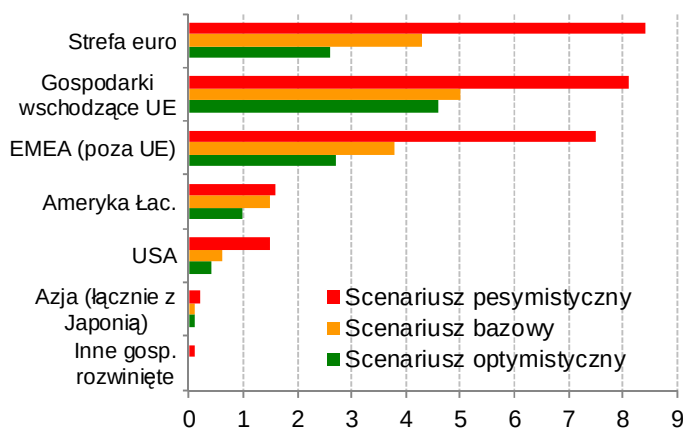
**Łączna skala delewarowania w analizowanych bankach (Q3 2011 - Q4 2013, w bln USD)**



**Ograniczenie akcji kredytowej w krajach strefy euro (łącznie w okresie Q3 2011 - Q4 2013, jako % kredytów ogółem)**

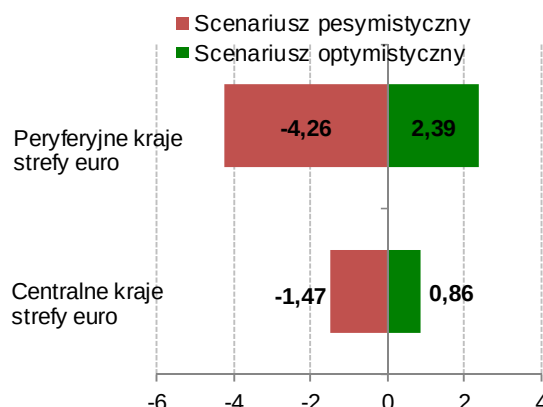


**Ograniczenie akcji kredytowej: skutki globalne  
(łącznie w okresie Q3 2011 - Q4 2013, jako % kredytów ogółem)**



Źródło: MFW

**Wpływ delewarowania w bankach UE na PKB, prognozy na 2013 r.  
(zmiana w p.p. wobec scenariusza bazowego MFW)**



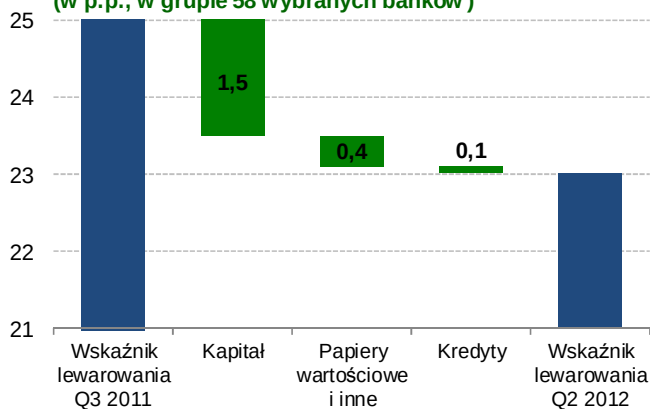
**Dotychczasowy przebieg procesu delewarowania**

W raporcie GFSR opublikowanym w kwietniu 2012 r. MFW wskazywał, że grupa wybranych 58 banków ograniczy swoje aktywa o 2,2-3,8 bln EUR pomiędzy III kwartałem 2011 r. i IV kwartałem 2013 r. W okresie III kw. 2011 r. – II kw. 2012 r. aktywa tych banków zostały zredukowane o ponad 600 mln EUR, przy czym znaczny spadek aktywów nastąpił w IV kw. 2011 r. Następnie, głównie na skutek działań EBC, tempo delewarowania uległo spowolnieniu.

Znaczna część delewarowania wynika z przedstawionych przez banki planów ograniczenia bilansów o łącznie 2,1 bln EUR. Banki z Wielkiej Brytanii systematycznie przeprowadzały proces dezynwestycji poprzez ograniczanie niekluczowej działalności biznesowej. Banki francuskie ograniczyły aktywa wyrażone w USD, łącznie z produktami strukturyzowanymi i portfelami handlowymi. Banki holenderskie zbywały swoje spółki działające w USA, a w Ameryce Łacińskiej kontynuowany był proces oddzielania działalności bankowej od ubezpieczeniowej. Jeden średniej wielkości bank austriacki sprzedał na początku 2012 r. swoje banki wschodnioeuropejskie.

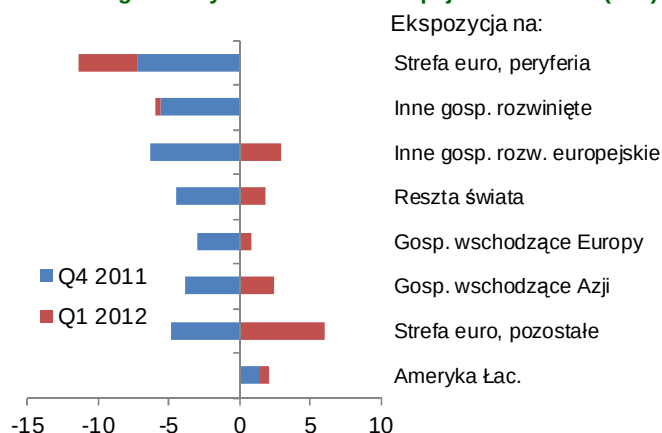
Do chwili obecnej spadek poziomu lewarowania w bankach był głównie wynikiem działań kapitałowych i zbywania aktywów, ograniczenie akcji kredytowej miało mniejsze znaczenie. W IV kw. 2011 r. i I kw. 2012 r. należności zagraniczne europejskich banków od większości regionów uległy obniżeniu. Ograniczenie względem gospodarek wschodzących Europy było niższe niż oczekiwano, delewarowanie wywarło natomiast wyraźny wpływ na kraje peryferyjne strefy euro. W efekcie, nastąpił podział wewnątrz strefy euro, ponieważ w krajach centralnych utrzymuje się wzrost akcji kredytowej, a w krajach peryferyjnych akcja kredytowa notuje silny spadek.

**Wpływ poszczególnych działań na zmianę poziomu lewarowania w europejskich bankach  
(w p.p., w grupie 58 wybranych banków)**



Źródło: MFW

**Zmiana zagranicznych należności europejskich banków (w %)**





### **Postulaty MFW**

MFW postuluje następujące działania:

- ♦ W strefie euro odwrócenie podziałów finansowych poprzez: wprowadzenie w życie zapowiedzianych działań oraz dodatkowe działania na poziomie narodowym i w obrębie całej strefy (konsolidacja fiskalna, rekapitalizacja, restrukturyzacja lub uporządkowana likwidacja banków, odpowiednie wykorzystanie istniejących mechanizmów takich jak ESM i OMT, ustanowienie wspólnego nadzoru bankowego i kroki w kierunku pełnej unii bankowej i fiskalnej).
- ♦ W gospodarkach wschodzących twórcy polityki powinni zadbać o utrzymanie odpowiednich buforów łącznie z rezerwami zagranicznymi i odpowiednią elastycznością kursu walutowego, rozsądnie wykorzystywać przestrzeń dla polityki monetarnej i fiskalnej, wzmacniać nadzór ostrożnościowy w sektorze finansowym oraz kontynuować rozbudowę krajowych rynków kapitałowych.

### **Zwiększenie kapitałów przez banki europejskie – wnioski zawarte ostatecznym raporcie EBA**

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA) opublikował ostateczne rezultaty procesu zwiększania kapitałów przez banki z Unii Europejskiej. Rezultaty są zgodne ze wstępnymi wynikami opublikowanymi w lipcu br. Celem tych działań było wzmocnienie zaufania wobec sektora bankowego i zwiększenie zabezpieczeń banków przed stratami wynikającymi z pogarszającej się sytuacji gospodarczej. Banki miały zwiększyć kapitały w ten sposób, aby współczynnik wypłacalności (CET1) dla funduszy własnych Tier I wynosił co najmniej 9%.

#### Analiza pozycji kapitałowej europejskich banków

W grudniu 2011 r., w wyniku analizy pozycji kapitałowej europejskich banków EBA stwierdził w 37 bankach niedobory kapitałowe w wysokości 115 mld EUR. Banki miały uzupełnić niedobory kapitału do 30 czerwca 2012 r. poprzez podniesienie kapitału oraz ograniczenie poziomu aktywów ważonych ryzykiem (RWA). Analiza nie obejmowała badania jakości aktywów bankowych.

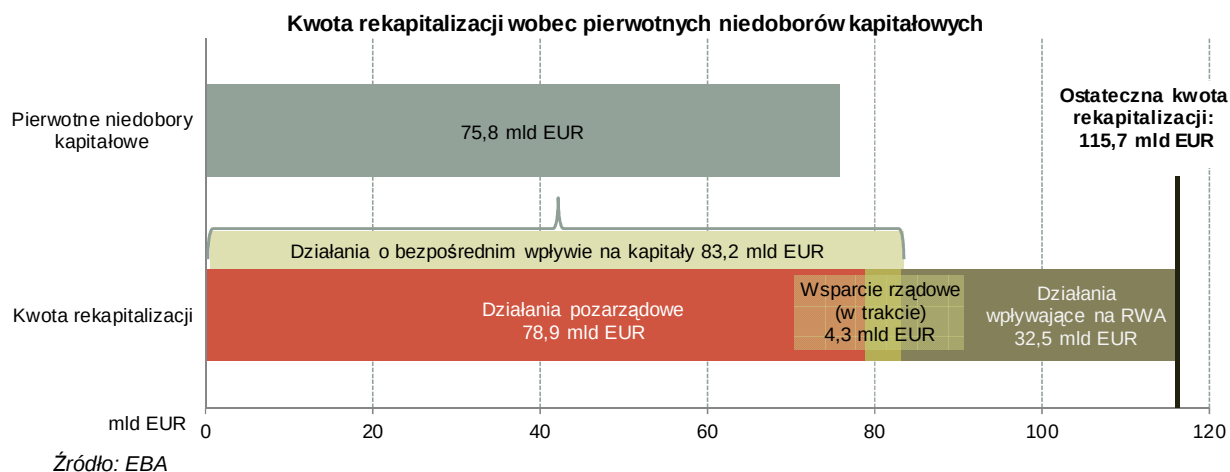
Grudniową analizą zostało objętych 71 banków, z czego niedobory kapitału zostały stwierdzone w 37. Niedobory kapitałowe sześciu banków greckich (30 mld EUR) zostaną uzupełnione dzięki programowi pomocowemu dla Grecji, nie musiały więc one prezentować planów pozyskania kapitału. Trzy banki (Dexia, Volksbank AG oraz West LB – o łącznych niedoborach 7,6 mld EUR) podlegają obecnie głębokiej restrukturyzacji, prezentacja planów nie była więc w ich przypadku konieczna. Plany uzupełnienia kapitałów przedstawiło łącznie 28 banków. Hiszpański bank Bankia, który przedstawił pierwotnie plan uzupełnienia kapitału, podlega obecnie zasadniczej restrukturyzacji i będzie monitorowany oddzielnie przez odpowiednie władze. W konsekwencji, **plany uzupełnienia kapitałów objęły 27 banków o łącznych niedoborach kapitałowych w wysokości 75,8 mld EUR.**

#### Wyniki rekapitalizacji

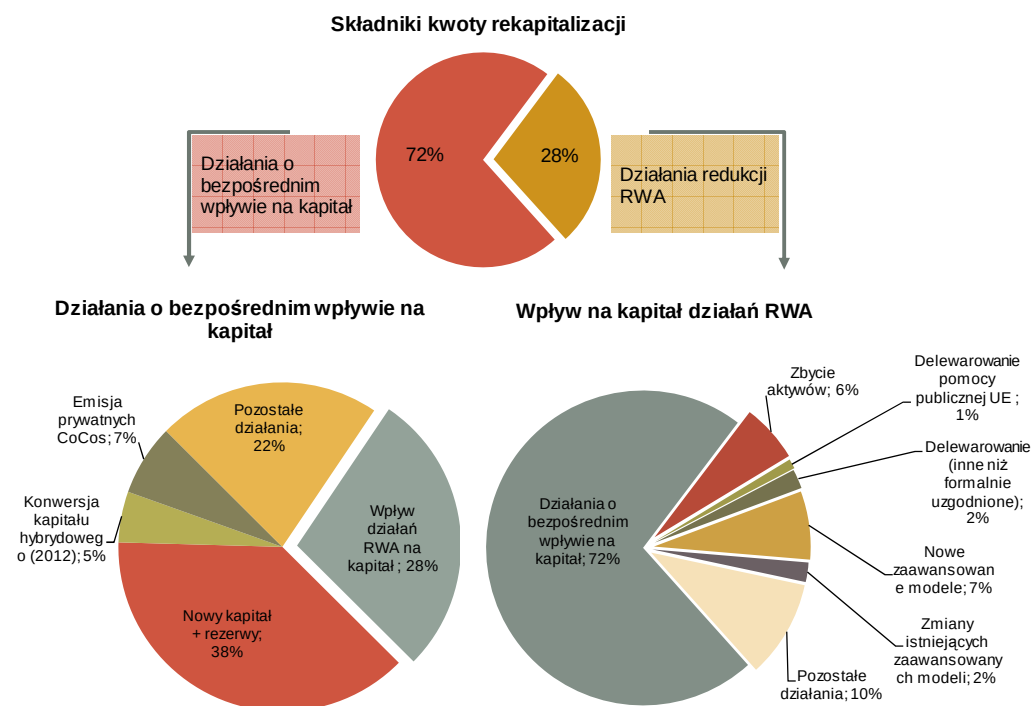
Większość banków objętych analizą pozycji kapitałowej wykazywała na dzień 30 czerwca 2012 r. współczynnik CET1 na poziomie powyżej 9% (średnia wysokość współczynnika wyniosła 9,7% w grupie 27 banków uzupełniających kapitały oraz 11,5% w 34 bankach, które w grudniu nie wykazały niedoborów). Wyjątkiem są cztery banki, w których trwa proces restrukturyzacji z udziałem środków publicznych (Banca Monte dei Paschi di Siena, Cyprus Popular Bank, Bank of Cyprus, Nova Kreditna Banka Maribor).

W wyniku nowych działań **27 banków osiągnęło rekapitalizację na poziomie 115,7 mld EUR. Z tej kwoty 83,2 mld EUR (72% rekapitalizacji i 108,5% pierwotnych niedoborów kapitałowych) pochodziło z działań o bezpośrednim wpływie na poziom kapitału.** 32,5 mld EUR (28% rekapitalizacji) pochodziło z uwolnienia aktywów ważonych ryzykiem (RWA).

Uwzględniając wzmocnienie kapitałowe pozostałych banków oraz dokapitalizowanie banków greckich i hiszpańskich, **łączna rekapitalizacja banków objętych analizą wyniosła ponad 200 mld EUR.**



### Składniki kwoty rekaptalizacji



Źródło: EBA

### Pomoc dla banków ze środków publicznych

Operacje zakończone:

- ♦ Według stanu na koniec czerwca 2012 r. zakończone zostały operacje rekaptalizacji trzech banków portugalskich (Caixa General de Depósitos, Banco Comercial Português oraz Banco BPI).
- ♦ Bank słoweński Nova Ljubljanska Banka osiągnął wskaźnik CET1 dzięki wsparciu ze środków rządowych w wysokości 0,32 mld EUR.

Trwające operacje:

- ♦ Banca Monte dei Paschi di Siena otrzyma wsparcie rządu Włoch w wysokości do 2 mld EUR.
- ♦ Bank słoweński Nova KBM spełniał wymóg współczynnika CT1 na poziomie 9% we wrześniu 2011 r., jednak w międzyczasie stwierdzono niedobór kapitału. Bank przedstawił EBA plan pozyskania dodatkowego kapitału, który powinien zostać wykonany przed końcem br. W razie niewykonania planu, bank zostanie dokaptalizowany przez państwo, do 31 grudnia 2012 r.



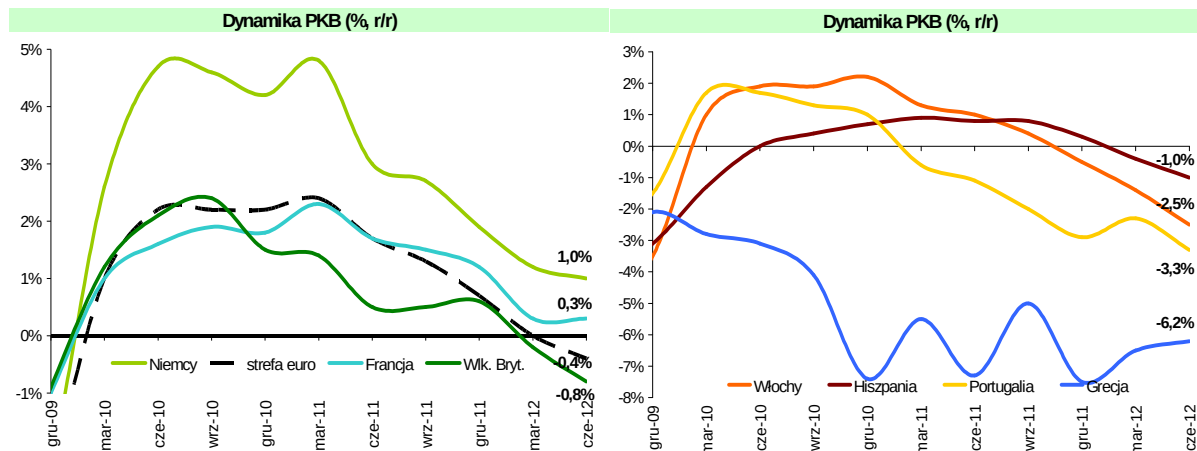
## ***Departament Analiz i Skarbu***

Badania jakości aktywów bankowych:

- ♦ Na Cyprze i w Hiszpanii trwają procesy oceny jakości aktywów bankowych, na podstawie których może zostać podjęta decyzja o przyznaniu pomocy ze środków UE.
- ♦ Dwa banki cypryjskie Bank of Cyprus oraz Cyprus Popular nie były w stanie pozyskać dodatkowych kapitałów na rynkach prywatnych. Oczekuje się, że uzupełnią kapitały dzięki pomocy z mechanizmów EFSF/ESM, o którą Cypr złożył wniosek w czerwcu br. Podjęcie decyzji w tej sprawie spodziewane jest w październiku br. W celu określenia potrzeb kapitałowych banków przeprowadzona zostanie ocena jakości ich aktywów.

Europa Zachodnia

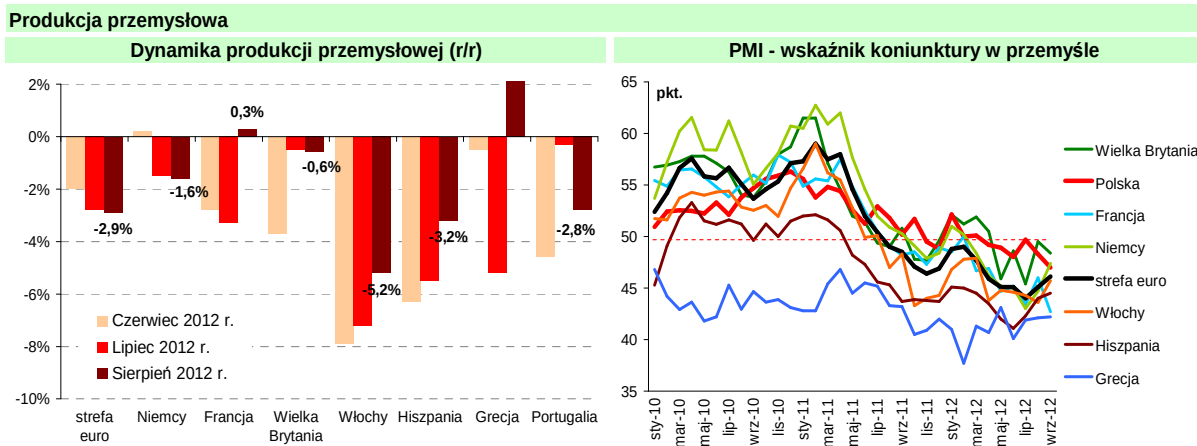
Wzrost gospodarczy



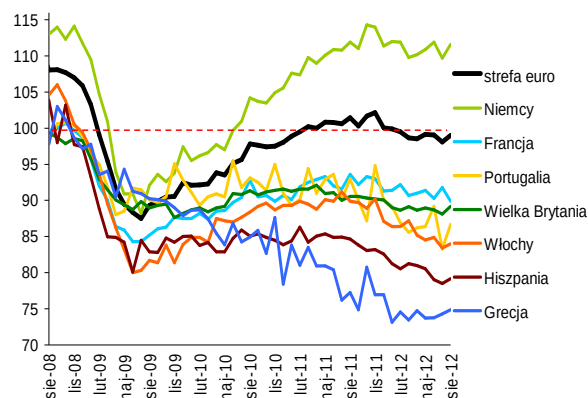
|                        | Wzrost kw/kw |      |      |      | Wzrost r/r |      |      |      | Prognoza MFW |      |
|------------------------|--------------|------|------|------|------------|------|------|------|--------------|------|
|                        | 2011         |      | 2012 |      | 2011       |      | 2012 |      | 2012         | 2013 |
|                        | Q3           | Q4   | Q1   | Q2   | Q3         | Q4   | Q1   | Q2   |              |      |
| <b>strefa Euro</b>     | 0,1          | -0,3 | 0,0  | -0,2 | 1,3        | 0,7  | 0,0  | -0,4 | -0,4         | 0,2  |
| <b>Niemcy</b>          | 0,6          | -0,2 | 0,5  | 0,3  | 2,7        | 2,0  | 1,2  | 1,0  | 0,9          | 0,9  |
| <b>Francja</b>         | 0,3          | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 1,5        | 1,2  | 0,3  | 0,3  | 0,1          | 0,4  |
| <b>Wielka Brytania</b> | 0,6          | -0,3 | -0,2 | -0,7 | 0,5        | 0,6  | -0,2 | -0,8 | -0,4         | 1,1  |
| <b>Włochy</b>          | -0,2         | -0,7 | -0,8 | -0,7 | 0,4        | -0,5 | -1,4 | -2,5 | -2,3         | -0,7 |
| <b>Hiszpania</b>       | 0,0          | -0,3 | -0,3 | -0,4 | 0,8        | 0,3  | -0,4 | -1,0 | -1,5         | -1,3 |
| <b>Portugalia</b>      | -0,6         | -1,3 | -0,1 | -1,2 | -2,0       | -3,0 | -2,3 | -3,3 | -3,0         | -1,0 |
| <b>Grecja</b>          | b.d.         | b.d. | b.d. | b.d. | -5,0       | -7,5 | -6,5 | -6,2 | -6,0         | -4,0 |

Źródło: Eurostat; MFW.

