

## WYDARZENIA GOSPODARCZE W KRAJU I NA ŚWIECIE

Marzec 2013\*



### Synteza

#### Sytuacja makroekonomiczna

- ◆ Opublikowane w marcu dane dotyczące sytuacji makroekonomicznej Polski wskazują na utrzymujące się spowolnienie w polskiej gospodarce. Spadki odnotowano w produkcji przemysłowej (-2,1% r/r), produkcji budowlano-montażowej (-11,4% r/r) oraz sprzedaży detalicznej (-0,8% r/r). Niekorzystnie kształtowała się sytuacja na rynku pracy – stopa bezrobocia wzrosła do 14,4%, a zatrudnienie spadło o 0,8% r/r. Roczny wskaźnik inflacji CPI spadł do 1,3% – poziom poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, najniższy od 2006 r.

Prognozy inflacji i wzrostu gospodarczego NBP zostały w marcu zrewidowane w dół. Wg najnowszych projekcji, wzrost PKB wyniesie 1,3% w 2013 r., 2,6% w 2014 r. oraz 3,1% w 2015 r. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w bieżącym roku ma być eksport netto. W latach 2013-14 inflacja ma kształtować się na poziomie 1,6%, a więc poniżej celu RPP, który wynosi 2,5%.

| Prognoza NBP marzec 2013 |      |      |      |      |
|--------------------------|------|------|------|------|
|                          | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| <b>PKB</b>               | 2,1  | 1,3  | 2,6  | 3,1  |
| <b>Inflacja</b>          | 3,7  | 1,6  | 1,6  | 1,5  |

Źródło: NBP

- ◆ Główne wskaźniki makroekonomiczne dotyczące państw europejskich w dalszym ciągu wskazują na trudną sytuację w sferze gospodarki realnej. Zarówno w strefie euro, jak i w całej UE zanotowano trend spadkowy zanotowano w produkcji przemysłowej (spadek w styczniu br. wyniósł odpowiednio 1,3% r/r i 1,7% r/r), a także w produkcji budowlanej (spadek odpowiednio o 1,4% r/r oraz 1,3% r/r). Zmniejszenie aktywności przedsiębiorstw w strefie euro było

\* raport przygotowany na podstawie danych opublikowanych w okresie 01.03.2013 r.-31.03.2013 r., wg następującego podziału:  
● Polska, ● Europa ● Kraje rozwinięte OECD ● BRIC – Brazylia, Rosja, Indie, Chiny; oraz ● Rynki finansowe i surowców naturalnych.

kontynuowane w marcu, co potwierdzają wartości wskaźników PMI. O pogorszeniu koniunktury w obszarze wspólnej waluty świadczy również obniżenie wartości sprzedaży detalicznej w styczniu br. o 1,3% r/r. Stopa bezrobocia w strefie euro utrzymuje się na historycznie wysokim poziomie 12,0% (dane za luty), przy inflacji HICP wynoszącej 1,7% r/r (według szacunkowych danych za marzec) oraz inflacji bazowej HICP w lutym wynoszącej 1,4%.

W sferze finansów publicznych, Parlament Europejski przyjął dwa rozporządzenia (tzw. „dwupak”), które wzmacniają nadzór Komisji Europejskiej nad budżetami państw członkowskich. Ponadto, PE wydał rezolucję, odrzucającą wynegocjowany budżet UE na lata 2014-2020, przy czym ostateczne głosowanie nad budżetem odbędzie się w czerwcu br.

- ♦ W marcu miało miejsce zaostrzenie kryzysu finansowego na Cyprze, związanego z kryzysem bankowym, wzmagające niepewność dotyczącą strefy euro i przejawiające się m.in. czasowym zamknięciem banków oraz ograniczeniami w przepływie kapitału w transakcjach bankowych. UE, EBC i MFW zatwierdziły program pomocowy dla sektora bankowego. Pomoc finansowa w wysokości 10 mld EUR, (w tym 9 mld EUR z Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego i 1 mld EUR z MFW), ma zostać udzielona pod warunkiem przeprowadzenia restrukturyzacji największego banku kraju – Bank of Cyprus i uporządkowanej likwidacji drugiego co do wielkości banku – Cyprus Popular Bank PCL (funkcjonujący również pod nazwą Laiki). Przewidziane jest obciążenie stratami akcjonariuszy banków, posiadaczy ich obligacji oraz depozytów powyżej 100 tys. EUR. Cypr dodatkowo zobowiązał się do konsolidacji finansów publicznych, dalszej prywatyzacji, wdrożenia przepisów o „praniu brudnych pieniędzy”, zwiększenia opodatkowania zysków kapitałowych, a także podatku od przedsiębiorstw.
- ♦ Na przełomie 2012 i 2013 r. koniunktura w większości sektorów gospodarki Stanów Zjednoczonych uległa poprawie. Świadczą o tym dane z poszczególnych regionów kraju, zawarte w Beżowej Księdze FED, jak również szereg wskaźników ekonomicznych. W ocenie FED istotny, korzystny wpływ na gospodarkę wywiera ekspansywna polityka monetarna, którą bank centralny ma zamiar utrzymywać w dłuższym okresie. W wyniku poprawy koniunktury banki JPMorgan i Goldman Sachs podwyższyły swoje prognozy wzrostu PKB za I kw. br. – obecnie szacują wzrost na poziomie 2,3-2,7% (zannualizowany).

W lutym wzrosła dynamika produkcji przemysłowej (do 2,6% r/r), choć wciąż kształtuje się na niskim poziomie. Widoczny jest wzrost dynamiki konsumpcji – sprzedaży detalicznej w lutym (do 4,6% r/r), jak i udziału konsumpcji w PKB za IV kw. ub.r. Poprawie tej towarzyszył spadek stopy bezrobocia (do 7,7%), wzrost dynamiki zatrudnienia, a także poprawa nastrojów konsumentów. Kontynuowane jest ożywienie na rynku nieruchomości – dynamika sprzedaży nowych domów od 15 miesięcy przekracza 10% r/r, natomiast w styczniu jej roczna wielkość osiągnęła poziom najwyższy od 2008 r.

- ◆ Zgodnie z prognozą OECD, państwa G7, po spadku PKB w IV kw. ub.r., powróciły do wzrostu gospodarczego w I kw. br. W II kw. oczekiwany jest dalszy wzrost dynamiki PKB w państwach europejskich oraz Kanadzie, podczas gdy spadnie ona nieco w USA i Japonii.

| Prognozy wzrostu PKB OECD na I i II kw. 2013 r. (zannualizowany) |        |        |        |        |        |        |
|------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                                                  | 2012Q1 | 2012Q2 | 2012Q3 | 2012Q4 | 2013Q1 | 2013Q2 |
| USA                                                              | 2,0    | 1,3    | 3,1    | 0,1    | 3,5    | 2,0    |
| Japonia                                                          | 6,2    | -0,9   | -3,7   | 0,2    | 3,2    | 2,2    |
| 3 największe gospodarki strefy euro                              | -0,2   | -0,4   | 0,4    | -2,3   | 0,4    | 1,0    |
| Niemcy                                                           | 2,0    | 1,1    | 0,9    | -2,3   | 2,3    | 2,6    |
| Francja                                                          | -0,2   | -0,4   | 0,7    | -1,2   | -0,6   | 0,5    |
| Włochy                                                           | -3,7   | -3,0   | -0,8   | -3,7   | -1,6   | -1,0   |
| UK                                                               | -0,3   | -1,5   | 3,8    | -1,2   | 0,5    | 1,4    |
| Kanada                                                           | 1,2    | 1,9    | 0,7    | 0,6    | 1,1    | 1,9    |
| G7                                                               | 1,8    | 0,4    | 1,4    | -0,5   | 2,4    | 1,8    |

### Rynki finansowe

- ◆ Sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych w marcu br. była zdeterminowana przez informacje napływające z Cypru. Systematycznie rosły obawy związane z możliwością bankructwa kraju i nieuzyskaniem międzynarodowej pomocy finansowej. W rezultacie obserwowano silne osłabienie euro wobec dolara amerykańskiego i wysoką zmienność rentowności obligacji skarbowych w Europie. Dodatkowym czynnikiem wywołującym niepewność na rynkach finansowych było obniżenie ratingu Włoch z A do BBB+ przez agencję Fitch oraz Cypru z CCC+ do CCC przez S&P.
- ◆ W marcu miała miejsce, większa niż oczekiwano, redukcja stóp procentowych w Polsce (o 50 p.b.). Obecnie podstawowa stopa procentowa kształtuje się na poziomie 3,25%. Doprowadziło to do silnego spadku rentowności polskich obligacji skarbowych (do 3,93%-10Y, 3,40%-5Y i 3,13%-2Y) oraz osłabienia złotego z poziomu ok. 4,12 do ok. 4,18 na koniec miesiąca. Dochodowość obligacji 10Y na rynku niemieckim spadła o blisko 20 p.b. do 1,28%. Rentowność amerykańskich obligacji 10Y spadła minimalnie (do 1,82%) w porównaniu z końcem lutego br., jednak zmienność cen była wysoka. Na rynkach papierów wartościowych państw południa Europy rentowności nie zmieniły się znacząco w stosunku do zakończenia poprzedniego miesiąca, ale podlegały dużym wahaniom w reakcji na bieżące wydarzenia. Kwotowania kontraktów CDS, pierwszy raz od kilku miesięcy nieznacznie wzrosły. Największy skok zanotowały Włochy – 20 p.b. i Hiszpania – 28 p.b.
- ◆ Marzec był miesiącem dalszego spadku wartości euro i funta brytyjskiego w stosunku do amerykańskiego dolara. Euro znajduje się w trendzie spadkowym wobec amerykańskiej waluty, a problemy państw południa Europy zwiększają skalę jego deprecjacji. Funt brytyjski osiągnął w połowie marca najniższą, od ponad 2,5 roku wartość wobec dolara. Głównym powodem osłabienia były obawy o powrót recesji na wyspach brytyjskich.



## Wybrane wydarzenia gospodarcze

### Polska

#### Prognozy inflacji i wzrostu gospodarczego NBP

- Narodowy Bank Polski zrewidował w dół prognozy inflacji i wzrostu gospodarczego. Wg opublikowanych w marcu projekcji, **PKB wyniesie 1,3% w 2013 r., 2,6% w 2014 r. oraz 3,1% w 2015 r. W latach 2013-14 inflacja ma kształtować się na poziomie 1,6%.**

Raport NBP wskazuje, że czynniki, które do I połowy 2012 r. pozwalały utrzymać relatywnie wysoki wzrost gospodarczy, wygasają, a jednocześnie obserwowane jest dalsze spowolnienie gospodarcze za granicą.

W bieżącym roku wzrost gospodarczy będą osłabiały: niekorzystna koniunktura zagraniczna (szczególnie w strefie euro), ograniczone wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych na skutek pogorszenia sytuacji na rynku pracy, zacieśnienie polityki fiskalnej oraz spadek inwestycji publicznych finansowanych z funduszy strukturalnych UE. Spadek dynamiki PKB ma być łagodzony przez eksport netto, który utrzyma się na dodatnim poziomie. W 2013 r. dynamika spożycia indywidualnego ma pozostać na poziomie zbliżonym do zera, oczekiwany jest spadek nakładów brutto na środki trwałe, w tym nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, spadek inwestycji publicznych w relacji do PKB, spadek nakładów na inwestycje mieszkaniowe, a prognozowana dynamika handlu zagranicznego będzie zbliżona do zera przy ujemnej dynamice importu oraz spowolnionej dynamice eksportu.

W latach 2014-15 oczekiwany jest wzrost dynamiki PKB wspierany przez napływ środków z nowej perspektywy finansowej UE. W tym okresie NBP prognozuje przyspieszenie dynamiki popytu krajowego i spożycia indywidualnego oraz wzrost inwestycji przedsiębiorstw i publicznych. Oczekiwana poprawa sytuacji za granicą oraz wzrost popytu handlowego przyczynią się do odbudowy relacji handlowych, a dynamika importu przewyższy dynamikę eksportu. W efekcie od 2015 r. wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie ujemny.