Produkcja przemysłowa

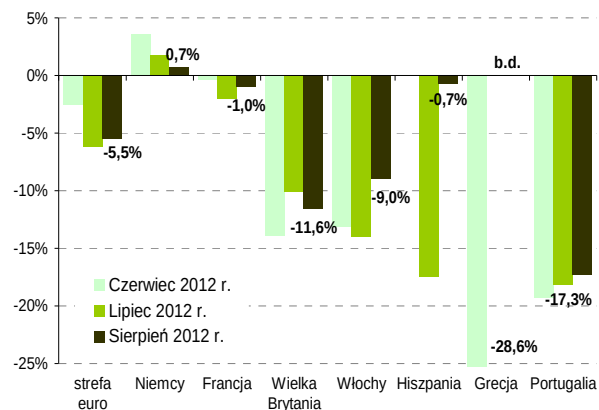


**Indeks wielkości produkcji przemysłowej (2005=100)**



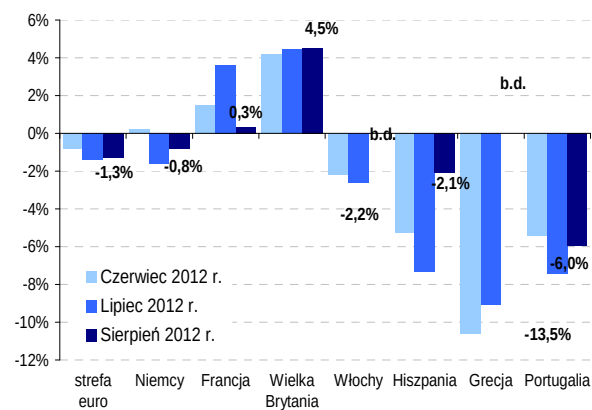
Źródło: Eurostat, Markit

**Dynamika produkcji budowlano-montażowej (r/r)**



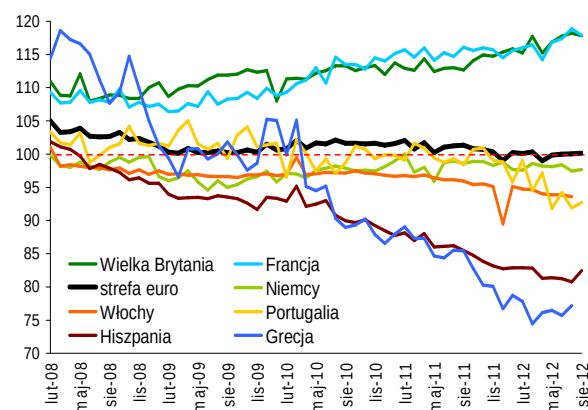
## Sprzedaż detaliczna

**Dynamika sprzedaży detalicznej (r/r)**



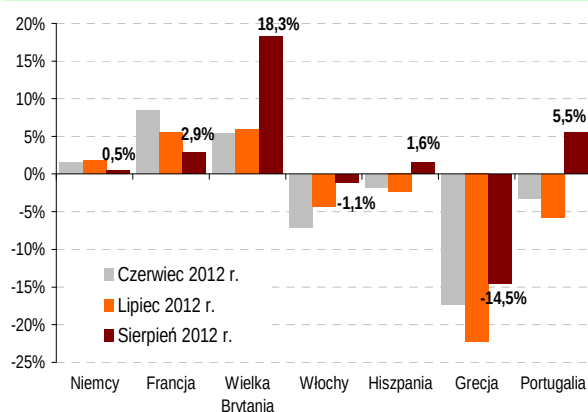
Źródło: Eurostat

**Indeks sprzedaży detalicznej (2005=100)**



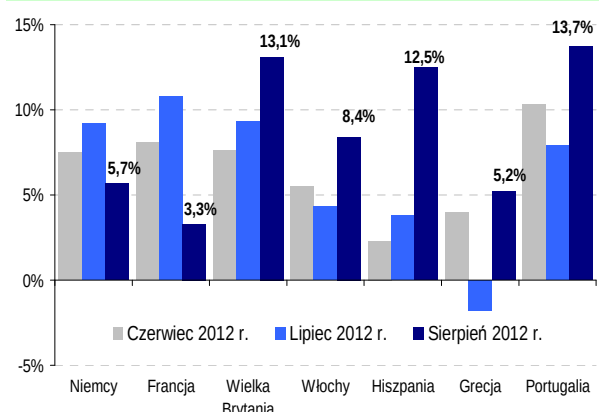
## Handel zagraniczny

**Dynamika importu (r/r)**



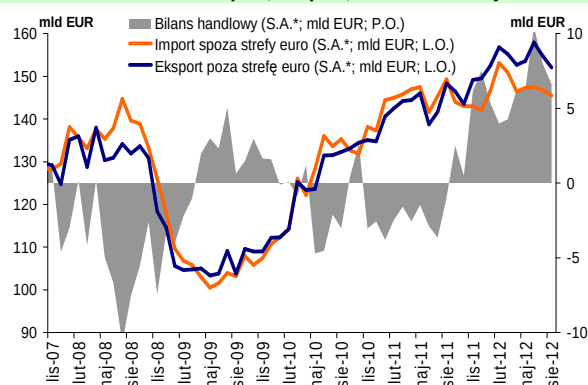
Źródło: Eurostat

**Dynamika eksportu (r/r)**

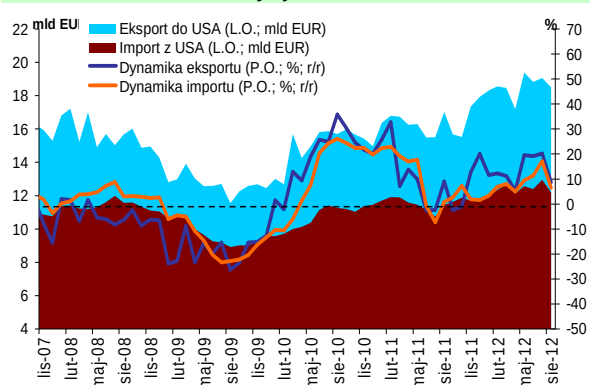


**Strefa euro oraz jej główni partnerzy handlowi**

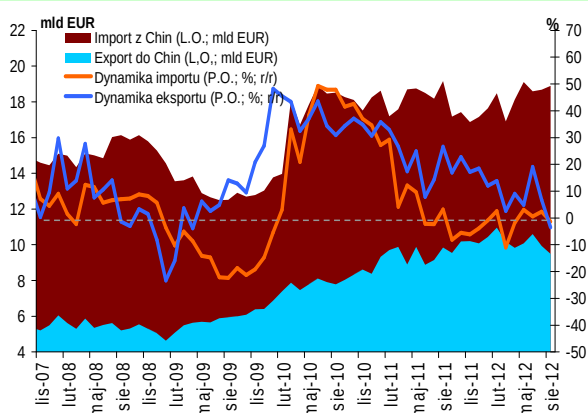
**strefa euro - import, eksport, bilans handlowy**



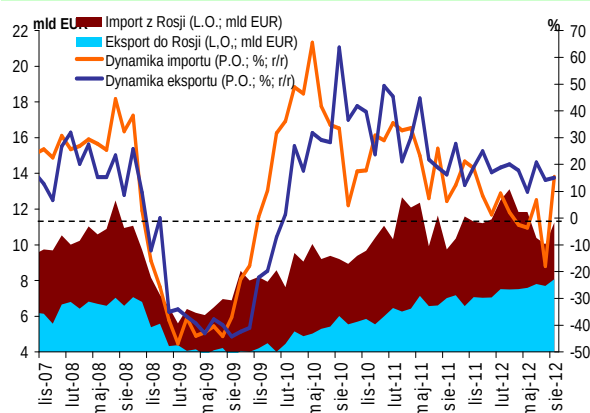
**Stany Zjednoczone**



**Chiny**



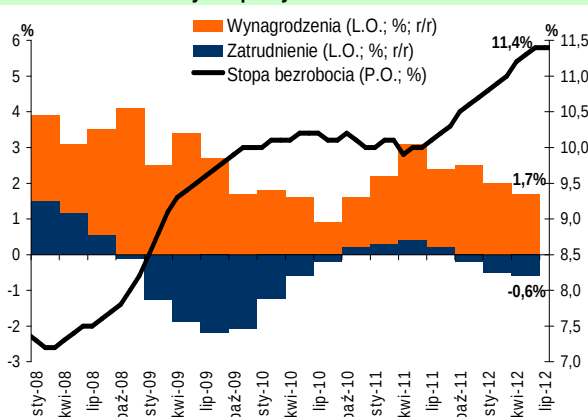
**Rosja**



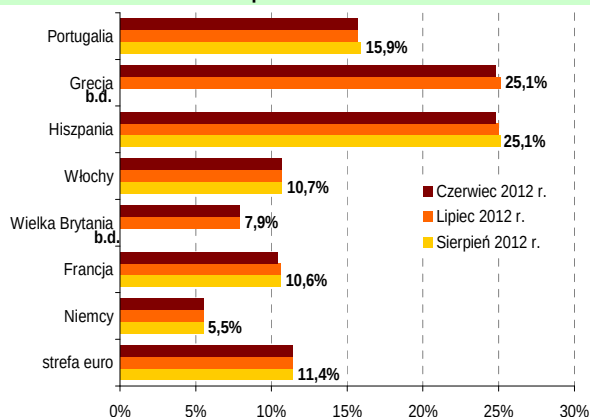
Źródło: Reuters

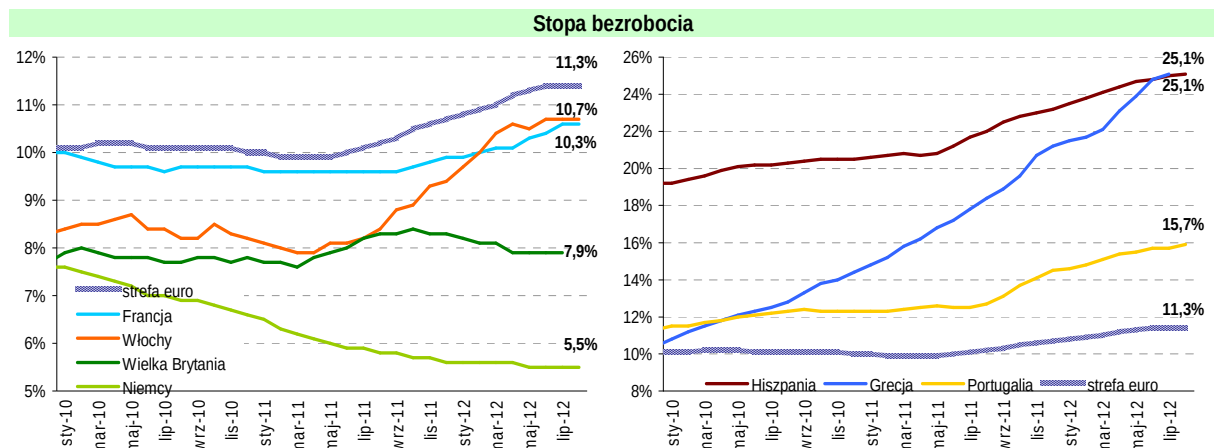
**Rynek pracy**

**Rynek pracy w strefie euro**



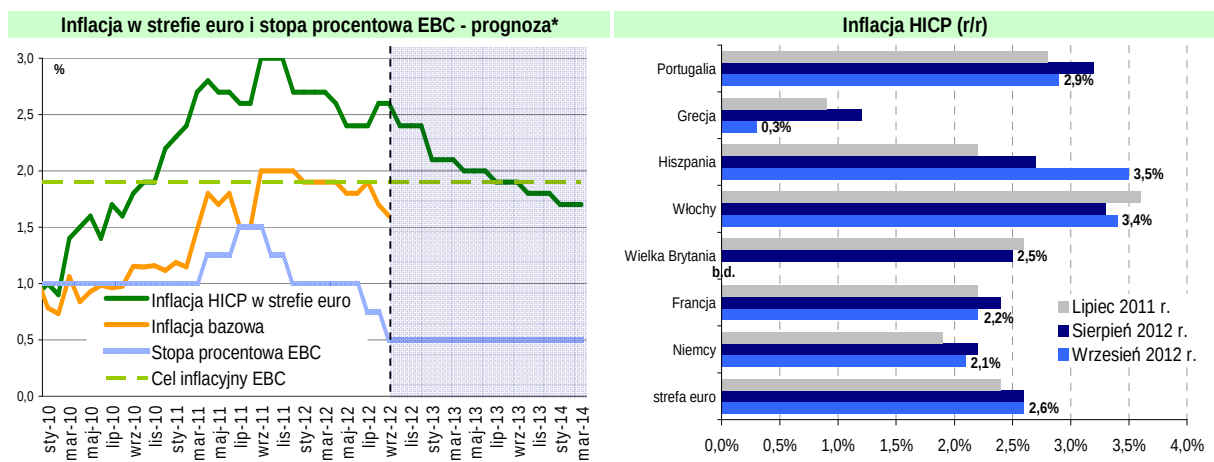
**Stopa bezrobocia**





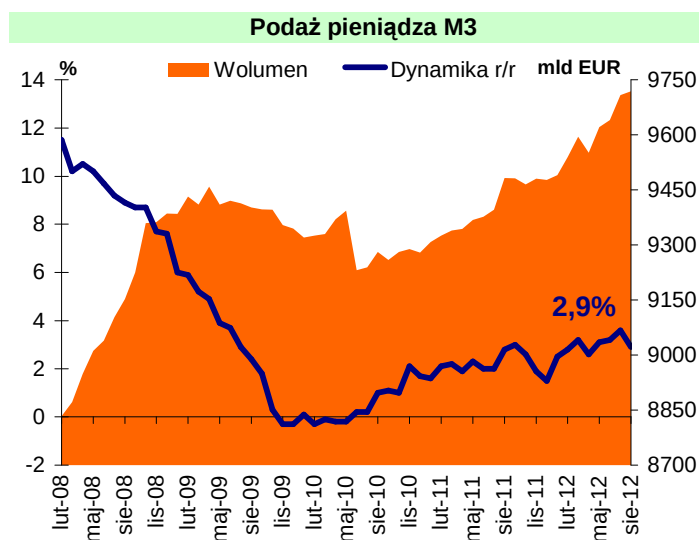
Źródło: Eurostat

## Inflacja



Źródło: Eurostat, Reuters, \*prognozy rynkowe - Reuters

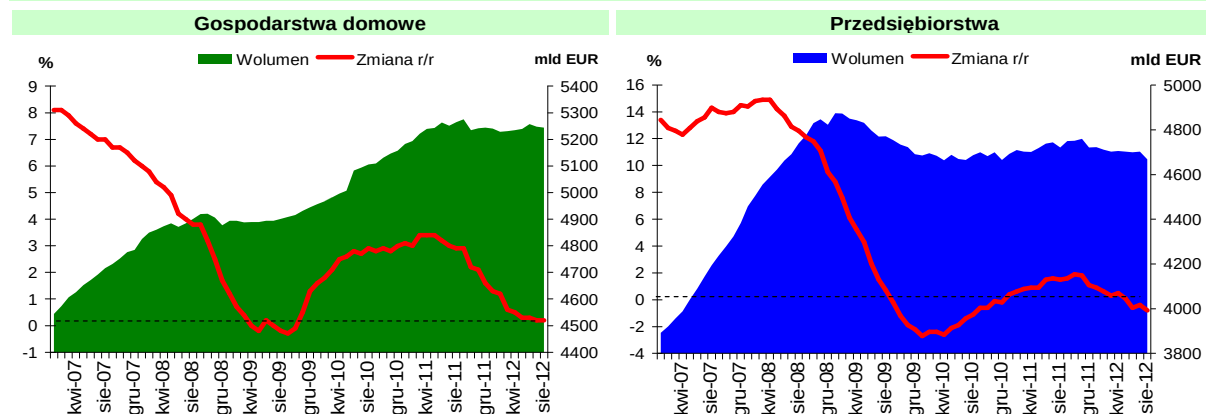
## Podaż pieniądza



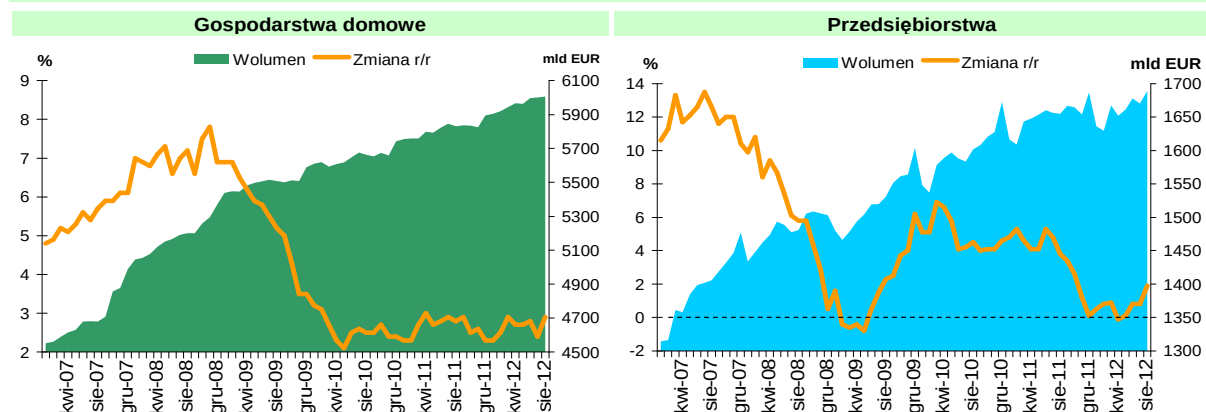
Źródło: ECB

## Kredyty i depozyty

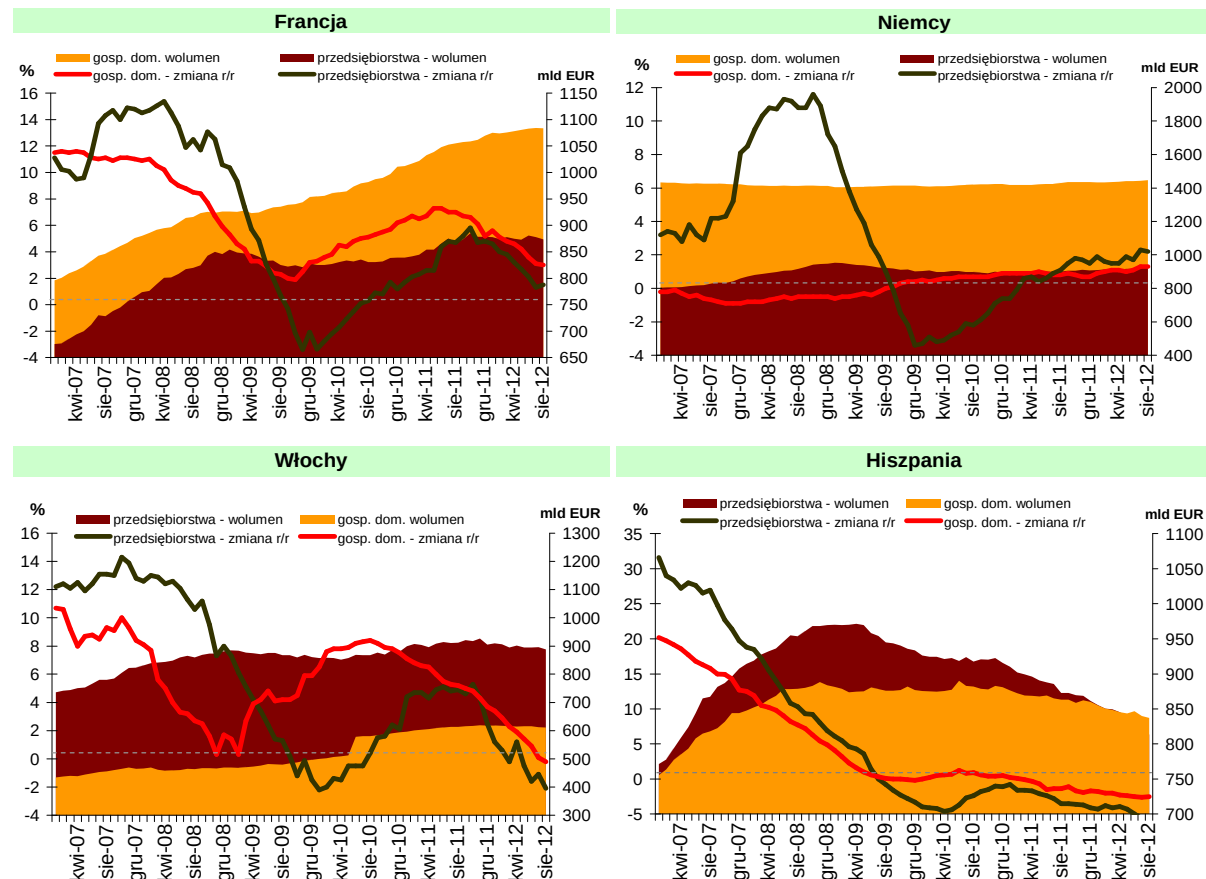
### Kredyty - Strefa Euro



### Depozyty - Strefa Euro



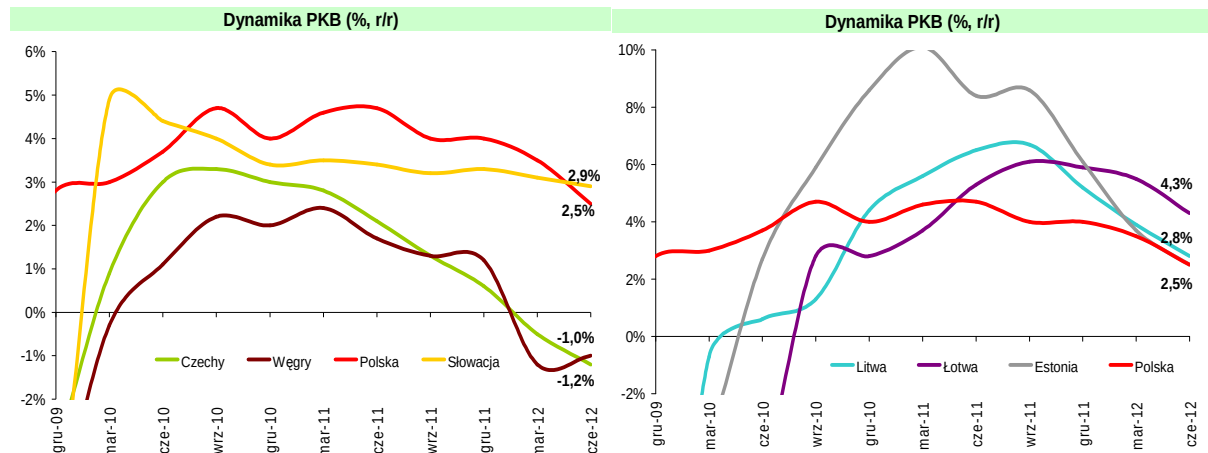
### Kredyty - Europa Zachodnia





**Europa Środkowo – Wschodnia**

**Wzrost gospodarczy**

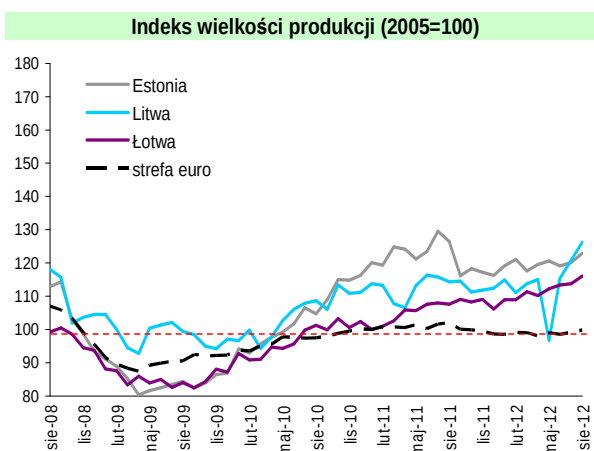
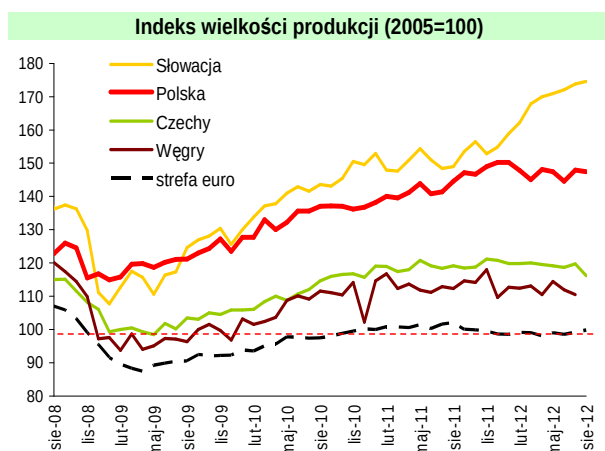
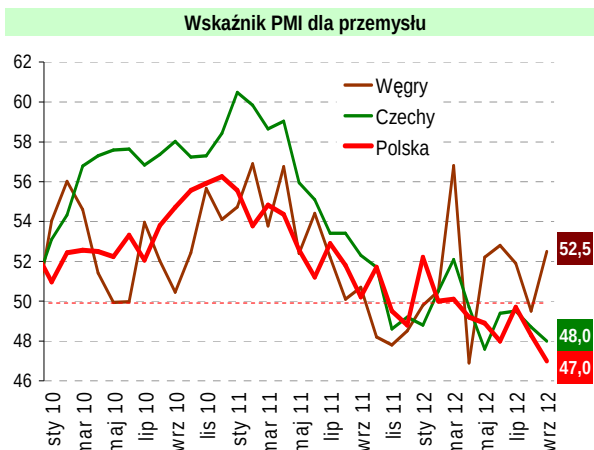
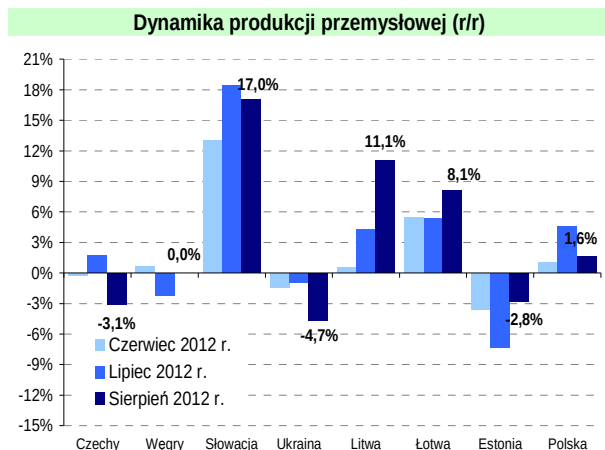