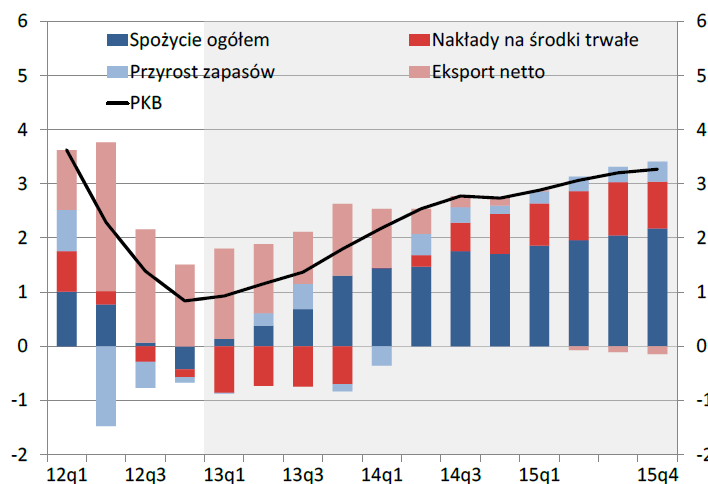
Zgodnie z prognozą, w latach 2013-14 inflacja CPI powinna kształtować się na poziomie wyraźnie niższym niż w roku ubiegłym. Do spadku inflacji mają przyczynić się niski poziom inflacji bazowej wynikający głównie z niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy oraz wolniejszy wzrost cen żywności i energii.

#### Projekcja PKB i inflacji

|                        | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------|------|------|------|
| Prognoza marzec 2013   |      |      |      |
| <b>PKB</b>             | 2,1  | 1,3  | 2,6  |
| <b>Inflacja</b>        | 3,7  | 1,6  | 1,6  |
| Prognoza listopad 2012 |      |      |      |
| <b>PKB</b>             | 2,3  | 1,5  | 2,3  |
| <b>Inflacja</b>        | 3,8  | 2,5  | 1,5  |

Źródło: NBP

#### Dekompozycja wzrostu PKB



### Koniunktura

- ♦ **W lutym produkcja przemysłowa była o 2,1% niższa niż rok wcześniej**, a spadki odnotowano w połowie z 34 działów. Największe obniżki produkcji dotyczyły maszyn i urządzeń (-13,2%), komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (-12,8%) oraz metali (-8,2%). Najwyższy wzrost (o 15,2%) nastąpił w dziale produkcji pozostałego sprzętu transportowego.

W tym samym okresie **produkcja budowlano-montażowa spadła o 11,4% r/r**.

- ♦ Na spowolnienie w sektorze przemysłowym wskazywał też marcowy **indeks PMI**, który **obniżył się z 48,9 do 48 pkt**. Wskaźnik ten utrzymuje się na poziomie poniżej 50 pkt od kwietnia 2012 r.
- ♦ **W lutym sprzedaż detaliczna spadła o 0,8% r/r**, wbrew prognozom wskazującym na niewielki wzrost. Największe spadki (-7,0% r/r) dotyczyły sprzedaży paliw oraz sprzedaży w sklepach niewyspecjalizowanych (-5,2% r/r).

Na pogorszenie się nastrojów konsumenckich w marcu wskazywały niższe niż w lutym wskaźniki ufności konsumenckiej – zarówno przyszłej jak i bieżącej.

- ♦ **W 2012 r. nastąpiło pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw niefinansowych** w relacji do 2011 r. Poziom przychodów był wyższy niż w roku poprzedzającym, ale rosły one wolniej niż koszty (wzrost odpowiednio o 3,9% r/r i 5,3% r/r). Niższe były wskaźniki rentowności i płynności oraz nastąpił wzrost poziomu kosztów.
- ♦ Sytuacja na rynku pracy w lutym:
  - **Stopa bezrobocia wzrosła z 14,2 do 14,4%**,
  - Wynagrodzenia wzrosły o 4% r/r,
  - Zatrudnienie spadło o 0,8% r/r.

- ♦ **W lutym roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 1,3%** (w styczniu br. 1,7%) – poziom poniżej dolnej granicy odchyłek od celu inflacyjnego oraz niższy od oczekiwań. Poziom inflacji był najniższy od 2006 r. Najwyższy wpływ na obniżenie inflacji miały spadek cen odzieży i obuwia (-5,1%) i niższe opłaty związane z łącznością (-4,5%) oraz z transportem (-0,6%).

Po wyłączeniu cen żywności i energii, inflacja wyniosła 1,1% w lutym oraz 1,4% w styczniu.

- ♦ **Na koniec 2012 r. saldo obrotów bieżących w Polsce wynosiło -3,5 mld EUR (-3,2% PKB)**, co oznacza spadek deficytu o 1,7 mld EUR w relacji do analogicznego okresu 2011 r. Ujemne były salda dochodów (-4,5 mld EUR) oraz obrotów towarowych (-1,1 mld EUR), a dodatnie salda usług (1,1 mld EUR) i transferów bieżących (1,05 mld EUR).

### Finanse publiczne

- ♦ Wstępne szacunki Ministerstwa Finansów wskazują, że **w 2012 r. relacja długu państwowego do PKB obniżyła się do 52,7% z 53,5% w 2011 r.** Był to pierwszy spadek tego wskaźnika od 2007 r. Dług publiczny liczony wg metodologii UE obniżył się w 2012 r. do 55,6% PKB z 56,4% PKB w 2011 r.
- ♦ Wg wstępnych danych w 2012 r. dochody budżetu państwa wyniosły 287,6 mld zł, wydatki 318 mld zł, a deficyt budżetowy 30,4 mld zł (tj. o 13,1% mniej niż planowano).

Po pierwszych dwóch miesiącach 2013 r. deficyt budżetowy wynosi 21,6 mld zł (60,9% planu na cały rok). Wpływy do budżetu były o ok. 3,4% niższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, w tym dochody z VAT zmniejszyły się o ok. 23%. Ministerstwo Finansów wskazuje jednocześnie, że w styczniu br. nastąpiła zmiana sposobu liczenia dochodów z VAT.

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

Zgodnie z informacją agencji PAP wpłata do budżetu pochodząca z zysku NBP za 2012 r. wyniesie ok. 5,3 mld zł (w ubiegłym roku z tego tytułu do budżetu trafiło 8,2 mld zł).

- ♦ Agencja Moody's prognozuje, że w 2013 r. wzrost gospodarczy głównych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej będzie spowolniony ze względu na kryzys w strefie euro oraz słabą konsumpcję krajową. W Polsce oczekiwana jest dynamika PKB na poziomie 1,9%.