Źródło: Eurostat; dane odsezonowane.

|                 | Wzrost kw/kw |      |      |      | Wzrost r/r |     |      |      | Prognoza MFW |      |
|-----------------|--------------|------|------|------|------------|-----|------|------|--------------|------|
|                 | 2011         |      | 2012 |      | 2011       |     | 2012 |      | 2012         | 2013 |
|                 | Q3           | Q4   | Q1   | Q2   | Q3         | Q4  | Q1   | Q2   |              |      |
| <b>Czechy</b>   | 0,0          | -0,2 | -0,8 | -0,2 | 1,3        | 0,6 | -0,7 | -1,2 | -1,0         | 0,8  |
| <b>Węgry</b>    | 0,0          | 0,1  | -1,0 | -0,2 | 1,3        | 1,2 | -1,2 | -1,0 | -1,0         | 0,8  |
| <b>Słowacja</b> | 0,7          | 0,8  | 0,7  | 0,7  | 3,2        | 3,3 | 3,1  | 2,9  | 2,6          | 2,8  |
| <b>Litwa</b>    | 1,2          | 0,8  | 0,3  | 0,4  | 6,7        | 5,2 | 3,9  | 2,7  | 2,7          | 3,0  |
| <b>Łotwa</b>    | 1,4          | 0,9  | 1,0  | 1,0  | 5,8        | 5,7 | 5,4  | 4,3  | 4,5          | 3,5  |
| <b>Estonia</b>  | 1,4          | 0,1  | 0,3  | 0,4  | 8,1        | 5,1 | 3,7  | 2,5  | 2,4          | 3,5  |
| <b>Polska</b>   | 0,9          | 1,0  | 0,8  | b.d. | 4,0        | 4,2 | 3,8  | b.d. | 2,4          | 2,1  |

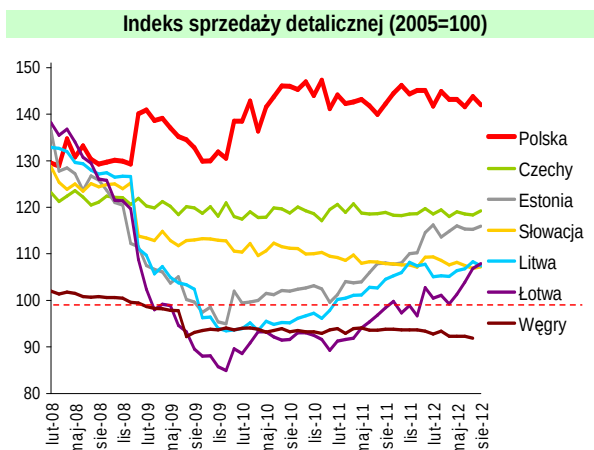
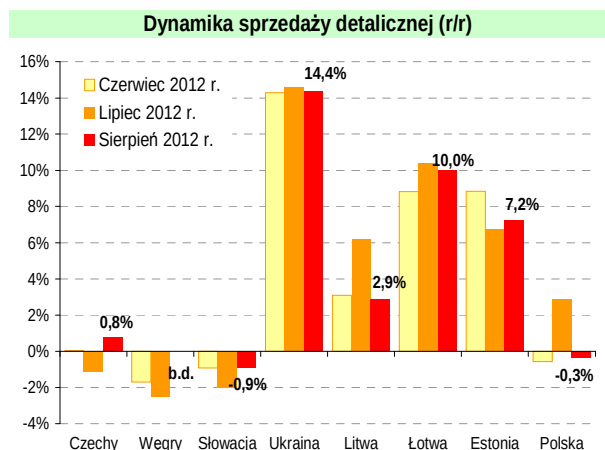
Źródło: Eurostat; MFW.

## Produkcja przemysłowa



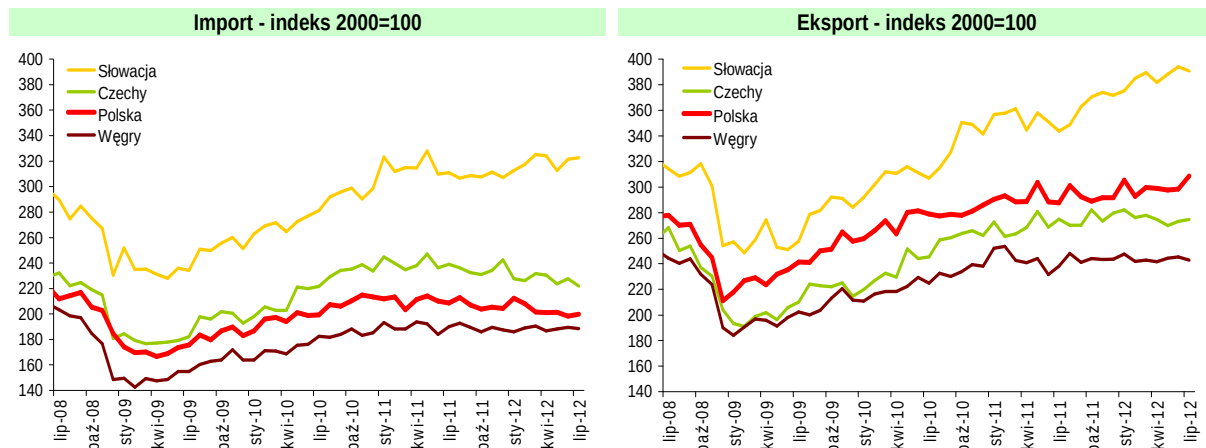
Źródło: Eurostat, SSC of Ukraine.

## Sprzedaż detaliczna

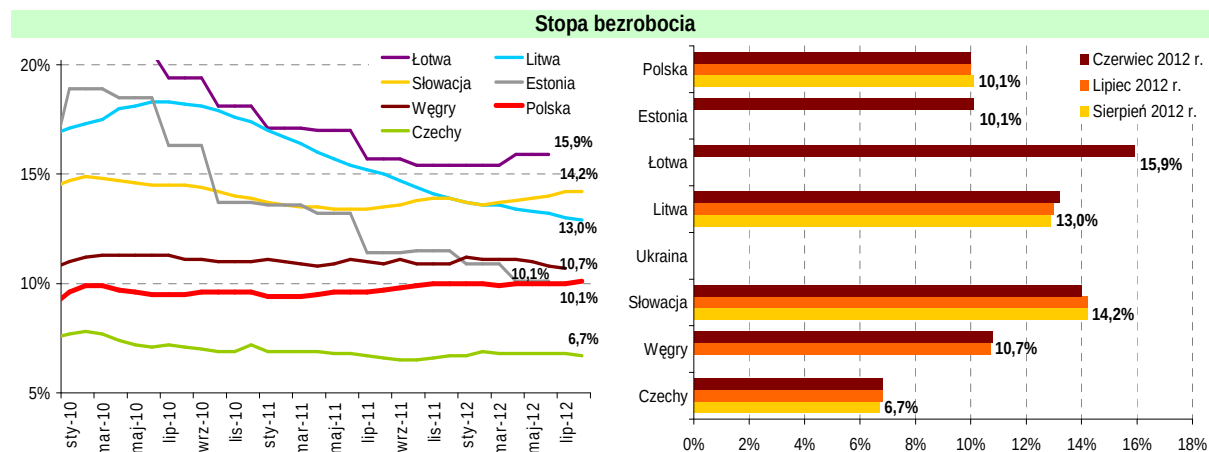


Źródło: Eurostat (sprzedaż w cenach stałych), SSC of Ukraine (sprzedaż w cenach bieżących). \*Dane za okresy od początku roku.

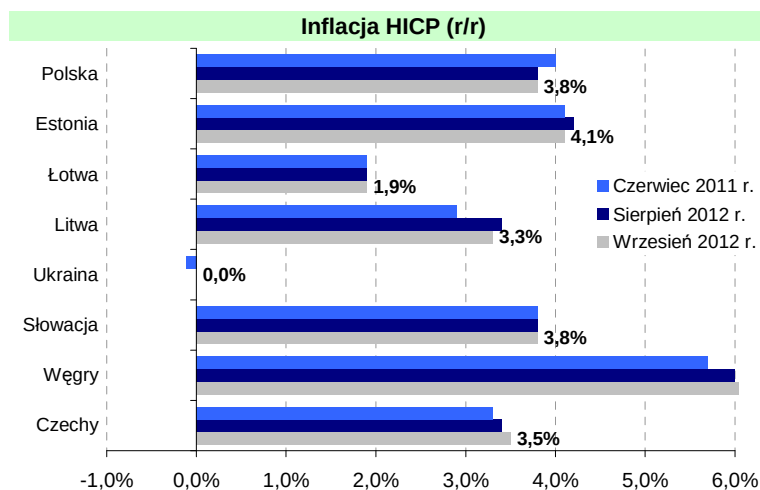
## Handel zagraniczny



## Rynek pracy



## Inflacja



## **Kraje rozwinięte OECD**

### **1. Stany Zjednoczone**

- ♦ **Prognozy wzrostu gospodarczego w USA w 2012 i 2013 r. zostały skorygowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.** W raporcie pt. „World Economic Outlook”, MFW prognozuje, że w 2012 r. amerykańska gospodarka będzie rozwijać się w tempie 2,2%, natomiast w 2013 r. wyhamuje do 2,1%. Prognozy te stanowią korektę prognoz z lipca – wówczas MFW przewidywał wzrost gospodarczy USA w 2012 r i 2013 r. odpowiednio na poziomie 2,1% i 2,2% . Wg. MFW, niepewność związana z ewentualnym brakiem kompromisu w sprawie tzw. „klifu fiskalnego”, czyli spodziewanego od 2 stycznia 2013 r. zmniejszania wydatków publicznych i wzrostu podatków, stanowi potencjalny czynnik mogący zepchnąć amerykańską gospodarkę w recesję, gdyż niepewność ta tłumi inwestycje. Ponadto, zagrożenie stanowi słaby popyt globalny związany z kryzysem w strefie euro, mogący znacząco negatywnie wpłynąć na amerykański eksport. Wg. raportu MFW, inflacja CPI w USA ma wynieść 2 % w 2012 r. i 1,8 % w 2013 r., natomiast bezrobocie: 8,2 % w 2012 r. oraz 8,1 % w 2013 r. MFW opublikował także raport na temat stabilności finansowej na świecie („Global Financial Stability Report”), w którym jako zagrożenie dla tej stabilności w USA w średnim okresie zidentyfikował niekontrolowany wzrost długu publicznego oraz ryzyko negatywnych efektów „klifu fiskalnego” dla wzrostu gospodarczego. Wg. danych MFW opublikowanych w raporcie „Fiscal Monitor”, wartość długu publicznego w relacji do PKB w 2011 r. wyniosła 102,9 %, natomiast w roku 2012 i 2013 prognozowany jest wzrost tej relacji do odpowiednio 107,2 % oraz 111,7 % PKB.
- ♦ **Została opublikowana Beżowa Księga, będąca raportem Fed opisującym stan gospodarki we wrześniu, w porównaniu z danymi z sierpnia.** Wg. raportu, wzrost aktywności gospodarczej w większości dystryktów nie był znaczący. Poziom wydatków konsumenckich zasadniczo się nie zmieniał lub notowano jedynie nieznaczne wzrosty. Poprawę zanotowano na rynku nieruchomości, gdyż w większości dystryktów wzrosła liczba budowanych domów i mieszkań, a także ich sprzedaż. Skromną poprawę zanotowano również w sektorze produkcyjnym, choć wzrost aktywności przemysłowej był zróżnicowany pomiędzy dystryktami. W sektorze finansowym zaobserwowano stabilny lub lekko rosnący popyt na kredyty, przy czym warunki ich udzielania od sierpnia ogólnie pozostawały bez zmian, natomiast w niektórych dystryktach nastąpiła poprawa jakości portfela kredytowego. W sektorze rolnym zaobserwowano kontynuację negatywnego wpływu suszy na poziom upraw, szczególnie w środkowej części kraju. W większości dystryktów zanotowano lekki wzrost cen, w szczególności towarów rolnych i produktów opartych na ropie, natomiast ceny gazu nieznacznie się obniżyły. Warunki zatrudnienia zasadniczo pozostały bez zmian, przy małej presji na wzrost wynagrodzeń. Według raportu, znaczące polepszenie sytuacji na rynku pracy jest blokowane przez niepewność związaną z wyborami prezydenckimi, polityką fiskalną i kryzysem zadłużenia w Europie.
- ♦ **Komitet Federalny ds. Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee - FOMC*) 24 października podjął decyzję o utrzymaniu stopy podstawowej (*Federal Fund Rate*) na poziomie 0,25 %.** Polityka niskich stóp procentowych ma na celu dalsze obniżenie bezrobocia. Obecnie jego obniżeniu nie sprzyja niski wzrost gospodarczy. Ponadto, kontynuowany będzie rozpoczęty we wrześniu program skupu obligacji hipotecznych za kwotę 40 mld. USD co miesiąc. Do końca 2012 r. będzie również trwać operacja „Twist”, w ramach której Fed dokonuje skupu długoterminowych obligacji rządowych (powyżej 6 lat), jaki finansuje wpływami ze sprzedaży rządowych papierów krótkoterminowych.
- ♦ **W III kw. 2012 r. zannualizowane tempo wzrostu PKB wyniosło 2 %, wobec prognozy na poziomie 1,9 %, jak wynika ze wstępnych szacunków Departamentu Handlu.** W II kw.2012 r. wskaźnik ten wynosił 1,3 %. Deflator PKB w III kw. 2012 r. wyniósł 2,9 % k/k (w II kw.2012 r. wynosił on 1,5 %). Do przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w największej mierze

przyczynił się wzrost wydatków na obronność, konsumpcja gospodarstw domowych oraz wzrost liczby budowanych domów.

- ◆ **Nastąpił wzrost aktywności sektora produkcyjnego.** We wrześniu produkcja przemysłowa łącznie wzrosła o 2,8% r/r (0,2 % m/m, co było zgodne z oczekiwaniami), wobec sierpniowego wzrostu 2,6% r/r (-1,38 % m/m). Wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych wyniósł 78,3 % (w sierpniu wynosił natomiast 78,2 %). Wspomniany wzrost aktywności znalazł również odzwierciedlenie w indeksach ISM oraz PMI dla przemysłu za październik. Indeks ISM, wzrósł z 51,5 (dane za wrzesień) do 51,7 punkta, przy oczekiwaniach na poziomie 51,5 punkta. Wskaźnik PMI wyniósł natomiast 51 punktów, przy prognozie 51,3 punktów i poprzednim poziomie 51,3 punktów. Zamówienia w przemyśle we wrześniu wzrosły o 2,15 % r/r (4,8 % m/m, wobec prognozy wynoszącej 4,5 % m/m), i poprzedniej wartości -2,33 % r/r (-5,2 m/m).
- ◆ **Miała miejsce poprawa sytuacji na rynku nieruchomości,** co znalazło wyraz we wzroście liczby sprzedanych nowych domów z 368 tys. w sierpniu do 389 tys. we wrześniu. Oprócz tego, nastąpił znaczący wzrost liczby rozpoczętych budów domów z 750 tys. w sierpniu do 872 tys. we wrześniu. Miał także miejsce wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę domów z 803 tys. w sierpniu do 894 tys. we wrześniu. Poprawę koniunktury na rynku nieruchomości odzwierciedla ponadto indeks S&P Case/Shiller dla 20 metropolii, ilustrujący zmiany cen nieruchomości. Wartość tego wskaźnika za sierpień wyniosła 2% r/r (co było zgodne z prognozami), wobec poprzedniej wartości 1,2 %.
- ◆ **W sierpniu deficyt handlowy wyniósł 44,2 mld. USD, w porównaniu do 44,5 mld. USD w lipcu,** co wynika z danych opublikowanych przez Departament Handlu. Amerykański eksport spadł o 1 %, natomiast import – o 0,1 %. Obniżenie eksportu ropy i chemikaliów było głównym czynnikiem, który przyczynił się do spadku ogólnego wolumenu eksportu, mimo że nastąpił wzrost eksportu dóbr kapitałowych, a ponadto rekordowy wzrost eksportu usług (głównie biznesowych i transportowych) do poziomu 52,8 mld. USD. Według osobnych danych rządowych, ceny dóbr importowanych wzrosły o 1,1 %, natomiast dóbr eksportowanych – o 0,8 %.
- ◆ **We wrześniu miał miejsce wzrost sprzedaży detalicznej o 5,4 % r/r.** Przyczyniło się do niego w głównej mierze zwiększenie detalicznej sprzedaży samochodów (9,3 % r/r), benzyny (5,8 % r/r) i materiałów budowlanych (4,5 % r/r).
- ◆ **We wrześniu nastąpił wzrost dochodów i wydatków amerykańskich konsumentów,** jak wynika z danych opublikowanych przez Departament Handlu. Dochody wzrosły, zgodnie z oczekiwaniami, o 3,88 % r/r (0,4 % m/m), wobec wzrostu w sierpniu o 3,59 % r/r (0,1 % m/m), natomiast wydatki – o 3,82 % r/r (0,8 % m/m), wobec wzrostu w sierpniu o 3,56 % r/r (0,5 % m/m) i oczekiwań na poziomie 0,6 % m/m.
- ◆ **Nastąpiła również poprawa nastroju konsumentów,** co jest odzwierciedlone przez wzrost indeksu nastroju konsumentów z poziomu 78,3 punkta we wrześniu do poziomu 82,6 punkta w październiku. Poprawę nastrojów ilustruje również indeks zaufania konsumentów Conference Board za październik. Jego wartość wyniosła 72,2, wobec prognozy na poziomie 72,5 oraz wartości za wrzesień na poziomie 70,3. Do poprawy nastrojów przyczyniło się polepszenie sytuacji na rynku pracy.
- ◆ **Nastąpiła relatywna poprawa na amerykańskim rynku pracy.** We wrześniu nastąpił znaczący spadek stopy bezrobocia do poziomu 7,8 % z 8,1 % w sierpniu, natomiast w październiku bezrobocie nieznacznie wzrosło do poziomu 7,9 %, co było zgodne z prognozami. Ponadto, według raportu Bureau of Labor Statistics, obrazującego zmianę zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, w październiku nastąpił przyrost tego zatrudnienia o 171 tys. wobec prognoz na poziomie 125 tys. i wartości 114 tys. we wrześniu. Zgodnie z tym raportem, przyrost zatrudnienia w sektorze prywatnym w październiku wyniósł 184 tys, wobec prognoz na poziomie 125 tys. i wartości za wrzesień wynoszącej 104 tys.
- ◆ **Wskaźnik inflacji CPI za wrzesień wyniósł 2 % r/r,** wobec prognoz na poziomie 1,9 % r/r.

Do wzrostu wskaźnika przyczyniło się w głównej mierze zwiększenie cen benzyny. Wskaźnik inflacji bazowej za wrzesień również wyniósł 2 % r/r i był zgodny z prognozami.

- ♦ **Deficyt budżetowy USA na rok budżetowy 2012 wynosi 1, 089 bln. USD**, według danych Departamentu Skarbu. Dla porównania, w 2011 r. deficyt wyniósł 1,297 bln. USD. Zmniejszenie deficytu nastąpiło głównie dzięki większym wpływom z podatku CIT oraz zmniejszeniu wydatków publicznych. Wpływy sięgnęły łącznie 2,449 bln. USD, co stanowiło wzrost o 6,4 % w porównaniu do poprzedniego roku. Tegoroczny deficyt stanowi 7 % PKB, natomiast ubiegłoroczny sięgał poziomu 8,7 % PKB. W ujęciu miesięcznym, we wrześniu zanotowano natomiast nadwyżkę budżetową w wysokości 75 mld. USD, co jest w głównej mierze wynikiem przesunięcia wypłaty zasiłków na sierpień z powodu dni wolnych od pracy.

## **2. Japonia**

- ♦ **Międzynarodowy Fundusz Walutowy opublikował nowe prognozy dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w Japonii.** Wg. prognoz zawartych w październikowym raporcie MFW pt.: „World Economic Outlook”, tempo wzrostu gospodarczego ma wynieść 2,2 % w 2012 r. (według prognozy z lipca: 2,4 %) oraz 1,2 % w 2013 r. (podczas gdy w lipcowej prognozie MFW przyjął 1,5 %). Obecnie wzrostowi gospodarczemu sprzyja złagodzenie polityki pieniężnej ogłoszone we wrześniu przez Bank Japonii. Obniżenie prognozy tempa wzrostu gospodarczego na 2013 r. wynika z faktu, że MFW szacuje, iż wyhamuje intensywność rekonstrukcji kraju po klęsce żywiołowej z marca 2011 r. MFW zakłada, że inflacja CPI w Japonii w 2012 r. wyniesie 0 %, a w 2013: - 0,2 %, natomiast bezrobocie: 4,5 % w 2012 r. i 4,4 % w 2013 r.
- ♦ **Znacząca wysokość długu publicznego oraz nadmierna ekspozycja japońskich banków na ten dług zostały zidentyfikowane jako główne zagrożenie dla stabilności finansowej w Japonii w średnim okresie**, jak wynika z październikowego raportu MFW pt. „Global Financial Stability Report”. Wg. danych MFW zawartych w publikacji „Fiscal Monitor” z października., wartość długu publicznego w relacji do PKB w 2011 r. wyniosła 229,6 %, natomiast w roku 2012 i 2013 prognozowany jest wzrost tej relacji do odpowiednio 236,6 % oraz 245,0 % PKB.
- ♦ **Bank Japonii również obniżył oceny sytuacji gospodarczej w 8 z 9 japońskich regionów, jak wynika z raportu regionalnego.** Do obniżenia ocen przyczyniły się napięcia polityczne pomiędzy Japonią a Chinami, związane ze sporem terytorialnym o wyspy Senkaku oraz spowolnienie światowego wzrostu gospodarczego, mające obok mocnego jena, negatywny wpływ na japoński eksport.
- ♦ **Ukazał się półroczny raport Banku Japonii na temat perspektyw japońskiej gospodarki**, w którym dokonano korekty w dół szacunków dotyczących PKB w roku fiskalnym 2012/2013 z poziomu 2,2 % (szacunki z lipca) do poziomu 1,5 %. Korekta dotyczy też roku fiskalnego 2014/2015, na który prognozę wzrostu PKB zrewidowano z poziomu 1,7 % (prognoza z lipca) do poziomu 1,6 %. Ponadto, bank centralny przewiduje, że w roku fiskalnym 2014/2015 wzrost gospodarczy będzie na poziomie 0,6%.
- ♦ **Bank Japonii podczas posiedzenia w dniu 30 października podjął decyzję o dalszym złagodzeniu polityki pieniężnej celem walki z deflacją i pobudzenia gospodarki stojącej na progu recesji.** Złagodzenie to miało miejsce poprzez zwiększenie o 11 bln. JPY, do poziomu 66 bln. JPY, środków na program skupu aktywów. Środki przewidziane na program tanich pożyczek dla przedsiębiorstw zostały natomiast utrzymane na poziomie 25 bln. JPY. Oba programy będą trwać do końca 2013 r. i mają na celu wsparcie dla japońskiej gospodarki. Na posiedzeniu zdecydowano ponadto o uruchomieniu nowego programu długoterminowych, tanich pożyczek dla banków, jednak bez ustalenia maksymalnego budżetu tego programu. Jednocześnie główną stopę procentową utrzymano na poziomie 0-0,1 %.
- ♦ **Wskaźnik produkcji przemysłowej wyniósł -8,1 % r/r** (-4,1 % m/m, wobec prognoz na poziomie -3,2 % m/m), i poprzedniej wartości na poziomie -4,6% r/r (-1,6 % m/m). Ujemny



## **Departament Analiz i Skarbu**

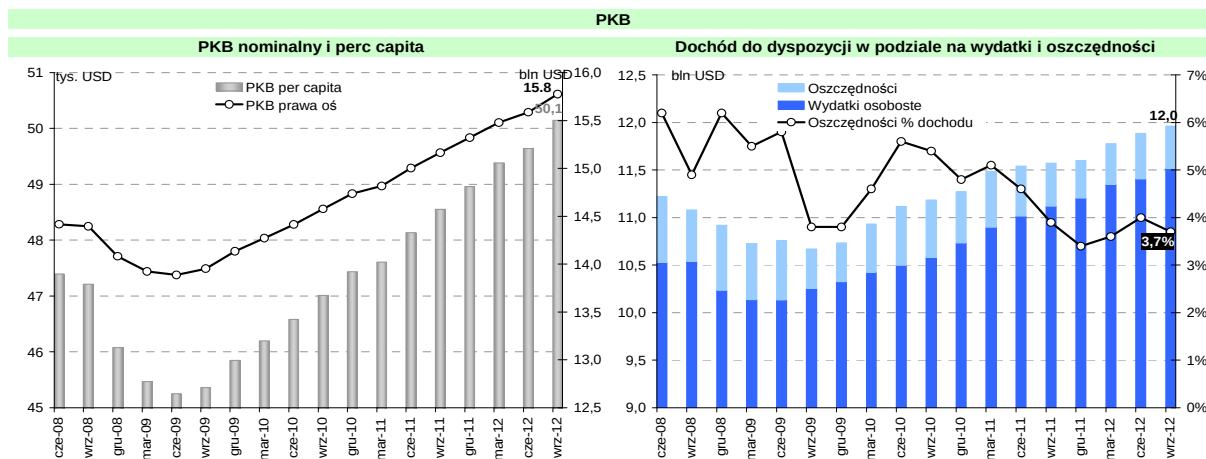
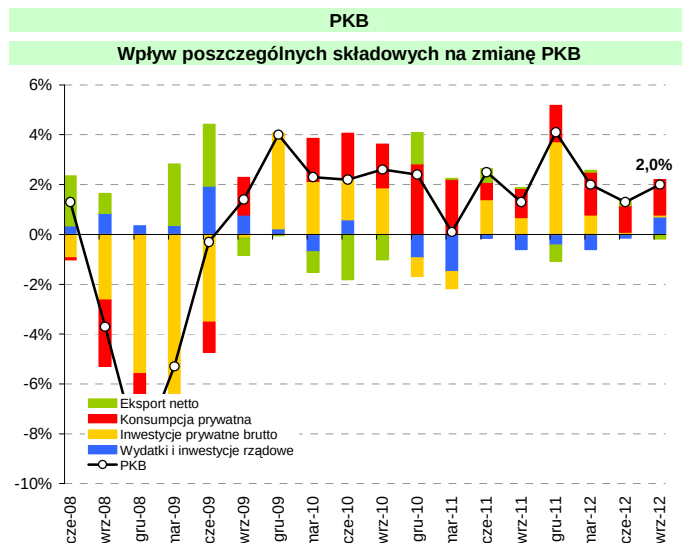
wzrost produkcji przyczynił się do obniżenia przez japoński rząd miesięcznych prognoz dla gospodarki po raz trzeci z rzędu.

- ◆ **Pogorszyły się nastroje wśród japońskich przedsiębiorstw z sektora przemysłu**, co jest odzwierciedlone spadkiem indeksu Tankan za wrzesień do -3, w porównaniu do -1 w lipcu.
- ◆ **We wrześniu nastąpił spadek eksportu wynoszący 10,3 % r/r., a także wzrost importu o 4,1 % r/r.** Deficyt handlowy wyniósł 558,6 mln JPY. Główną przyczyną spadku japońskiego eksportu było zmniejszenie dostaw produktów do Chin o 14,1 % r/r. oraz do UE o 21,1 % r/r. Do sytuacji tej przyczyniły się napięcia w relacjach z Chinami, związane ze sporem terytorialnym o wyspy Senkaku i skutkujące bojkotem japońskich towarów. Oprócz tego, niższy popyt na japoński eksport był spowodowany recesją w strefie euro, mocnym kursem jena oraz spowolnieniem światowego wzrostu gospodarczego.
- ◆ **Nadwyżka japońskiego bilansu obrotów bieżących wyniosła w sierpniu 454,7 mld. JPY, co stanowiło wzrost o 4,2 % r/r.** Był to pierwszy miesięczny wzrost od lutego 2011 r.
- ◆ **Wskaźnik sprzedaży detalicznej za wrzesień wyniósł 0,4 % r/r**, wobec prognoz na poziomie 1 % oraz wartości za sierpień wynoszącej 1,7 %.
- ◆ **Wskaźnik wydatków gospodarstw domowych za wrzesień, wynosi -0,9 % r/r**, wobec prognoz na poziomie 0,6 % r/r i wartości 1,8 % r/r za sierpień.
- ◆ **Stopa bezrobocia we wrześniu wyniosła 4,2 %**, co było zgodne z prognozami. Poziom ten był równy stopie za sierpień.
- ◆ **Wskaźnik inflacji CPI wyniósł -0,3 % r/r, wobec -0,4 % r/r w sierpniu.** Wskaźnik inflacji bazowej był natomiast na poziomie -0,1 % r/r, wobec -0,3 % r/r w sierpniu oraz wobec oczekiwań na poziomie -0,2 % r/r. Dane na temat inflacji odzwierciedlają spowolnienie gospodarcze wywołane słabym popytem zewnętrznym i mocnym jenem, a także przekładają się na wzrost presji na Bank Japonii co do złagodzenia polityki pieniężnej oraz zwiększenia programu skupu aktywów o 10 bln. JPY.
- ◆ **Premier Yoshihiko Noda zapowiedział uruchomienie do końca listopada nowej rundy stymulowania ekonomii**, której celem będzie zmniejszenie deflacji, spadek kursu jena, intensyfikacja rekonstrukcji kraju po trzęsieniu ziemi oraz rozluźnienie regulacji działalności gospodarczej. Szczegóły programu mają zostać ujawnione w czasie późniejszym. Tym niemniej, mają miejsce rządowe próby wzmacniania przedsiębiorstw, czego przejawem są np. plany zainwestowania przez wspierany przez rząd Innovation Network Corp of Japan (INCJ) w udziały Renesas Electronics. Japońskie przedsiębiorstwa mikroelektroniczne zmagają się z silną konkurencją ze strony przedsiębiorstw z Tajwanu i Korei Płd.
- ◆ **Japonia zadeklarowała wsparcie w wysokości 12 mln. USD dla zarządzanego przez Bank Światowy funduszu MENA** (Middle East/North Africa Transition Fund), przeznaczonego na pomoc dla gospodarek krajów arabskich, w których miały miejsce powstania (Tunezja, Egipt, Libia) i reformy polityczne (Maroko, Jordan).

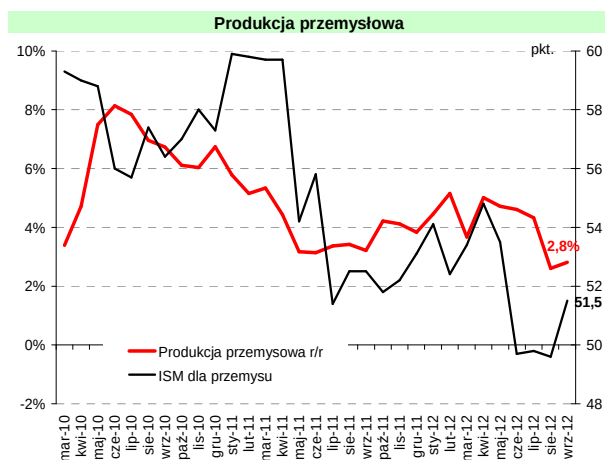


## Stany Zjednoczone

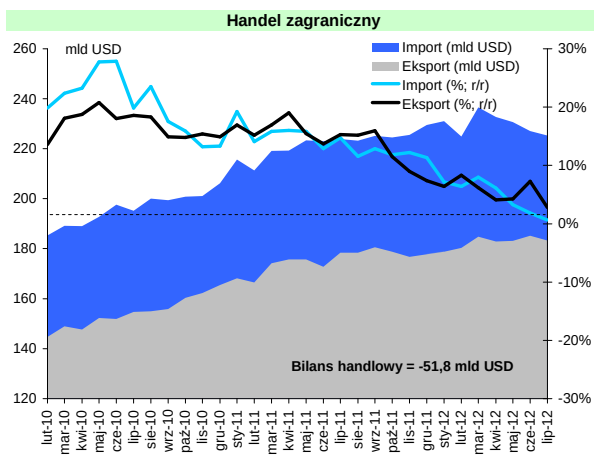
### Wzrost gospodarczy



### Produkcja przemysłowa

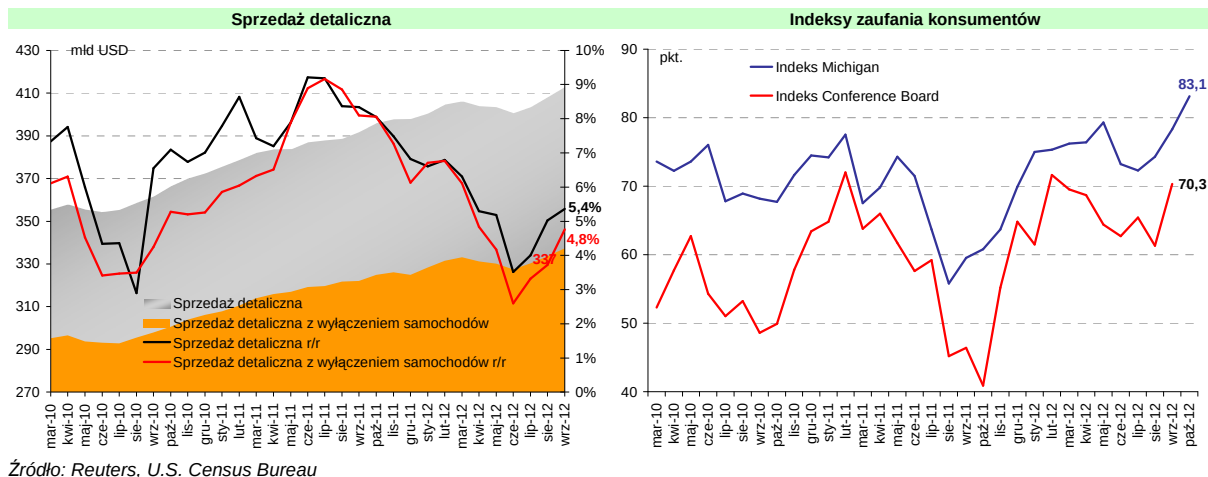


### Handel zagraniczny



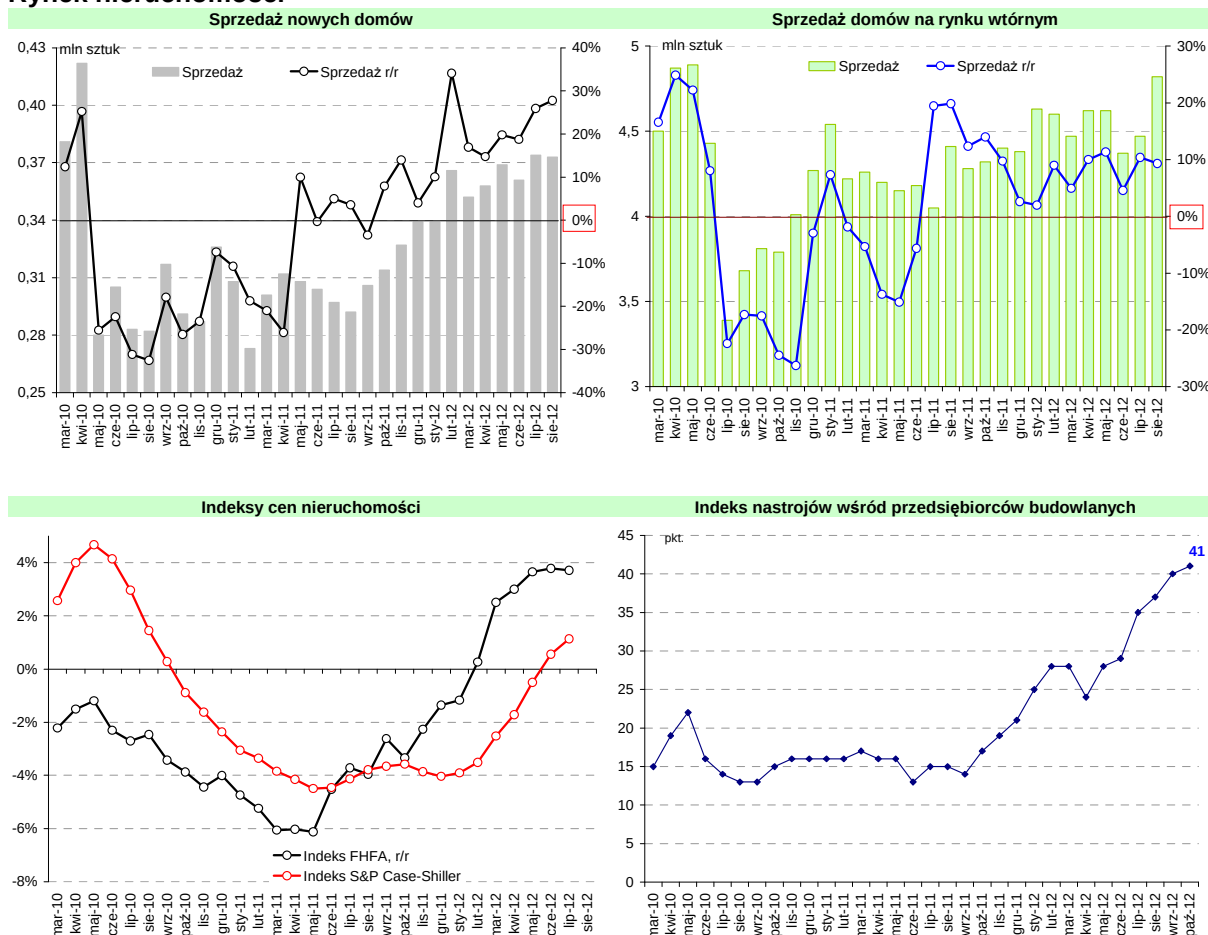
Źródło: Reuters

## Sprzedaż detaliczna



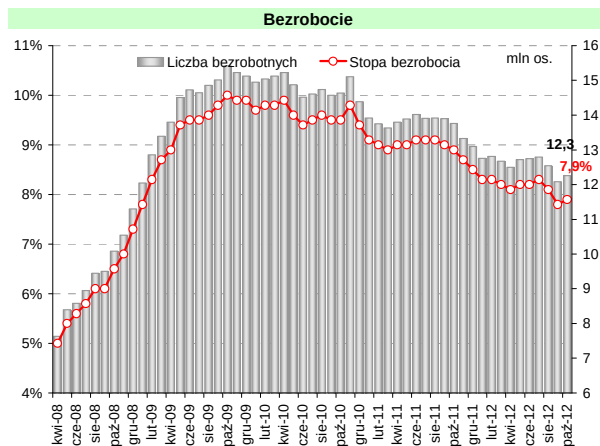
Źródło: Reuters, U.S. Census Bureau

## Rynek nieruchomości

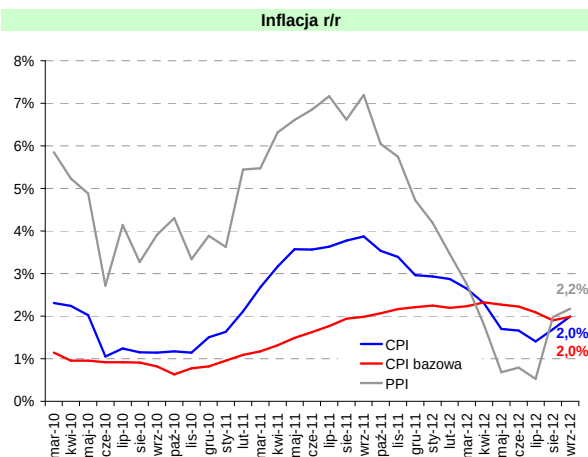


Źródło: Reuters, Federal Housing Finance Agency

## Rynek pracy

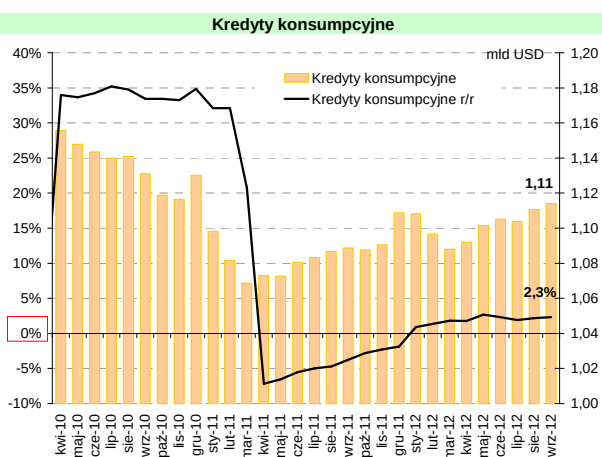
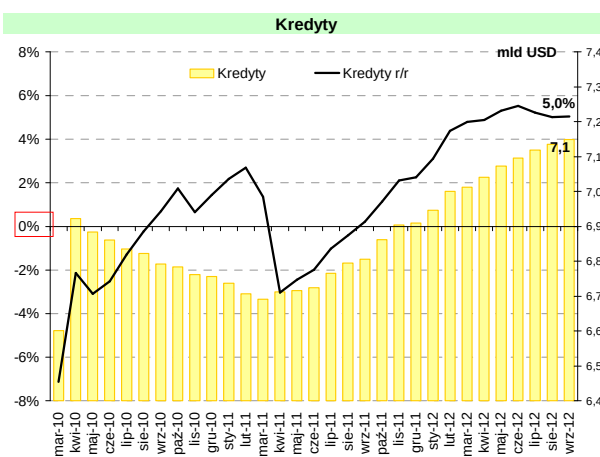
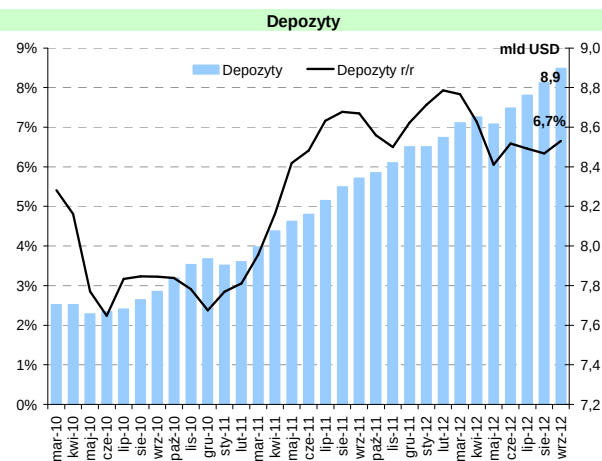
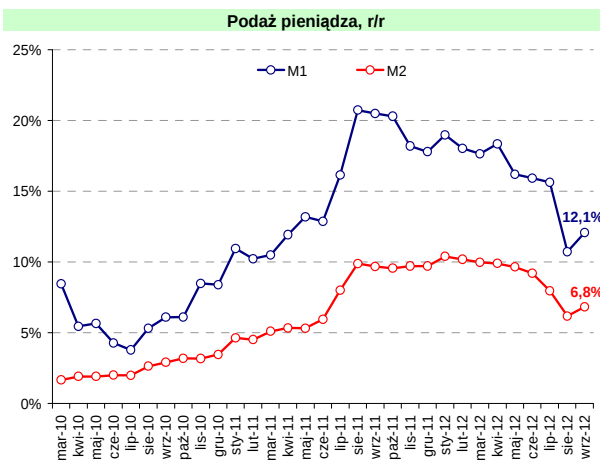