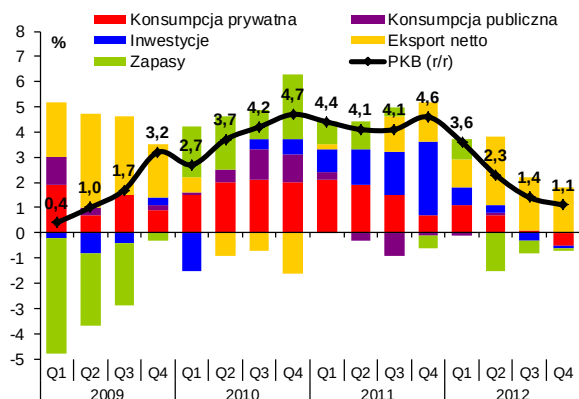
Moody's wskazuje też, że odporność gospodarcza oraz wiarygodność fiskalna są podstawą dla ratingu Polski na poziomie A2 ze stabilną perspektywą.

Polska

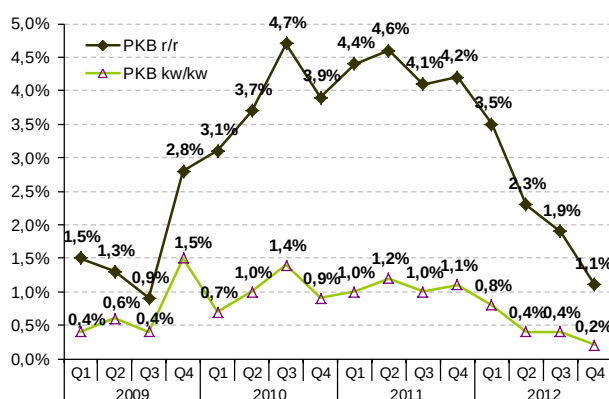
Wzrost gospodarczy

PKB

Wpływ poszczególnych składowych na wzrost PKB



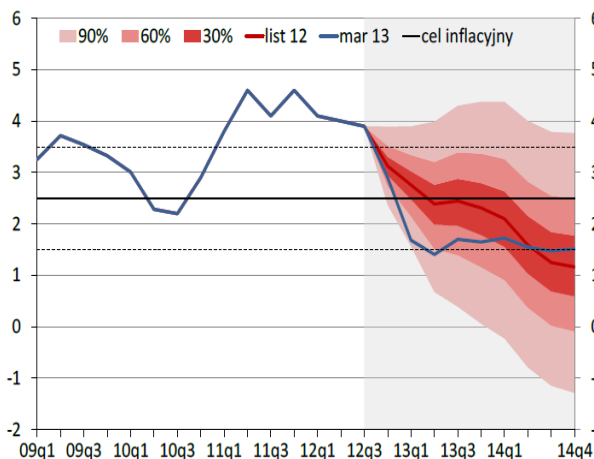
Dynamika PKB (wyrównana sezonowo)



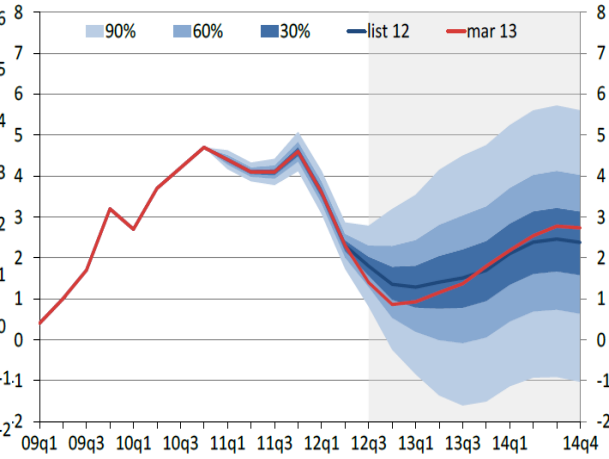
Źródło: Dane GUS

Projekcja inflacji i PKB NBP – marzec 2013 r.