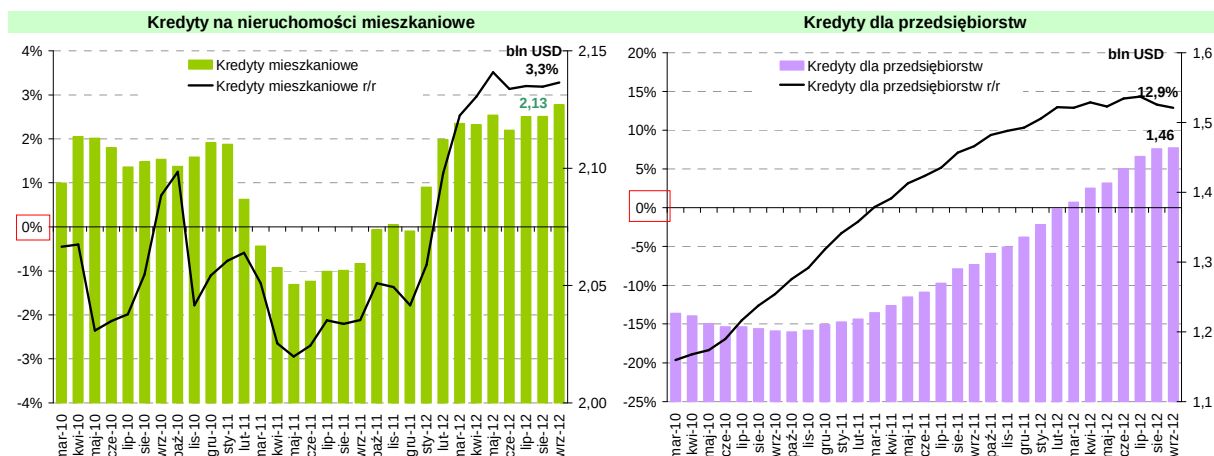
## Inflacja



Źródło: Reuters

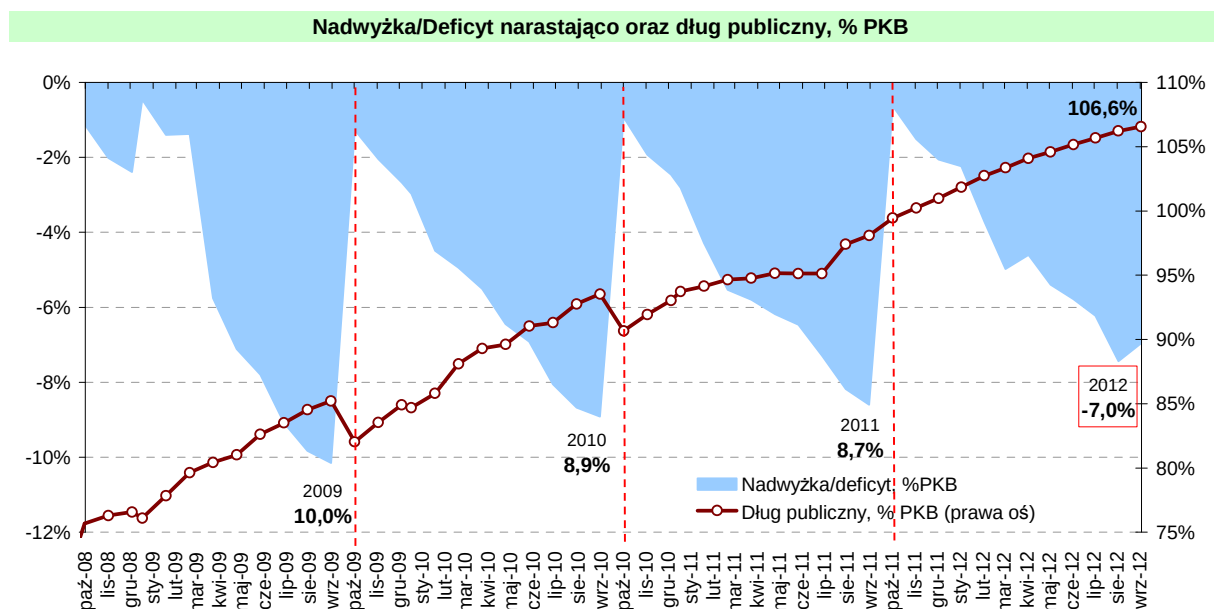
## Podaż pieniądza





Źródło: Federal Reserve

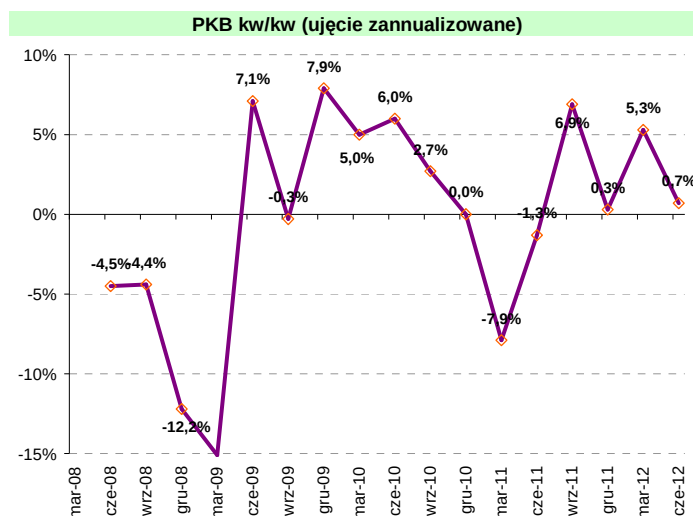
## Finanse publiczne



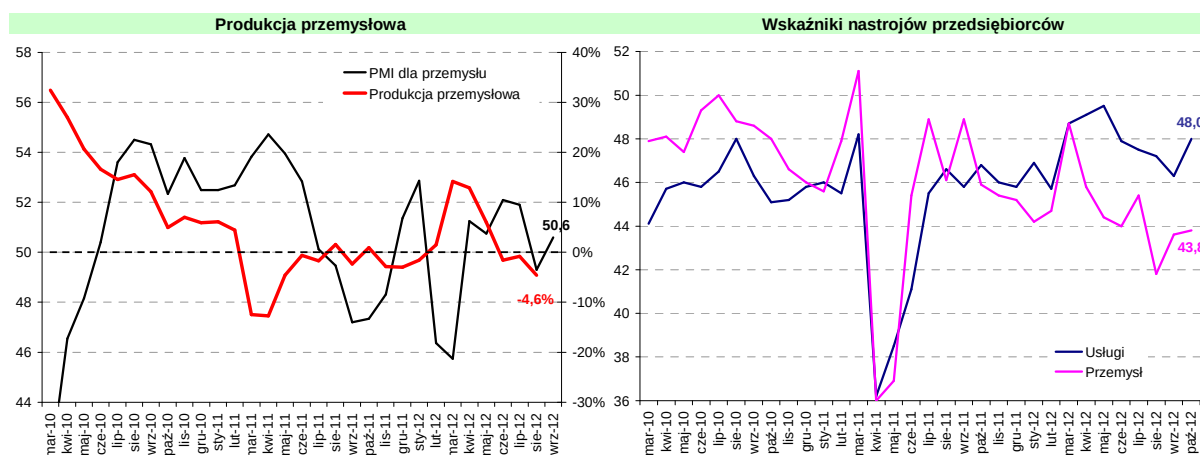
Źródło: U.S. Department of Treasury; rok fiskalny w USA trwa od 1 października do 30 września

## Japonia

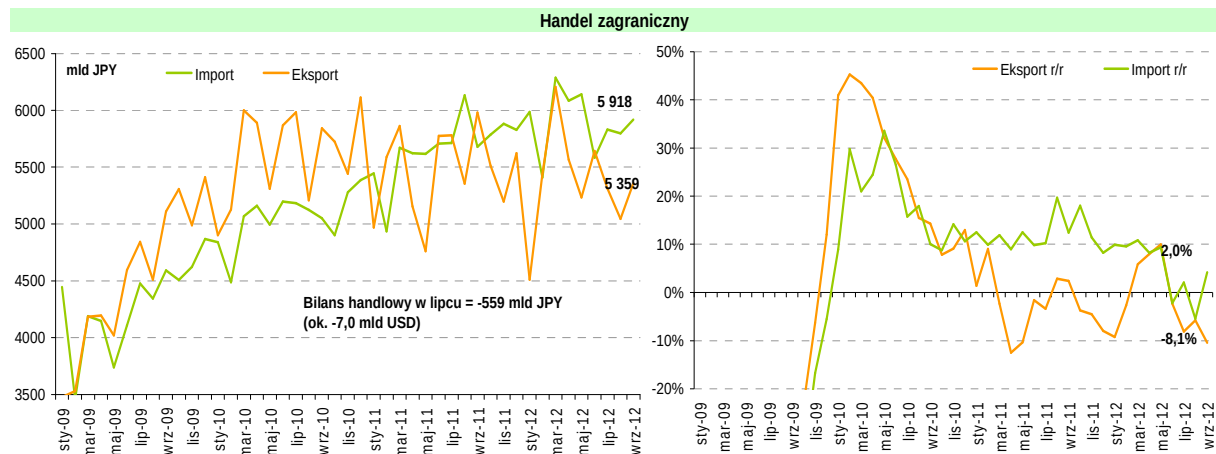
### Wzrost gospodarczy



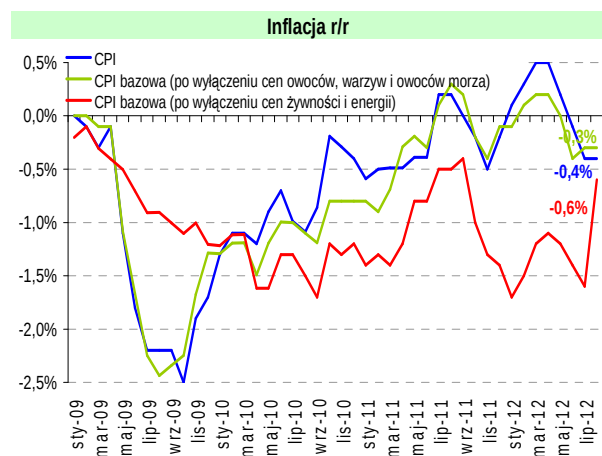
### Produkcja przemysłowa



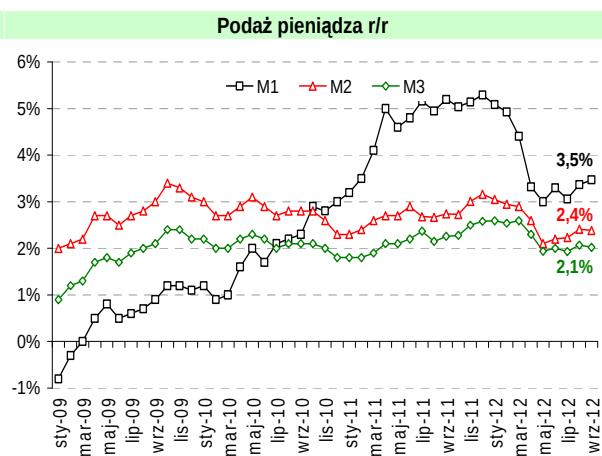
## Handel zagraniczny



## Inflacja



## Podaż pieniądza



**BRIC – Brazylia, Rosja, Indie, Chiny****Prognozy spowolnienia gospodarczego w Azji**

Bank Światowy oraz Azjatycki Bank Rozwoju opublikowały prognozy, w których wskazują na spowolnienie gospodarcze w krajach azjatyckich.

- ♦ Bank Światowy obniżył prognozę wzrostu gospodarczego gospodarek Azji Wschodniej na 2012 r. z 7,6% do 7,2%, a Chin z 8,2% do 7,7%. BŚ wskazuje, że sytuacja gospodarki światowej pozostaje niepewna, a aktywność gospodarcza w gospodarkach rozwiniętych rozczarowuje, pomimo ograniczenia niepokoju na rynkach finansowych w ostatnich miesiącach. Konsekwencją jest obniżony popyt na produkty eksportowe z Azji Wschodniej, a handel nie przyczynia się do wzrostu gospodarczego regionu. Znaczenie odgrywa popyt wewnętrzny, którego spowolnienie jest jednak obserwowane w Chinach. Popyt wewnętrzny ma przyczynić się do umiarkowanego ożywienia gospodarczego regionu w przyszłym roku.
- ♦ Azjatycki Bank Rozwoju obniżył prognozę wzrostu gospodarczego wschodzących gospodarek azjatyckich na 2012 r. z 6,9% do 6,1%. Raport instytucji wskazuje, że wzrost gospodarczy Azji jest hamowany przez osłabienie gospodarcze na świecie oraz ograniczony popyt wewnętrzny w Chinach i Indiach. Perspektywy wzrostu dwóch najważniejszych gospodarek regionu są ograniczane przez czynniki wewnętrzne i zewnętrzne. W obu krajach nastąpił znaczny spadek dynamiki eksportu, ponadto opóźniony wpływ zacieśniania polityki monetarnej, normalizacja polityki fiskalnej w obu gospodarkach i opóźnienia we wprowadzaniu reform w Indiach przyczyniły się do spadku inwestycji i konsumpcji, szczególnie w sektorze nieruchomości oraz infrastrukturze.

| Prognoza Azjatyckiego Banku Rozwoju                        |      |      |      |      |
|------------------------------------------------------------|------|------|------|------|
|                                                            | 2011 | 2012 | 2013 |      |
| Chiny                                                      | 9,3  | 7,7  | 8,1  |      |
| Indie                                                      | 6,5  | 5,6  | 6,7  |      |
| Wschodzące gospodarki azjatyckie                           | 7,2  | 6,1  | 6,7  |      |
| Prognoza Banku Światowego                                  |      |      |      |      |
|                                                            | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| Chiny                                                      | 10,4 | 9,3  | 7,7  | 8,1  |
| Wschodzące gospodarki Wschodniej Azji (z wyłączeniem Chin) | 7,0  | 4,3  | 5,3  | 5,5  |

Źródło: ADB, Bank Światowy

**1. Chiny**

- ♦ W III kwartale 2012 r. dynamika PKB wyniosła w Chinach 7,4% r/r, podczas gdy w poprzedzającym kwartale 7,6% r/r. Był to siódmy z kolei kwartał, w którym odnotowano spowolnienie wzrostu gospodarczego. W pierwszych dziewięciu miesiącach roku wzrost wyniósł 7,7% r/r, a chiński urząd statystyczny zapewnia, że kraj osiągnie w 2012 r. planowany wzrost na poziomie 7,5% r/r.
- ♦ We wrześniu nastąpił znaczny wzrost chińskiego eksportu – o 9,9% r/r, podczas gdy w poprzedzającym miesiącu wzrost wyniósł 2,7% r/r. Import wzrósł o 2,4% r/r (w sierpniu dynamika importu była ujemna i wyniosła -2,6% r/r). W efekcie, Chiny zanotowały nadwyżkę w wymianie handlowej w wysokości 27,7 mld USD. Korzystne dane dot. chińskiego eksportu łagodzą obawy przed spowolnieniem gospodarczym w kraju, mogą też świadczyć o pewnym ożywieniu wśród partnerów handlowych Chin. W 2011 r. eksport wygenerował 31% PKB Chin.
- ♦ Dynamika produkcji przemysłowej wzrosła we wrześniu do 9,2% r/r z 8,9% w sierpniu. Dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 14,2% z 13,2%.



Indeks PMI dla przemysłu publikowany przez HSBC kształtował się w październiku na poziomie 49,1 pkt (wzrost z 47,9 pkt), wskaźnik ten utrzymuje się od roku na poziomie poniżej 50 pkt. Oficjalny indeks PMI wzrósł do 49,8 pkt z 49,2 pkt.

- ◆ We wrześniu inflacja CPI obniżyła się do poziomu 1,9% z 2,0%. Inflacja PPI obniżyła się do -3,6% z -3,5%. Deflacja na poziomie cen producentów utrzymuje się w Chinach od siedmiu miesięcy.

## **2. Indie**

- ◆ Agencja S&P wskazuje, że reformy ogłoszone we wrześniu przez rząd Indii, w tym podniesienie cen oleju napędowego i zezwolenie na większy udział w rynkach kapitału zagranicznego, pozytywnie wpłynęły na perspektywy gospodarcze kraju. Sytuacja gospodarcza Indii pozostaje jednak niepewna ze względu na brak stabilności popytu zewnętrznego, negatywny wpływ monsunu i paraliż polityczny.

Agencja prognozuje, że w roku fiskalnym kończącym się w marcu 2013 r. deficyt budżetowy Indii wyniesie 6,0% PKB na skutek niższych niż oczekiwane wpływów z podatków, spowolnienia gospodarczego i wyższego niż planowano poziomu dotacji. Na problemy fiskalne wpływa też pogarszająca się sytuacja finansowa państwowych spółek energetycznych.

- ◆ W sierpniu dynamika produkcji przemysłowej w Indiach wyniosła 2,7% r/r, podczas gdy miesiąc wcześniej było to 0,1% r/r. Indeks PMI dla przemysłu wskazywał we wrześniu 52,8 pkt (utrzymał się na poziomie z sierpnia br.).

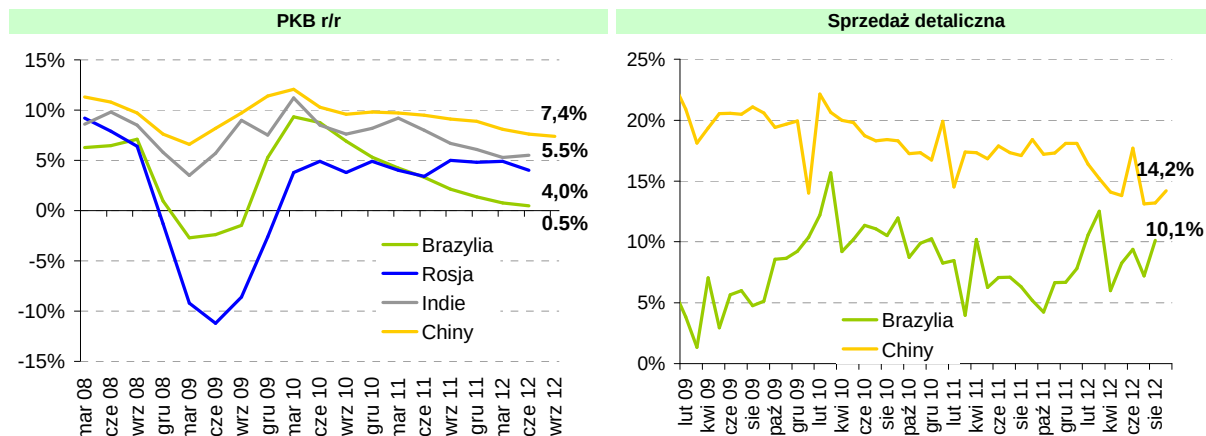
Indeks PMI dla sektora usług wzrósł we wrześniu z 55,0 do 55,8 pkt.

- ◆ We wrześniu inflacja w Indiach kształtowała się na poziomie 7,81% (miesiąc wcześniej 7,55%). Średniookresowy cel inflacyjny Banku Rezerw Indii wynosi 4-5%.

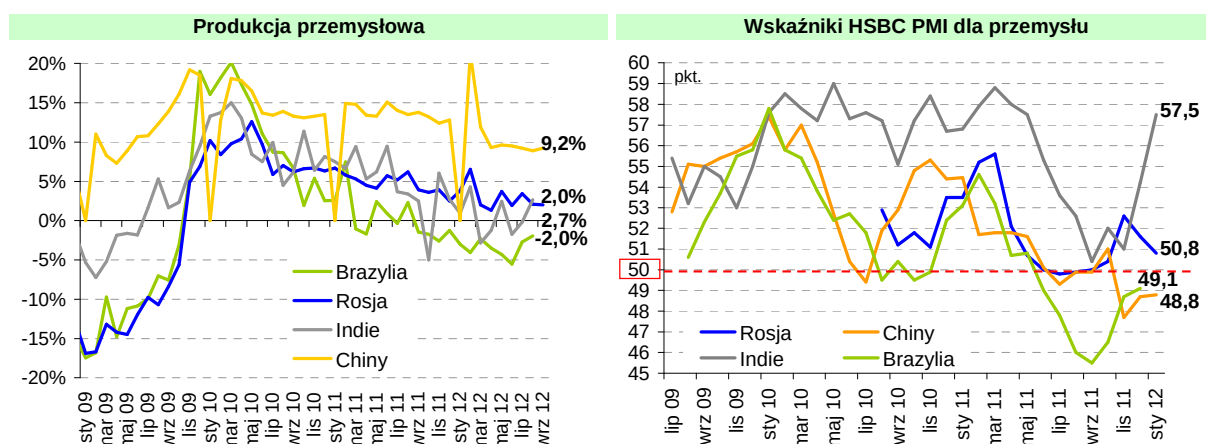
## **3. Brazylia**

- ◆ MFW w raporcie nt. gospodarek Ameryki Łacińskiej i Karaibów wskazał, że spowolnienie gospodarcze w regionie było szczególnie widoczne w Brazylii. Niepewność co do gospodarki światowej oraz zacieśnianie polityki monetarnej wywarło wpływ zwłaszcza na inwestycje prywatne. Prognozy dynamiki PKB dla kraju na 2012 r. zostały obniżone z 3,1% do 1,5%, ożywienie gospodarcze (wzrost na poziomie 4%) jest oczekiwane w 2013 r. na skutek wprowadzanych działań wspierających gospodarkę.
- ◆ Brazylijski bank centralny obniżył w październiku główną stopę procentową z 7,5% do rekordowo niskiego poziomu 7,25%. We wrześniu, inflacja w Brazylii kształtowała się na poziomie 5,28%.

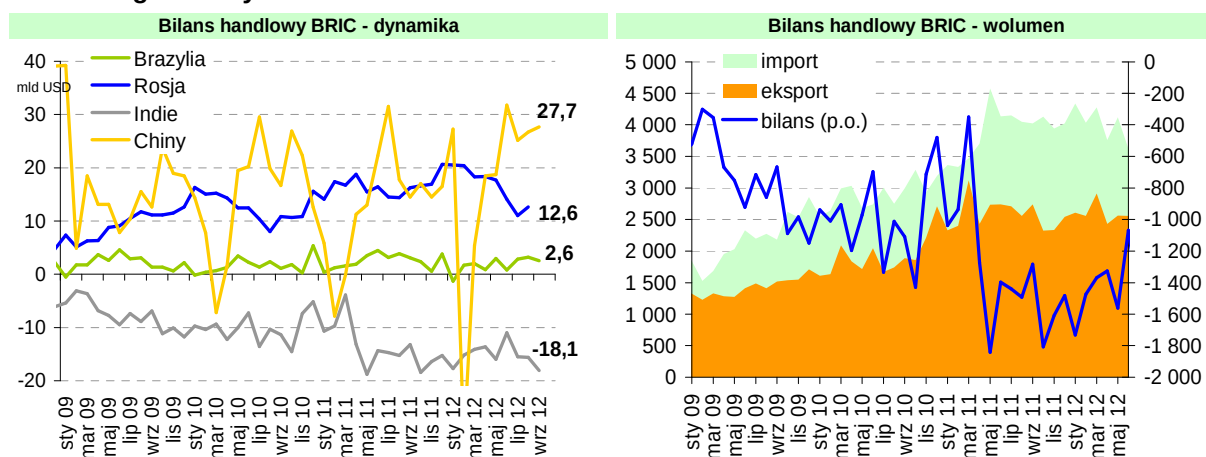
**Wzrost gospodarczy i sprzedaż detaliczna**



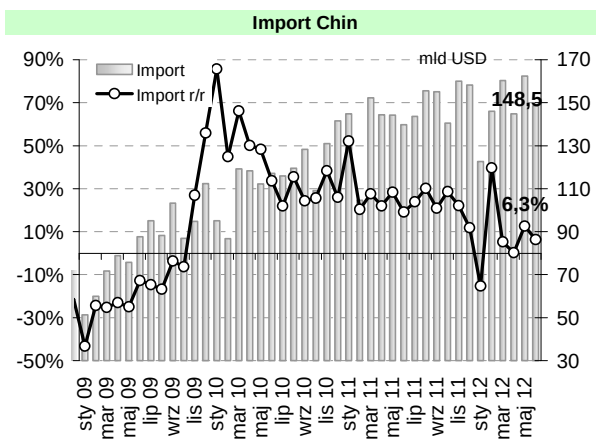
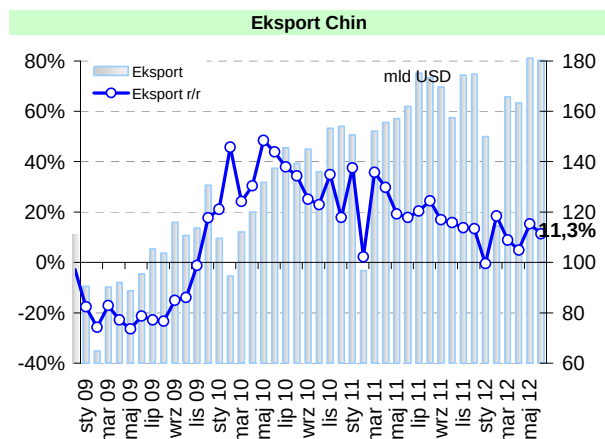
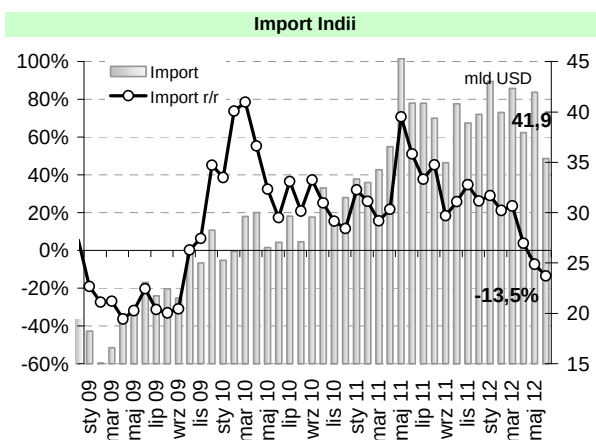
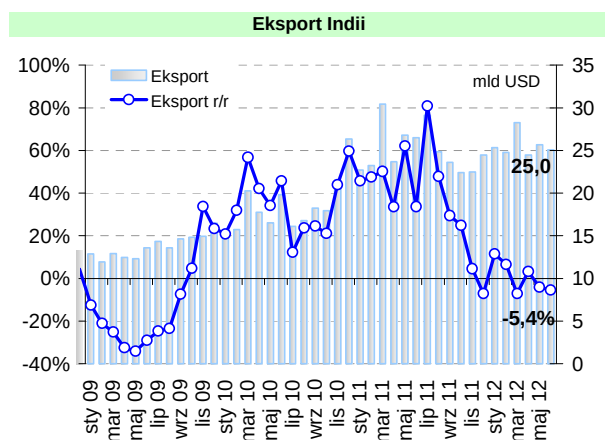
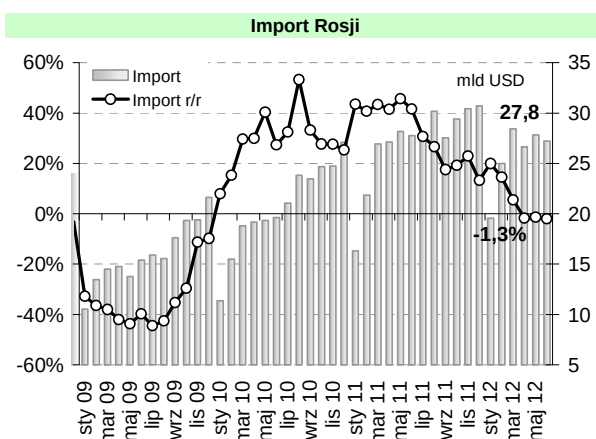
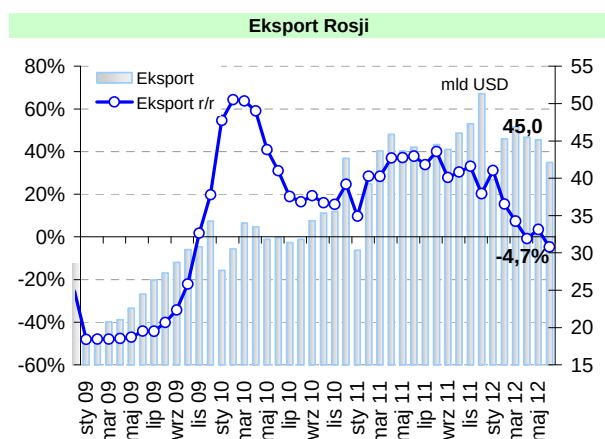
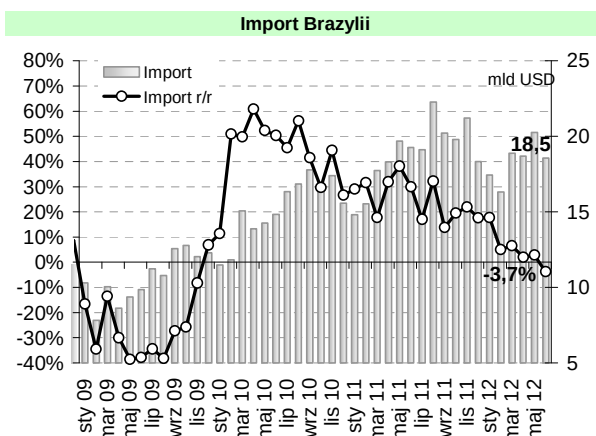
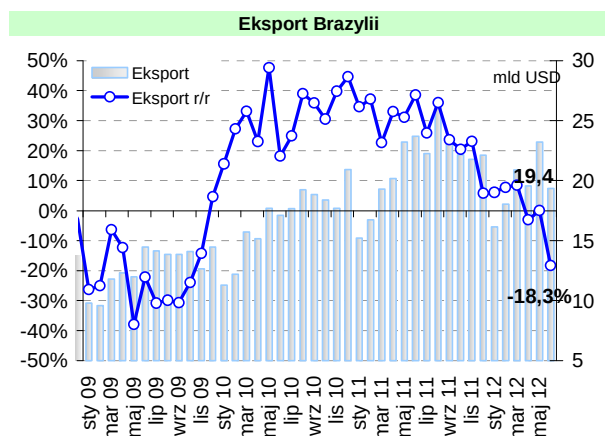
**Produkcja przemysłowa i wskaźniki PMI dla przemysłu**



**Handel zagraniczny**

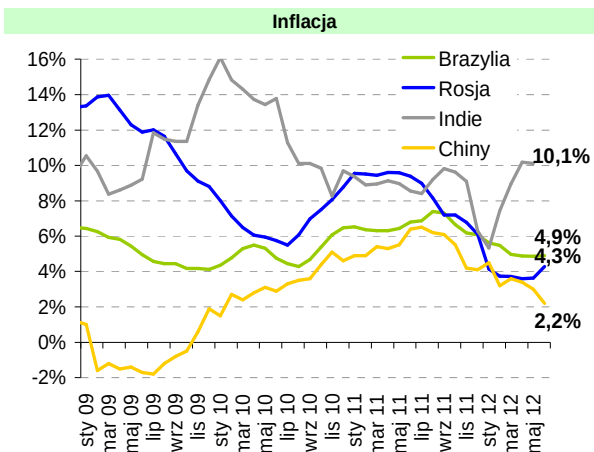
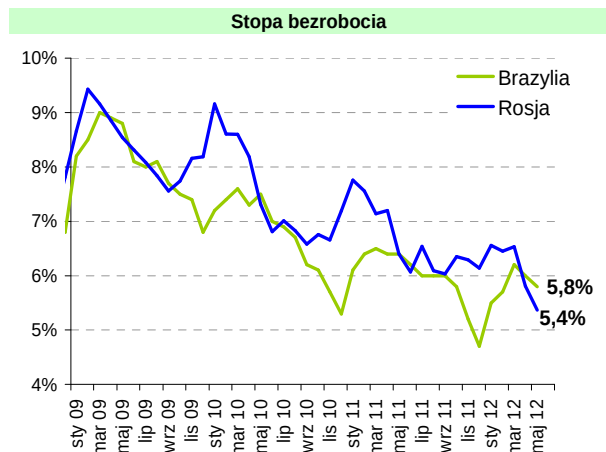


## Departament Analiz i Skarbu



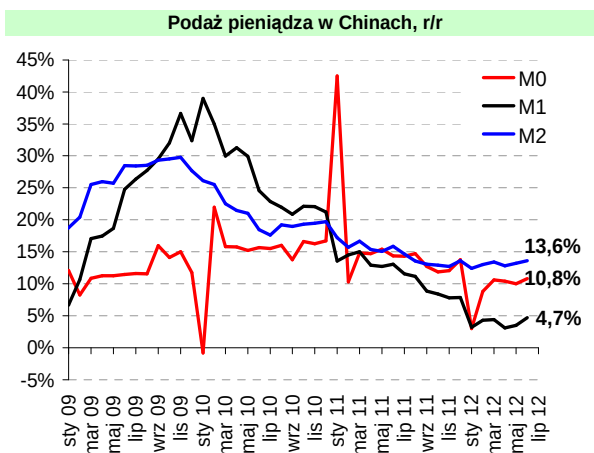
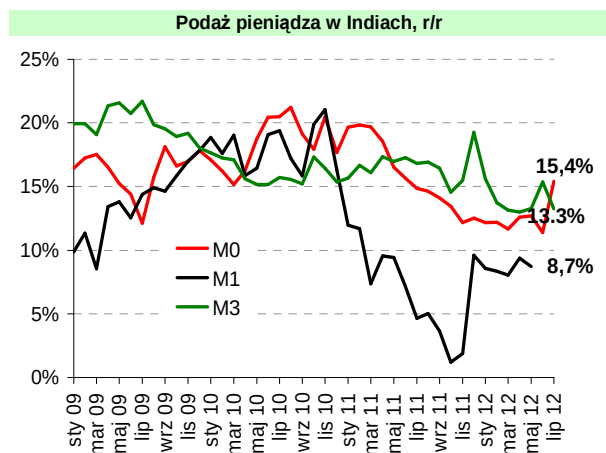
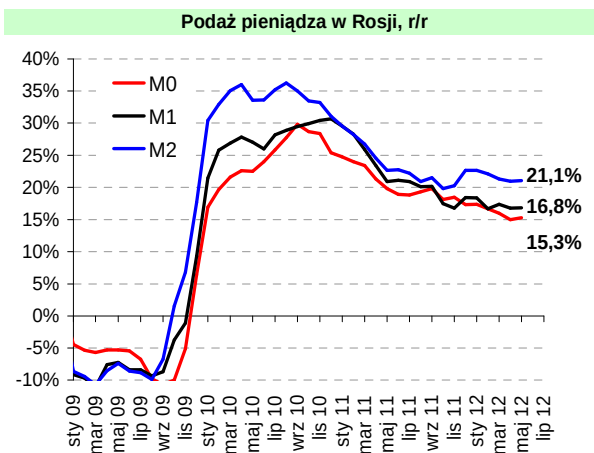
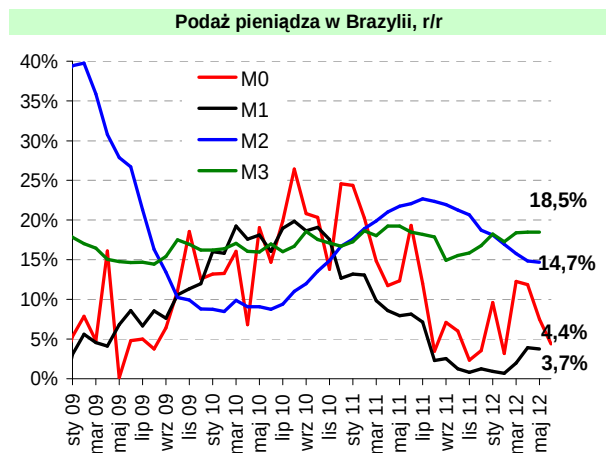
Źródło: DataStream

## Rynek pracy i inflacja



Źródło: DataStream

## Podaż pieniądza



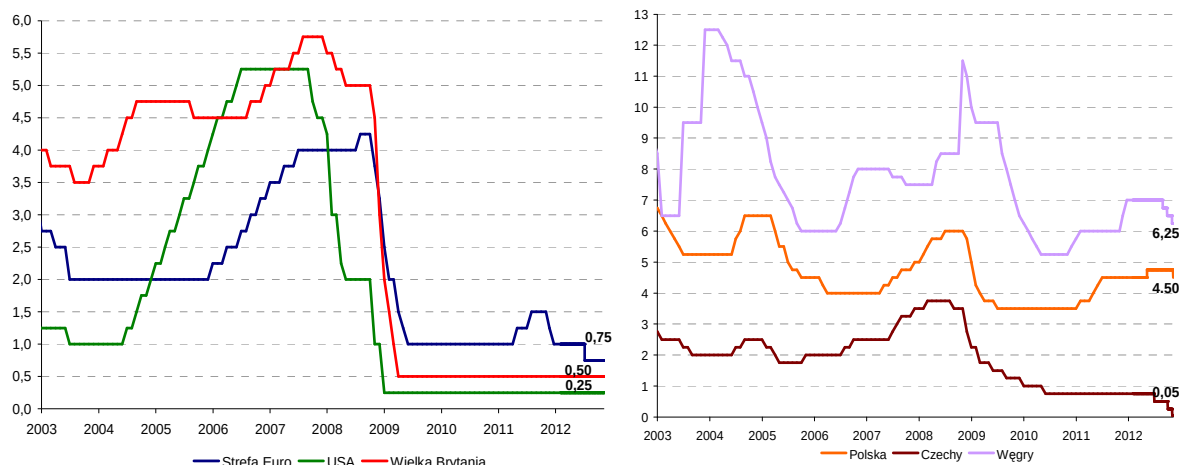
Źródło: DataStream



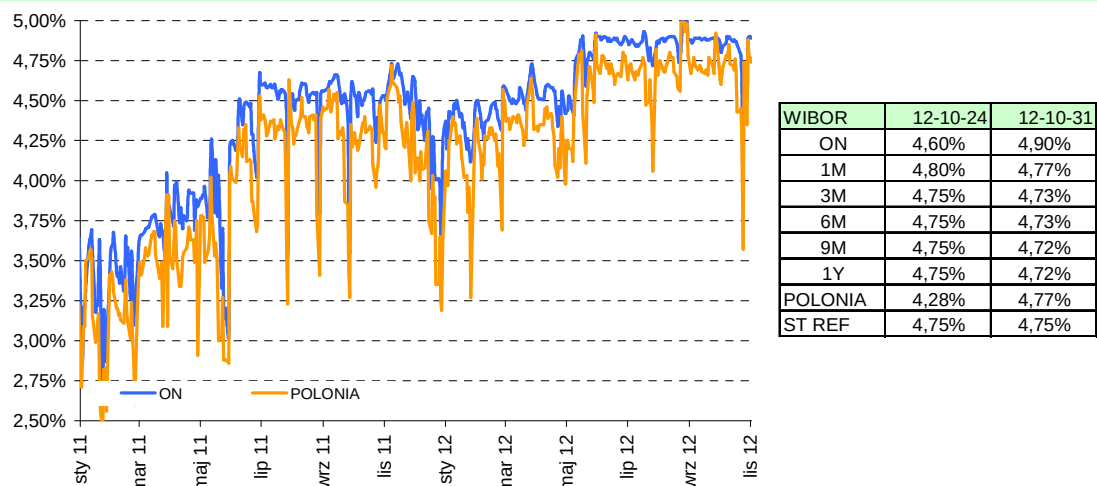
## **Polityka pieniężna banków centralnych**

- ◆ Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w listopadzie stopy procentowe o 25 p.b. do 4,50% dla stopy referencyjnej, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Wg prognoz oczekiwana jest jeszcze jedna obniżka o 25 p.b. w grudniu, a do końca 2013 r. redukcja o kolejne 50 p.b. do 3,75%. Na posiedzeniu RPP zapoznana się ponadto z nową projekcją inflacji i wzrostu gospodarczego NBP, zgodnie z którą inflacja oraz dynamika PKB w 2013 i 2014 r. ukształtują się na poziomie niższym niż oczekiwano w projekcji lipcowej.
- ◆ Banki Centralne Węgier i Czech w październiku kontynuowały luzowanie polityki pieniężnej, obniżając główne stopy procentowe – po raz trzeci w obecnym cyklu łagodzenia. Obniżenie stóp na Węgrzech o 25 p.b. do 6,25% było zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Obniżka w Czechach była niespodziewana – CNB obniżył stopę z 0,25% do 0,05%, aby wspierać wzrost gospodarczy, podczas gdy inflacja od początku 2012 r. pozostaje powyżej 3%.
- ◆ Na październikowym posiedzeniu Rada Europejskiego Banku Centralnego utrzymała główną stopę procentową na poziomie 0,75%. Podano, że ECB jest gotowy podjąć wszelkie dostępne działania w celu stabilizowania sytuacji, jednak podjęcie niezbędnych decyzji leży po stronie rządów państw strefy euro. Na konferencji po posiedzeniu Prezes Draghi ogłosił, że redukcja stóp procentowych nie była przez radę rozważana. Rynek oczekuje jednej obniżki o 25 p.b. w I kw. 2013 r.
- ◆ Zgodnie z oczekiwaniami Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) na październikowym posiedzeniu nie dokonał żadnych zmian w polityce pieniężnej. Podtrzymano gotowość do kontynuacji skupu aktywów finansowych i utrzymania obecnego poziomu stóp procentowych do połowy 2015 roku. Wskazano także na gotowość podjęcia dodatkowych działań, gdyby nie nastąpiła poprawa sytuacji na rynku pracy.
- ◆ Bank Japonii zwiększył na październikowym posiedzeniu program skupu aktywów o kolejne 11 bilionów jenów łagodząc politykę drugi miesiąc z rzędu (poprzednio 10 bilionów, łącznie ok. 90 bilionów jenów). Jednocześnie zdecydowano o utrzymaniu głównej stopy procentowej w przedziale 0-0,1%.
- ◆ Bank centralny Brazylii kontynuował łagodzenie polityki pieniężnej i obniżył główną stopę o 25 p.b. do 7,25%. Była to już 11 obniżka stóp w obecnym cyklu, który rozpoczął się w 2011 r., gdy stopa wynosiła 12,5%. Decyzja wynikała przede wszystkim ze spowolnienia wzrostu PKB kraju, który jest obecnie najniższy spośród państw BRIC.
- ◆ Australijski bank centralny pozostawił stopy procentowe na dotychczasowym poziomie 3,25%, podczas gdy prognozy rynkowe wskazywały na obniżkę o 25 p.b. Wg banku inflacja w Australii utrzymuje się na wyższym niż oczekiwano poziomie, a koniunktura w otoczeniu zewnętrznym nieznacznie się poprawiła. Nie wykluczona została jednak obniżka w nadchodzących miesiącach.