Projekcja inflacji

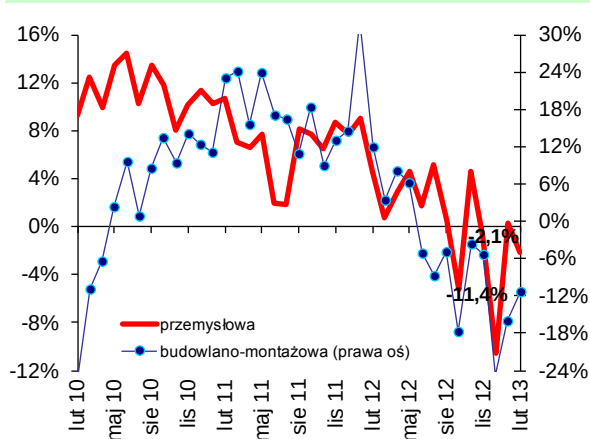


Projekcja PKB

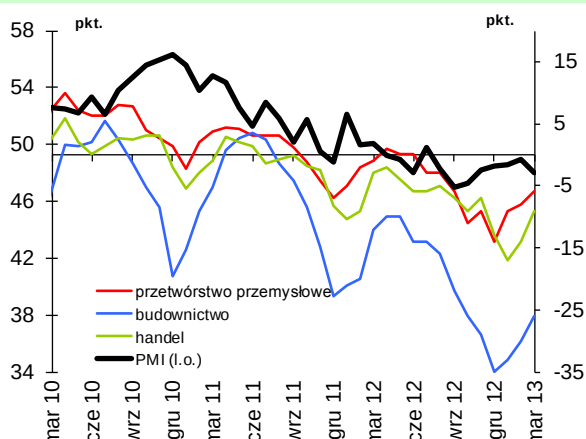


Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa



Wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury i PMI



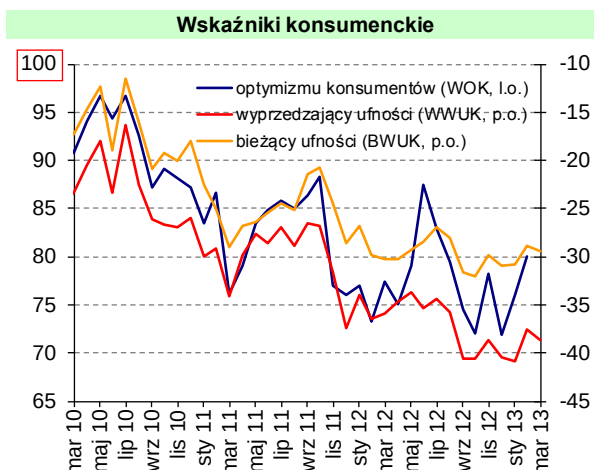
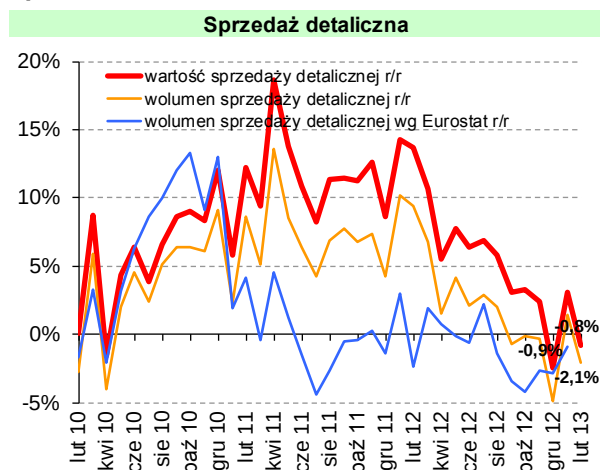
Źródło: Dane GUS, Markit Economics



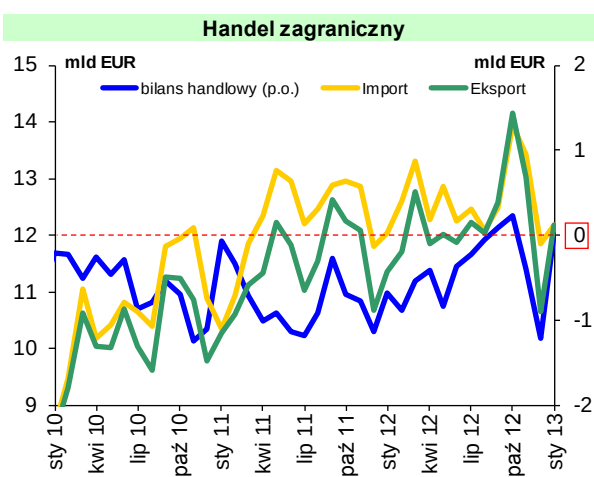
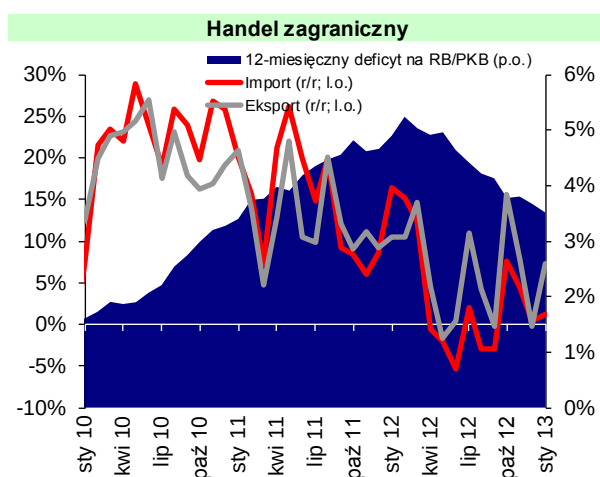
| Produkcja i nastroje producentów |             |                |      |                                        |             |        |
|----------------------------------|-------------|----------------|------|----------------------------------------|-------------|--------|
| agregat                          | przemysłowa | budow.-montaż. | PMI  | Wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury |             |        |
| Data                             | r/r         | r/r            | pkt. | przetwórstwo przem.                    | budownictwo | handel |
| luty 2012                        | 9,0%        | 32,2%          | 52,2 | -5,1                                   | -21,0       | -10,3  |
| marzec 2012                      | 4,6%        | 12,0%          | 50,0 | -2,0                                   | -20,0       | -9,0   |
| styczeń 2013                     | -10,6%      | -24,8%         | 48,5 | -14,0                                  | -35,0       | -13,0  |
| luty 2013                        | 0,3%        | -16,1%         | 48,6 | -9,0                                   | -33,0       | -17,0  |
| marzec 2013                      | -           | -              | -    | -8,0                                   | -30,0       | -14,0  |

Źródło: Dane GUS, Markit Economics, obliczenia własne

## Sprzedaż detaliczna

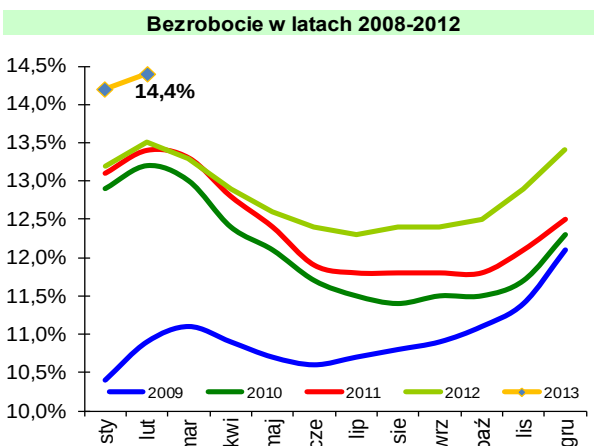
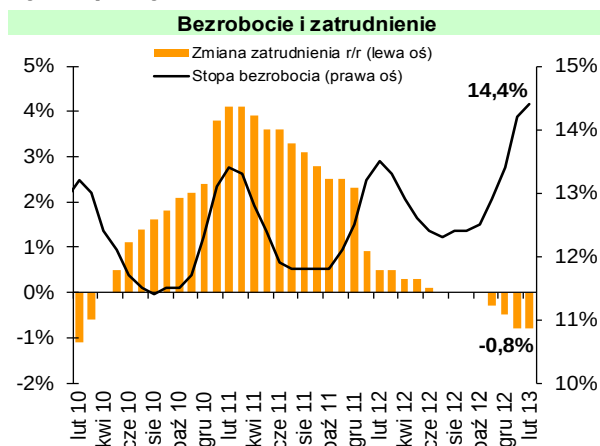