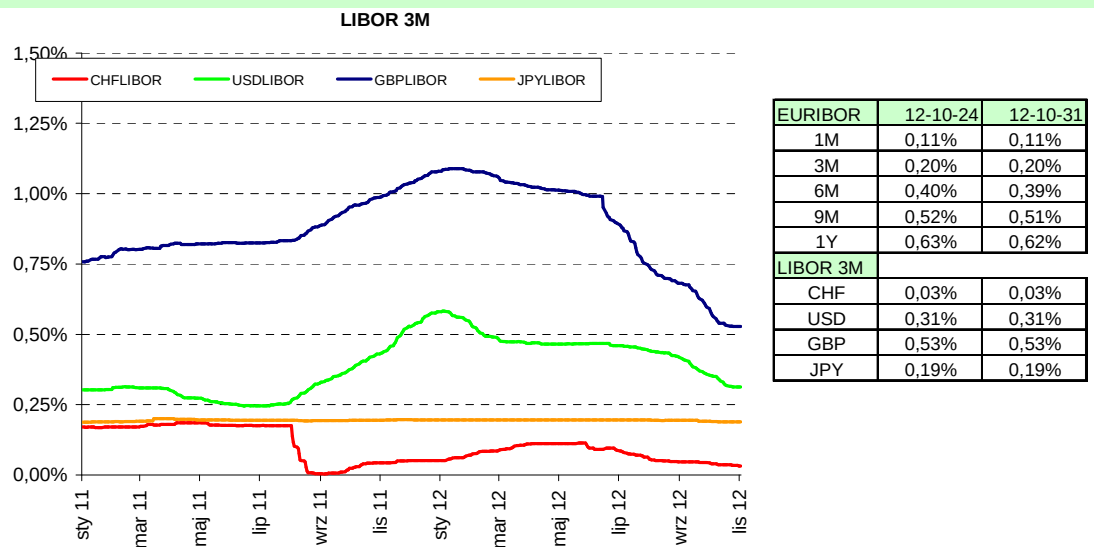
### Główne stopy procentowe banków centralnych (%)



### Stawki Wibor oraz Polonia



### Stawki Euribor oraz Libor

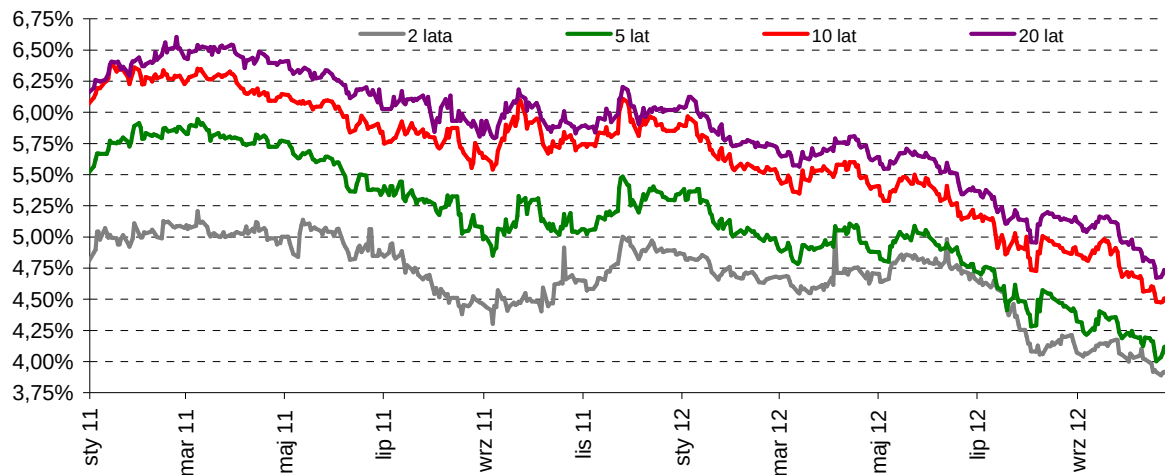


## **Rynek papierów dłużnych**

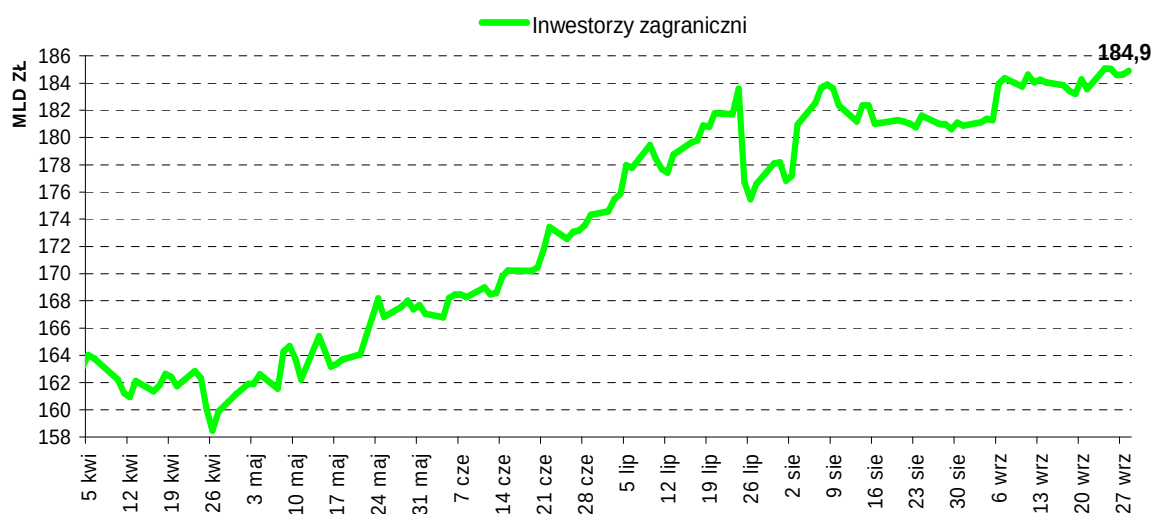
- ♦ W październiku na rynkach bazowych utrzymał się trwający od lipca trend wzrostowy rentowności obligacji. Wciąż jednak rentowności papierów dłużnych Niemiec i USA znajdują się na bardzo niskich poziomach, osiągając na koniec miesiąca odpowiednio 1,48% i 1,69% dla obligacji 10-letnich. Rentowność 2-letnich obligacji niemieckich wciąż znajduje się blisko 0%.
- ♦ Równocześnie spadały rentowności obligacji większości państw europejskich – był to efekt spadku rynkowej wyceny ryzyka w Europie (CDS), który nastąpił po decyzji EBC o możliwości wykupu obligacji państw, które zgłosiły się o pomoc do ESM i MFW. Rentowność obligacji Włoch i Hiszpanii delikatnie spadły i kształtowały się w okolicach odpowiednio 5,0% i poniżej 6,0%.
- ♦ Rentowności polskich dłużnych papierów skarbowych utrzymały się poniżej stopy referencyjnej NBP i w dalszym ciągu spadały. Przyczyniły się do tego oczekiwania na obniżenie stóp procentowych NBP w kolejnych miesiącach, spadek CDS o 26 p.b. do 88 p.b. (najniższego poziomu od 2008 r.), oczekiwania, co do porozumienia rządu Węgier z MFW, a także trwający napływ inwestorów zagranicznych. Potwierdzają to informacje z MF, wg których w polskie obligacje inwestują również banki centralne – azjatyckie, europejskie oraz z Bliskiego Wschodu. W opinii MF w dalszym ciągu istnieje przestrzeń do spadku rentowności polskich SPW. Na koniec października rentowności polskich obligacji wyniosły 3,89% dla 2Y, 4,08% dla 5Y i 4,52 dla 10Y.



**Rentowności polskich obligacji benchmarkowych**



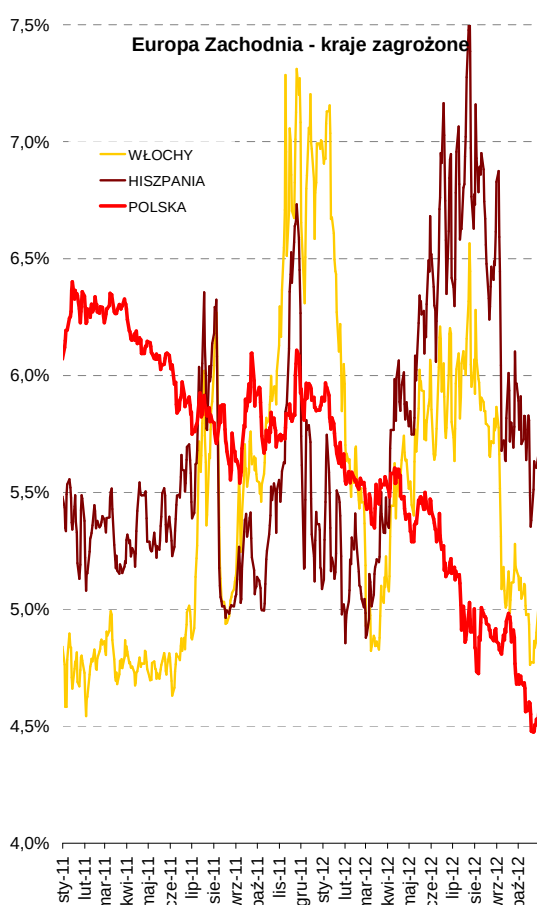
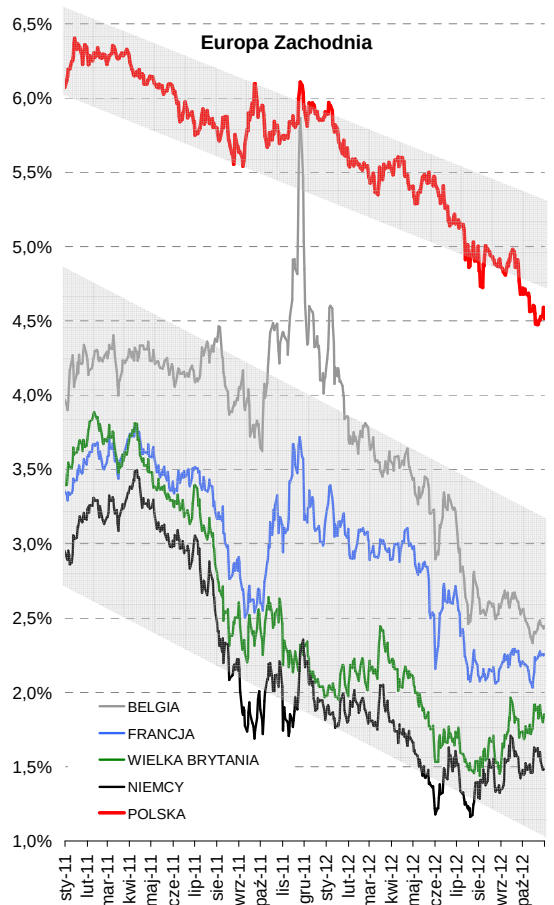
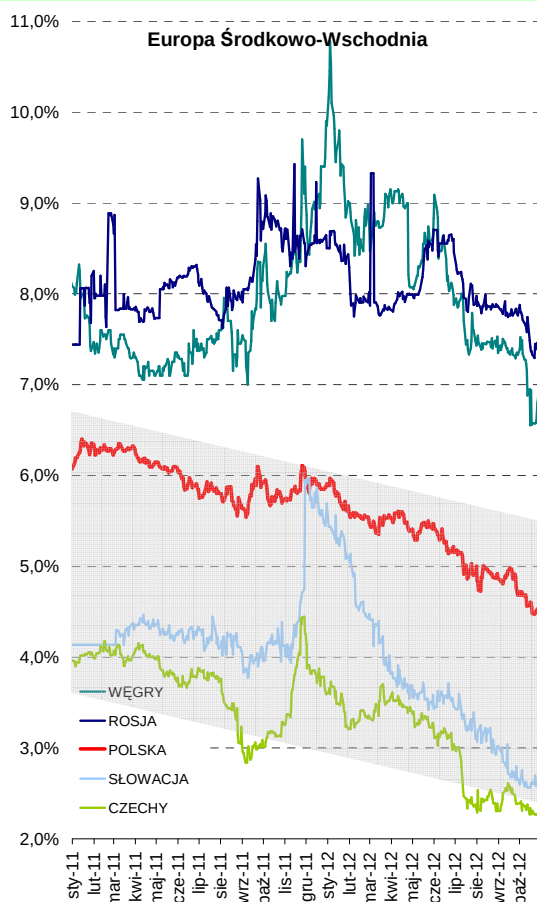
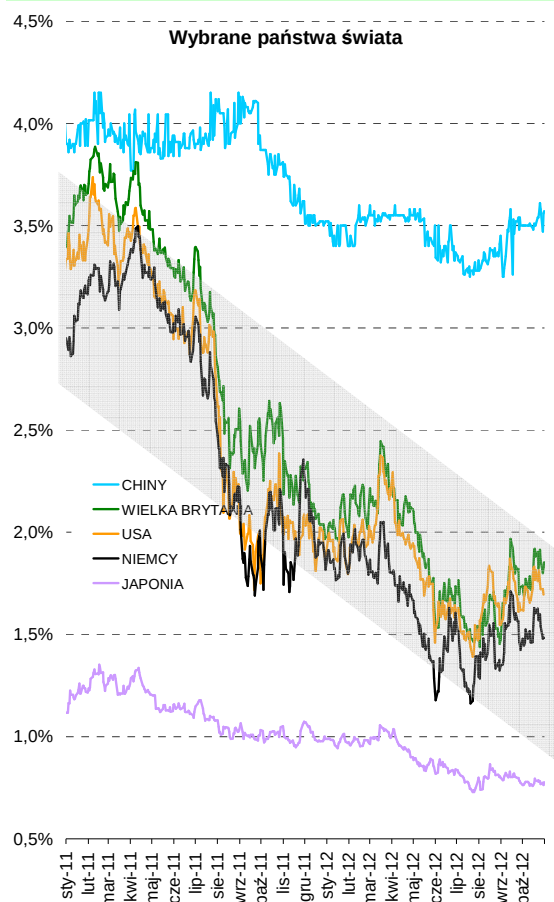
**Udział inwestorów zagranicznych w polskich SPW**



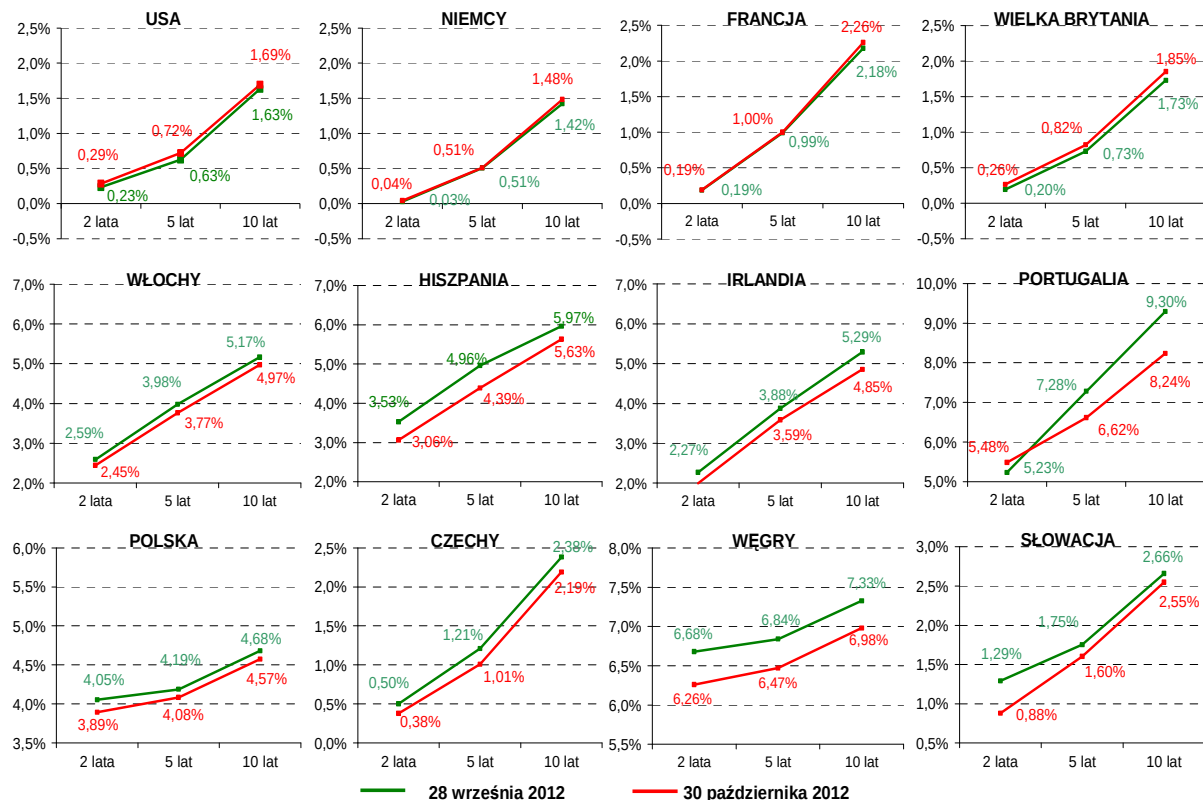
**Udział inwestorów zagranicznych w polskich SPW w lipcu i sierpniu 2012 r. (mld zł)**

| Data        | Banki | Inwestorzy zagraniczni | Zakłady ubezpieczeniowe | Fundusze emerytalne | Fundusze inwestycyjne | Osoby fizyczne | Podmioty niefinansowe | Inne podmioty |          | Razem      |
|-------------|-------|------------------------|-------------------------|---------------------|-----------------------|----------------|-----------------------|---------------|----------|------------|
|             |       |                        |                         |                     |                       |                |                       | Razem         | W tym MF |            |
| sierpień 12 | 94,3  | 180,2                  | 56,5                    | 119,8               | 34,3                  | 8,7            | 1,8                   | 26,9          | 2,1      | 522,6      |
| wrzesień 12 | 102,0 | 184,2                  | 54,7                    | 116,7               | 32,5                  | 8,7            | 1,9                   | 25,4          | 0,0      | 526,0      |
| <b>Δ</b>    | 7,7   | <b>4,0</b>             | -1,8                    | -3,1                | -1,8                  | 0,0            | 0,0                   | -1,6          | -2,1     | <b>3,4</b> |

**Rentowności obligacji 10-letnich**

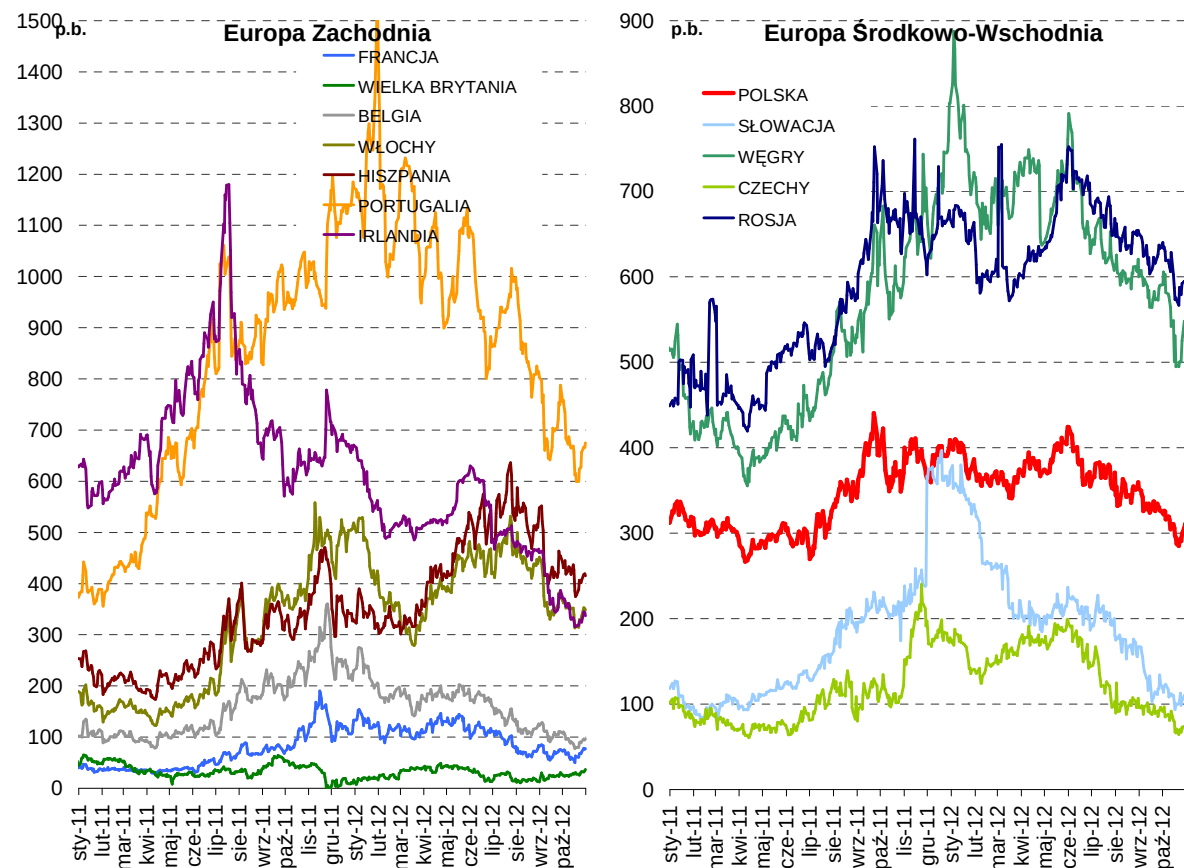


Struktura krzywych rentowności w wybranych krajach - zmiana miesięczna

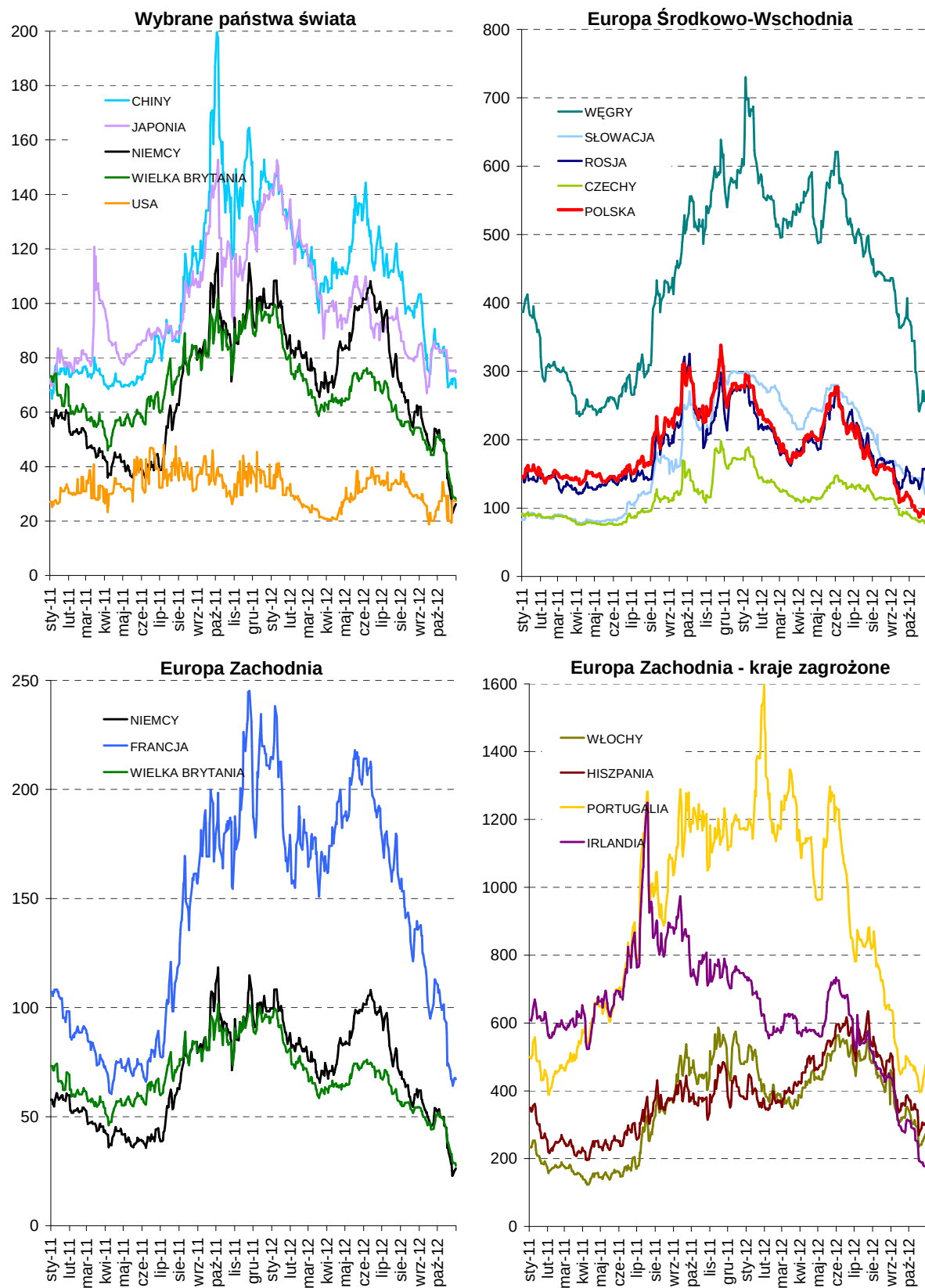


Źródło: Reuters

Spread do 10-letnich obligacji niemieckich



**Wycena ryzyka kredytowego - CDS (Credit Default Swap)**



Źródło: Reuters

**Bieżące ratingi wybranych państw świata**

| Kraj       | S&P  | Perspektywa | Fitch | Perspektywa | Moodys | Perspektywa |
|------------|------|-------------|-------|-------------|--------|-------------|
| Austria    | AA+  | N           | AAA   | S           | Aaa    | N           |
| Belgia     | AA   | N           | AA    | N           | Aa3    | N           |
| Cypr       | B    | N           | BB+   | N           | B3     | N           |
| Dania      | AAA  | S           | AAA   | S           | Aaa    | S           |
| Estonia    | AA-  | N           | A+    | S           | A1     | S           |
| Finlandia  | AAA  | N           | AAA   | S           | Aaa    | S           |
| Francja    | AA+  | N           | AAA   | N           | Aaa    | N           |
| Grecja     | CCC  | N           | CCC   | N           | C      | R           |
| Hiszpania  | BBB- | N           | BBB   | N           | Baa3   | N           |
| Holandia   | AAA  | N           | AAA   | S           | Aaa    | N           |
| Irlandia   | BBB+ | N           | BBB+  | N           | Ba1    | N           |
| Luksemburg | AAA  | N           | AAA   | S           | Aaa    | N           |
| Malta      | A-   | N           | A+    | S           | A3     | N           |
| Niemcy     | AAA  | S           | AAA   | S           | Aaa    | N           |
| Portugalia | BB   | N           | BB+   | N           | Ba3    | N           |
| Słowacja   | A    | S           | A+    | S           | A2     | N           |
| Słowenia   | A    | N           | A-    | N           | Baa2   | N           |
| Włochy     | BBB+ | N           | A-    | N           | Baa2   | N           |
| Bułgaria   | BBB  | S           | BBB-  | S           | Baa2   | S           |
| Czechy     | AA-  | S           | A+    | S           | A1     | S           |
| Litwa      | BBB  | S           | BBB   | S           | Baa1   | S           |
| Łotwa      | BB+  | S           | BBB-  | S           | Baa3   | P           |
| Polska     | A-   | S           | A-    | S           | A2     | S           |
| Rumunia    | BB+  | S           | BBB-  | S           | Baa3   | S           |
| Szwecja    | AAA  | S           | AAA   | S           | Aaa    | S           |
| Węgry      | BB+  | N           | BB+   | N           | Ba1    | N           |
| Wlk. Bryt. | AAA  | S           | AAA   | N           | Aaa    | N           |
| USA        | AA+  | N           | AAA   | N           | Aaa    | N           |
| Japonia    | AA-  | N           | AA    | N           | Aa3    | S           |
| Szwajcaria | AAA  | S           | AAA   | S           | Aaa    | S           |
| Brazylia   | BBB  | S           | BBB   | S           | Baa2   | P           |
| Chiny      | AA-  | S           | A+    | S           | Aa3    | P           |
| Indie      | BBB- | S           | BBB-  | S           | Baa3   | S           |
| Rosja      | BBB  | S           | BBB   | S           | Baa1   | S           |

Źródło: Reuters

**Zmiany ratingu w ostatnim miesiącu**

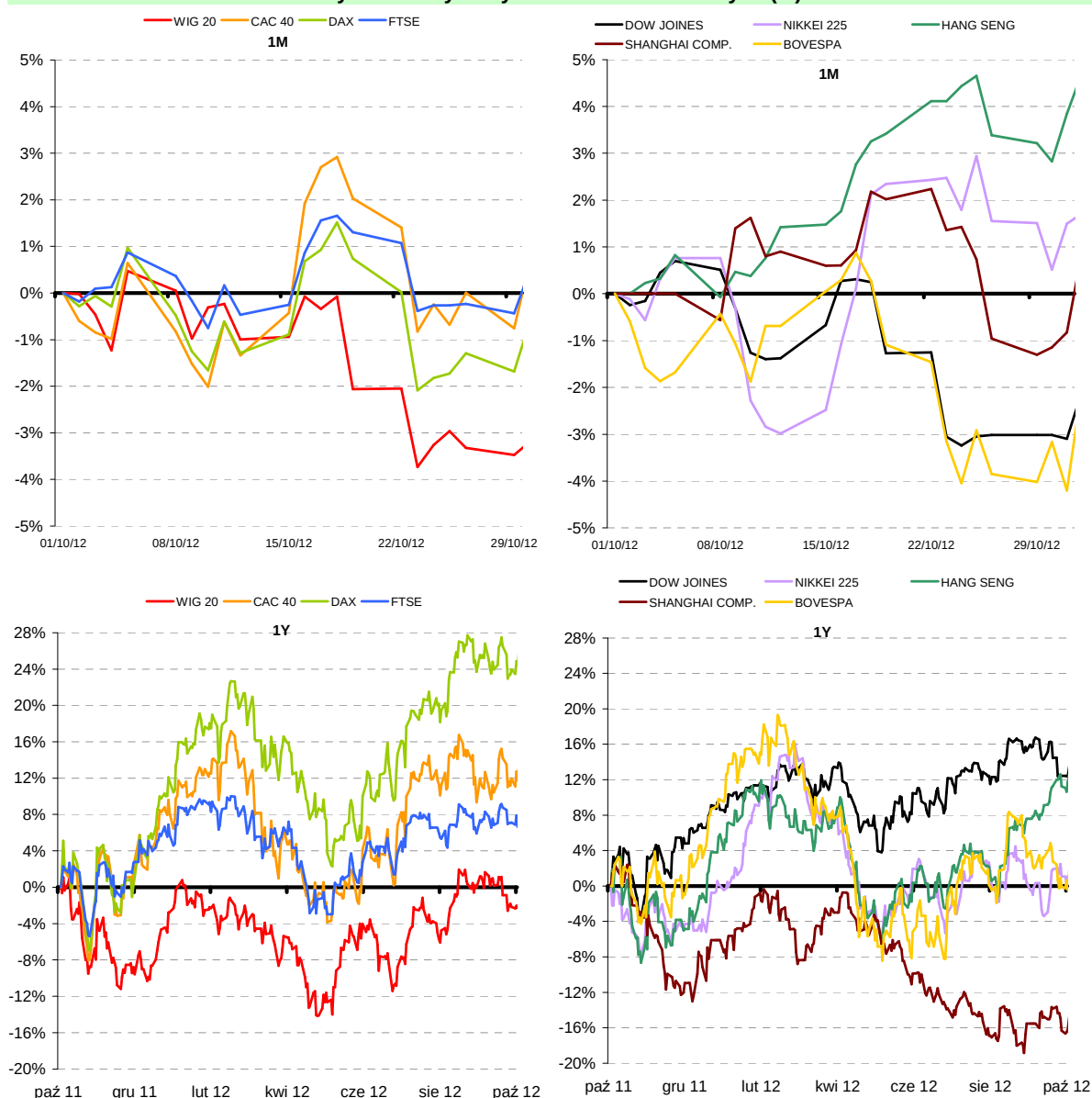
| Kraj      | Agencja | o ile stopni | obecnie | poprzednio |
|-----------|---------|--------------|---------|------------|
| Hiszpania | S&P     | -2           | BBB-    | BBB+       |
| Cypr      | S&P     | -3           | B       | BB         |
| Cypr      | Moody's | -3           | B3      | Ba3        |

Źródło: Reuters

## Rynek kapitałowy

- ♦ W październiku główne europejskie indeksy notowały spadki. Najbardziej spadł warszawski WIG20 – o ponad 3%, a niemiecki DAX o 1%. Indeksy giełd francuskiej (CAC40) oraz brytyjskiej (FTSE) powróciły na poziom z początku miesiąca.
- ♦ Spośród pozostałych najważniejszych giełd światowych w październiku najgorsze wyniki odnotowały indeksy w Brazylii (BOVESPA) -4% i amerykański (DOW JONES) -3%. Nieco lepiej kształtowała się sytuacja w Azji: japoński NIKKEI225 wzrósł o 1%, a HANG SENG z Hong Kongu wzrósł o ponad 3%.

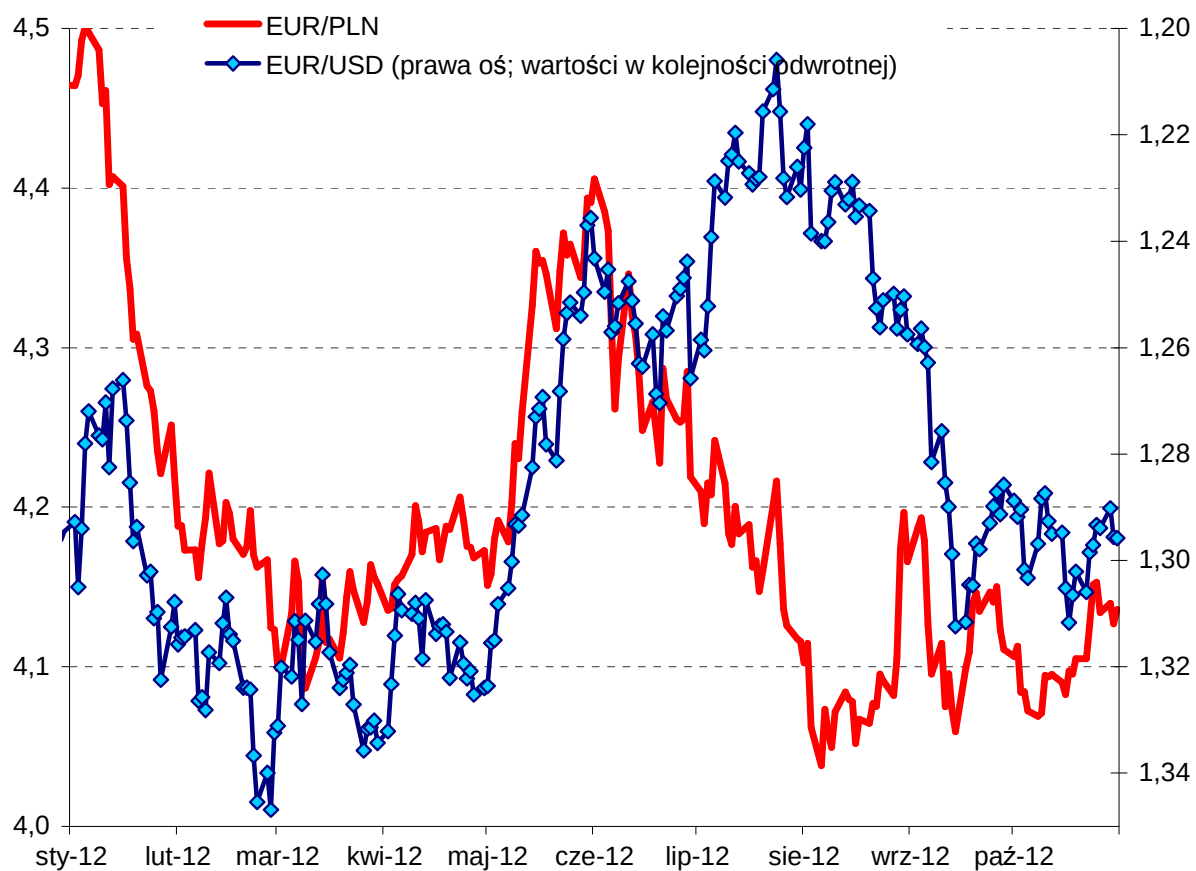
**Dynamika wybranych indeksów światowych (%)**



## Rynek walutowy

- ♦ Kursu EUR/USD podlegał niewielkim wahaniom przedziale od 1,29 do 1,31 głównie pod wpływem informacji napływających z państw strefy euro.
- ♦ Kurs EUR/PLN zmieniał się w przedziale: 4,05 - 4,15 (2,5%). W połowie miesiąca złoty umocnił się do poziomu 4,05 w reakcji na wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych polskimi obligacjami skarbowymi oraz brak oczekiwanej obniżki stóp procentowych NBP.

**Korelacja kursu EUR/PLN i EUR/USD**





## Departament Analiz i Skarbu

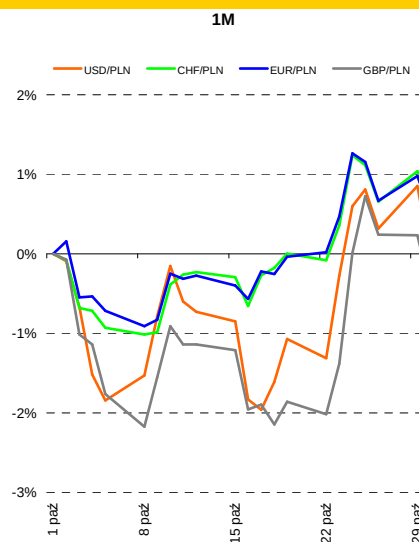
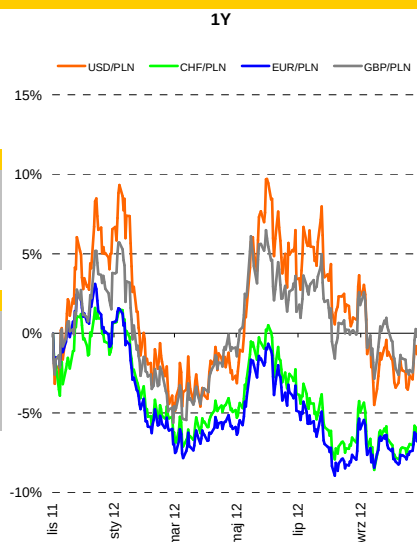
### PLN

#### NOTOWANIA WALUT PLN

|         | 1Y   | 1M   | 12-10-31 |
|---------|------|------|----------|
| USD-PLN | 3,24 | 3,19 | 3,19     |
| CHF-PLN | 3,65 | 3,40 | 3,43     |
| EUR-PLN | 4,44 | 4,11 | 4,14     |
| GBP-PLN | 5,16 | 5,14 | 5,15     |

#### ZMIANA %

|         | 1Y  | 1M |
|---------|-----|----|
| USD-PLN | -1% | 0% |
| CHF-PLN | -6% | 1% |
| EUR-PLN | -7% | 1% |
| GBP-PLN | 0%  | 0% |



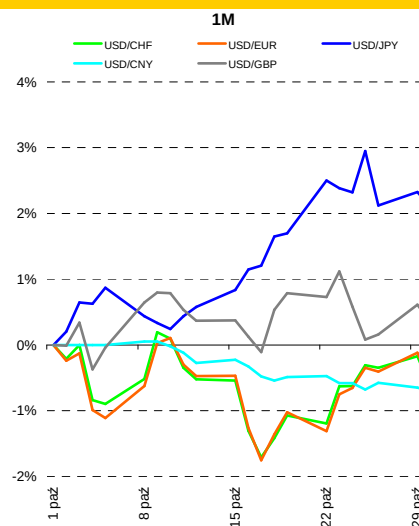
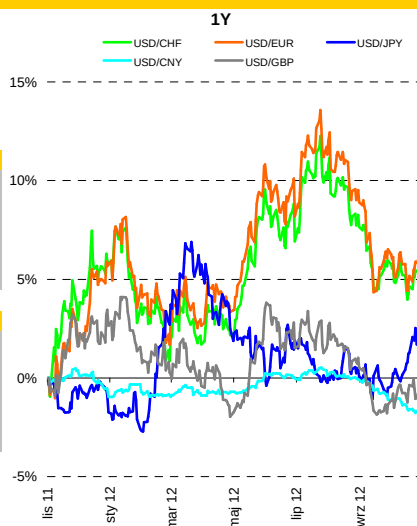
### USD

#### NOTOWANIA WALUT USD

|         | 1Y    | 1M    | 12-10-31 |
|---------|-------|-------|----------|
| USD-CHF | 0,89  | 0,94  | 0,93     |
| USD-EUR | 0,73  | 0,78  | 0,77     |
| USD-JPY | 78,33 | 78,00 | 79,77    |
| USD-CNY | 6,36  | 6,28  | 6,24     |
| USD-GBP | 0,63  | 0,62  | 0,62     |

#### ZMIANA %

|         | 1Y  | 1M  |
|---------|-----|-----|
| USD-CHF | 5%  | -1% |
| USD-EUR | 6%  | -1% |
| USD-JPY | 2%  | 2%  |
| USD-CNY | -2% | -1% |
| USD-GBP | -1% | 0%  |



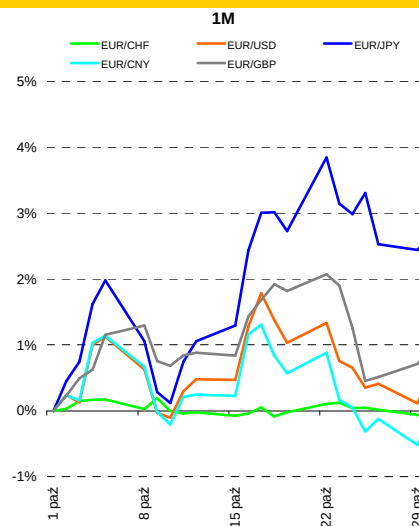
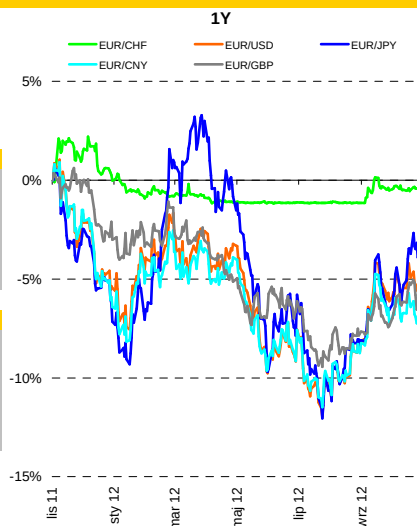
### EUR

#### NOTOWANIA WALUT EUR

|         | 1Y     | 1M     | 12-10-31 |
|---------|--------|--------|----------|
| EUR-CHF | 1,21   | 1,21   | 1,21     |
| EUR-GBP | 0,86   | 0,80   | 0,80     |
| EUR-JPY | 107,27 | 100,54 | 103,38   |
| EUR-CNY | 8,70   | 8,10   | 8,08     |
| EUR-USD | 1,37   | 1,29   | 1,30     |

#### ZMIANA %

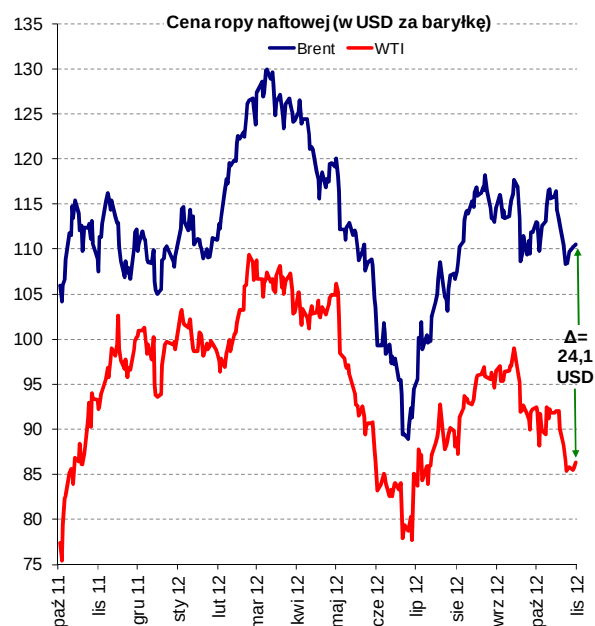
|         | 1Y  | 1M |
|---------|-----|----|
| EUR-CHF | -1% | 0% |
| EUR-GBP | -6% | 1% |
| EUR-JPY | -4% | 3% |
| EUR-CNY | -7% | 0% |
| EUR-USD | -5% | 1% |



## **Surowce naturalne**

- ♦ Cena ropy naftowej spadła drugi miesiąc z rzędu i na koniec października wyniosła 110,5 USD za baryłkę ropy typu Brent i 86,3 USD za baryłkę ropy typu WTI. Wpływ na to miała kontynuacja wzrostu podaży ropy naftowej przy ograniczonym wzroście popytu na nią, wynikającym ze spowolnienia gospodarczego na świecie. Czynnikiem sprzyjającym spadkowi cen ropy była także informacja o dalszym wzroście zapasów surowca w USA.
- ♦ Po trwającym ponad cztery miesiące wzrostowym okresie ceny złota, w październiku 2012 r. jego cena spadła i na koniec analizowanego okresu wyniosła 1 718,3 USD za uncję. Spadkowi ceny złota sprzyjało powolne ożywienie gospodarki i rynku pracy w USA, co mogło wzbudzić w inwestorach obawę o ograniczenie zakresu rozpoczętego we wrześniu br. programu skupu obligacji hipotecznych i trwającej do końca 2012 r. operacji „Twist”.
- ♦ W analizowanym okresie odnotowano także spadek cen surowców przemysłowych, m.in. miedzi, srebra, platyny i niklu. W tym przypadku negatywnie na poziom notowań surowców wpłynęły obawy o dalsze spowolnienie wzrostu światowej gospodarki. Z kolei na rynku surowców rolnych, w październiku ceny pszenicy, kukurydzy i soi utrzymywały się na względnie stałym poziomie.

**Ropa naftowa**



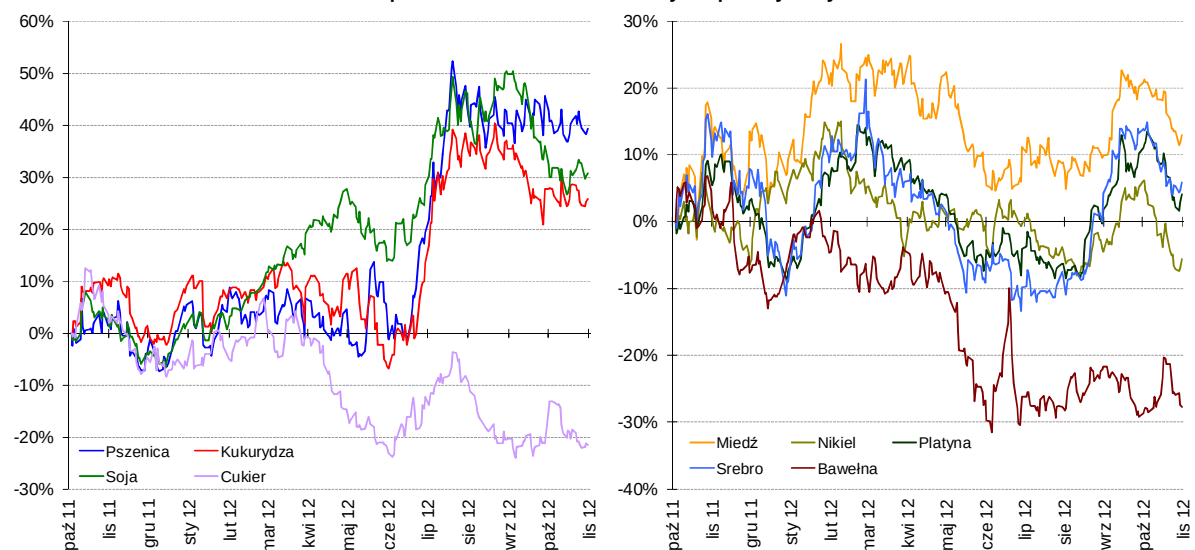
Źródło: Reuters.

**Złoto**



**Surowce rolne i przemysłowe**

**Tempo wzrostu cen surowców rolnych i przemysłowych**



Źródło: Reuters.