## Handel zagraniczny



Źródło: Dane NBP

## Rynek pracy



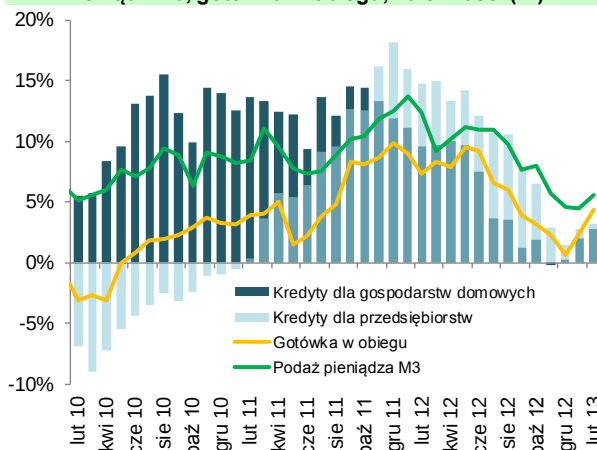
Źródło: Dane GUS



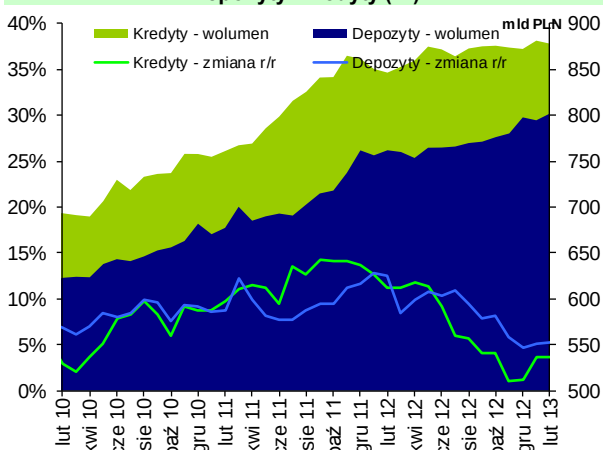
## Podaż pieniądza\*

### Dynamika podaży pieniądza w Polsce

#### Pieniądz M3, gotówka w obiegu, należności (r/r)



#### Depozyty i kredyty (r/r)



Źródło: Dane NBP

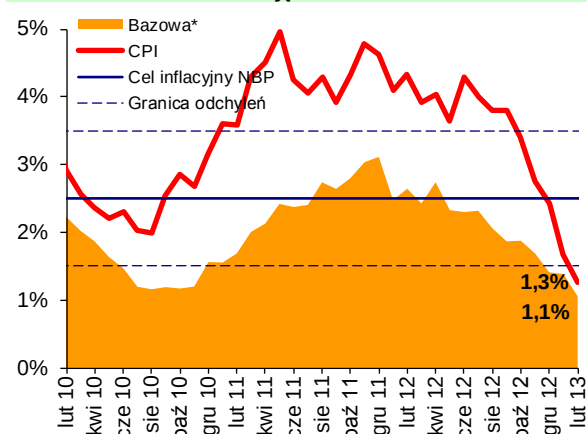
| Podaż pieniądza w Polsce |                      |                   |                      |                   |                      |                   |                      |                   |
|--------------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-------------------|
| 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) |
| styczeń 2012             | 101,8                | 9,9%              | 468,1                | 4,2%              | 863,7                | 11,5%             | 881,5                | 12,5%             |
| luty 2012                | 98,7                 | 9,0%              | 461,3                | 5,7%              | 855,2                | 12,4%             | 874,6                | 13,7%             |
| grudzień 2012            | 101,7                | 2,3%              | 457,4                | 0,9%              | 882,1                | 5,4%              | 901,8                | 5,7%              |
| styczeń 2013             | 102,5                | 0,6%              | 484,8                | 3,6%              | 900,3                | 4,2%              | 921,4                | 4,5%              |
| luty 2013                | 102,5                | 0,6%              | 484,8                | 3,6%              | 900,3                | 4,2%              | 921,4                | 4,5%              |

Źródło: Dane NBP, obliczenia własne

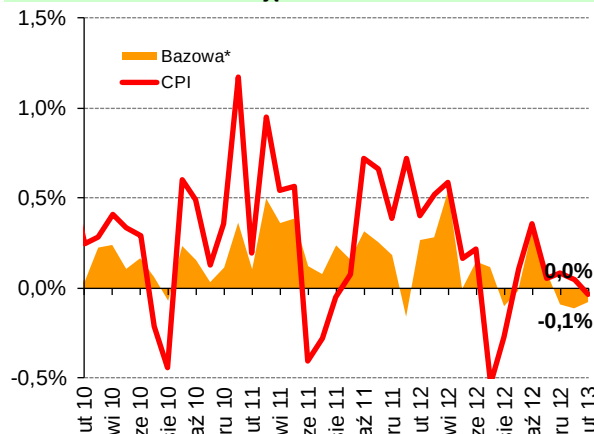
## Inflacja

### Inflacja

#### Ujęcie r/r



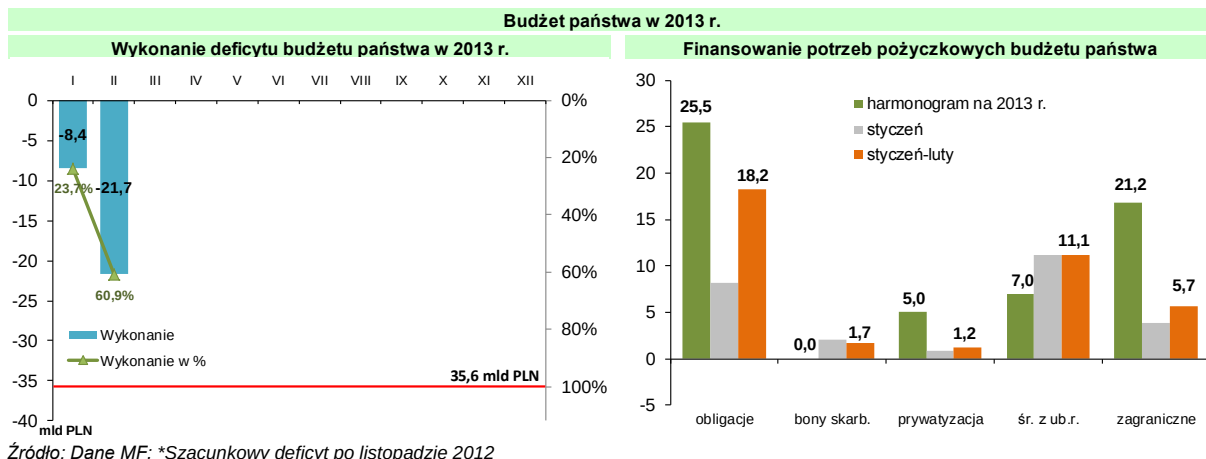
#### Ujęcie m/m



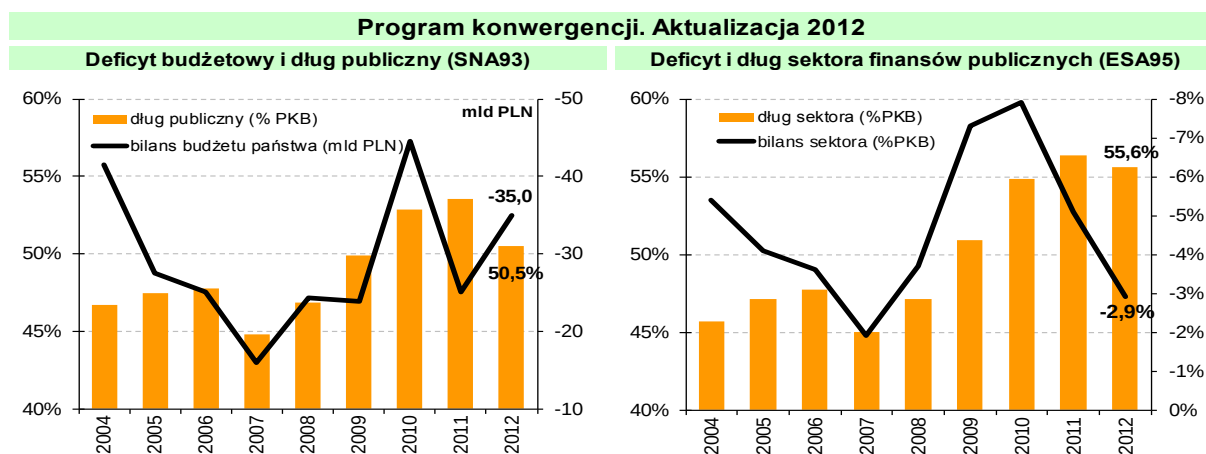
Źródło: Dane GUS, NBP; \* wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii

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

## Finanse publiczne

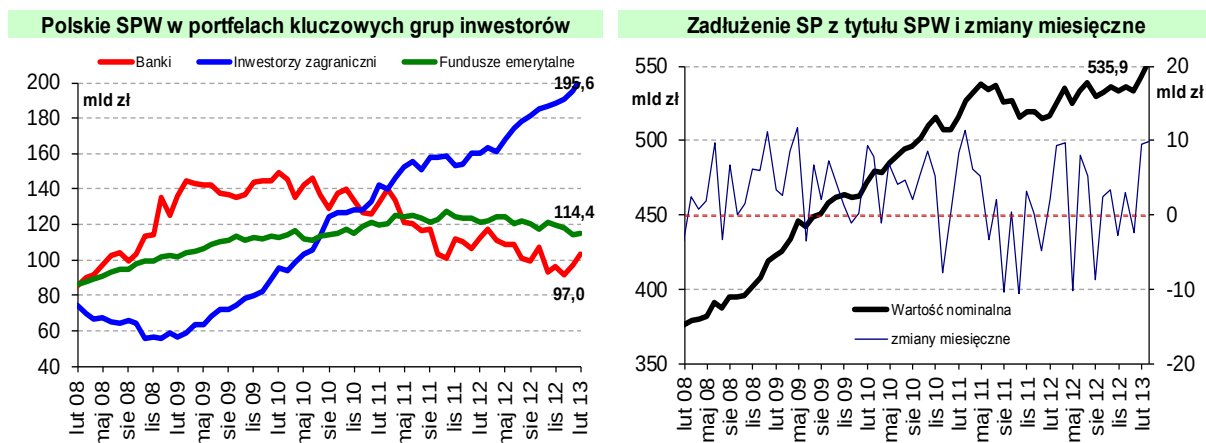


Źródło: Dane MF; \*Szacunkowy deficyt po listopadzie 2012

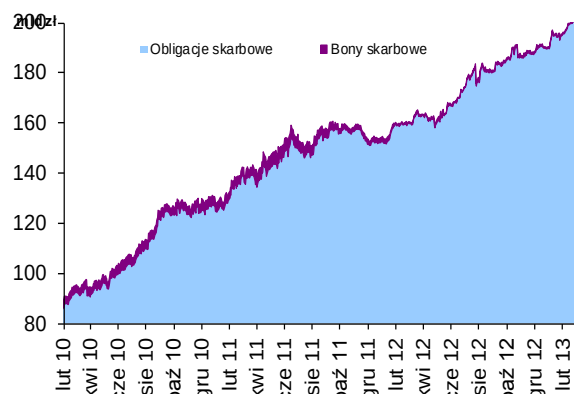


Źródło: Dane - GUS, prognozy na 2011 r. - MF

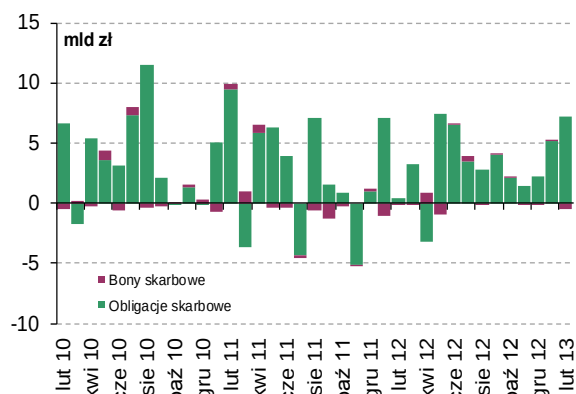
## Polskie skarbowe papiery wartościowe



**SPW w portfelach inwestorów zagranicznych**



**Zmiany SPW w portfelach inwestorów zagranicznych**



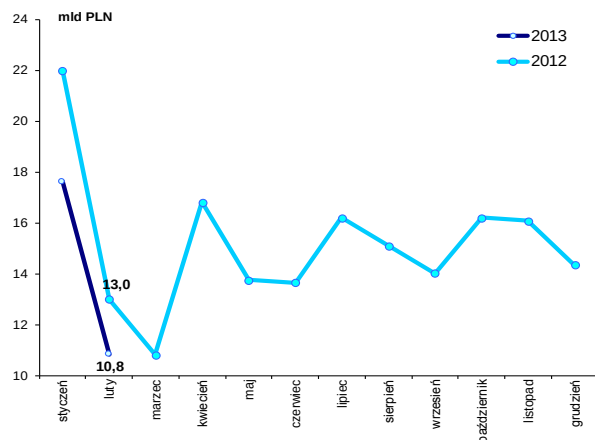
Źródło: MF, obliczenia własne

| 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    |
| luty 2012                                                     | 514,1                              | 11,8 | 525,9 | 112,9   | 21,5%     | 160,5                  | 30,5%    | 121,4               | 23,1%     |
| styczeń 2013                                                  | 534,8                              | 8,1  | 542,9 | 97,0    | 17,9%     | 195,6                  | 36,0%    | 114,4               | 21,1%     |
| luty 2013                                                     | 545,1                              | 7,7  | 552,8 | 102,9   | 18,6%     | 202,3                  | 36,6%    | 114,6               | 20,7%     |
| zmiana m/m                                                    | 10,4                               | -0,4 | 9,9   | 5,9     | 0,8 p.p.  | 6,7                    | 0,6 p.p. | 0,2                 | -0,3 p.p. |
| zmiana r/r                                                    | 31,1                               | -4,1 | 27,0  | -10,0   | -2,8 p.p. | 41,8                   | 6,1 p.p. | -6,8                | -2,4 p.p. |

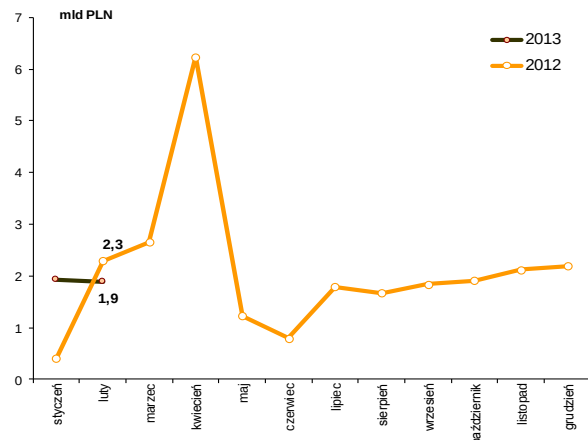
Źródło: MF, obliczenia własne: SPW – skarbowe papiery wartościowe, SP – Skarb Państwa, wartość i udział – w relacji do wartości SPW (razem)

**Realizacja dochodów i wydatków budżetu państwa**

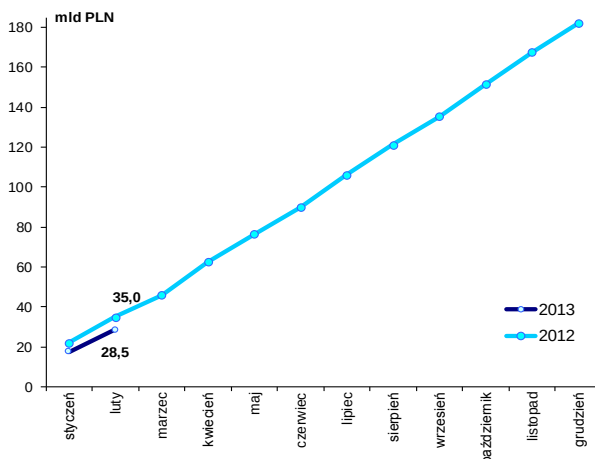
**Wpływy z podatków pośrednich (miesięcznie)**



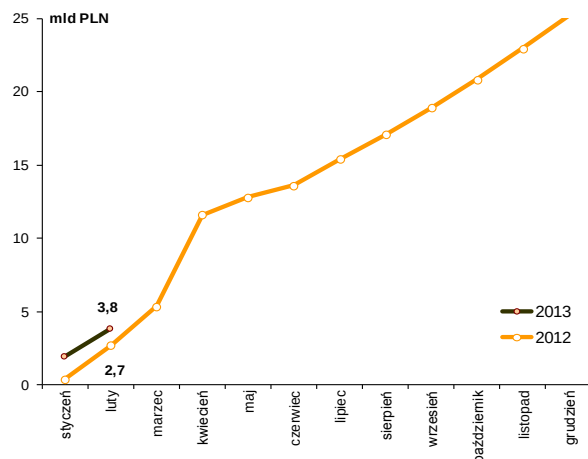
**Wpływy z podatku CIT (miesięcznie)**



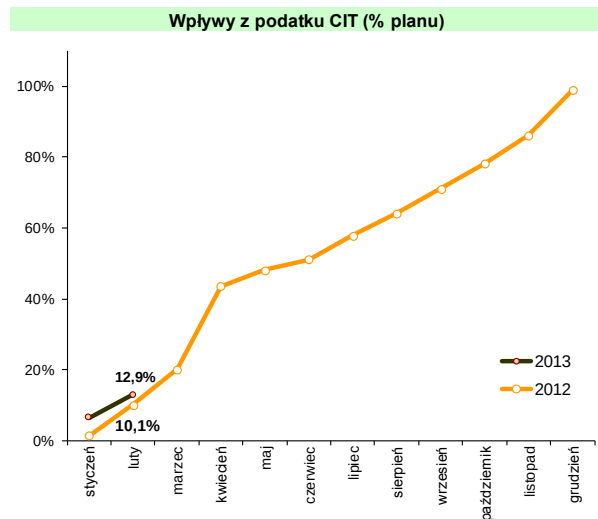
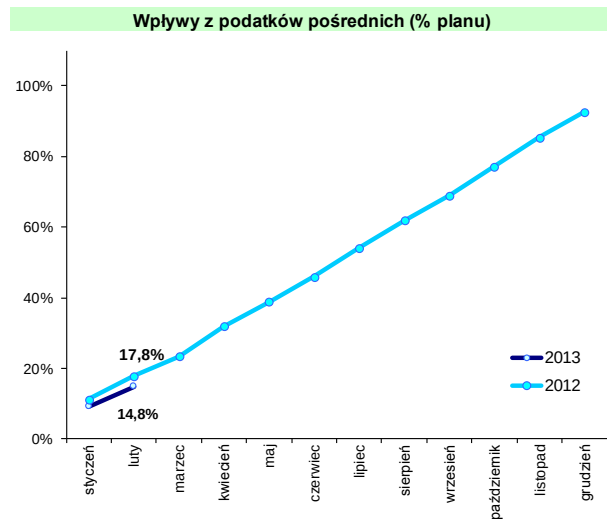
**Wpływy z podatków pośrednich - narastająco**



**Wpływy z podatku CIT - narastająco**



## Departament Analiz i Skarbu

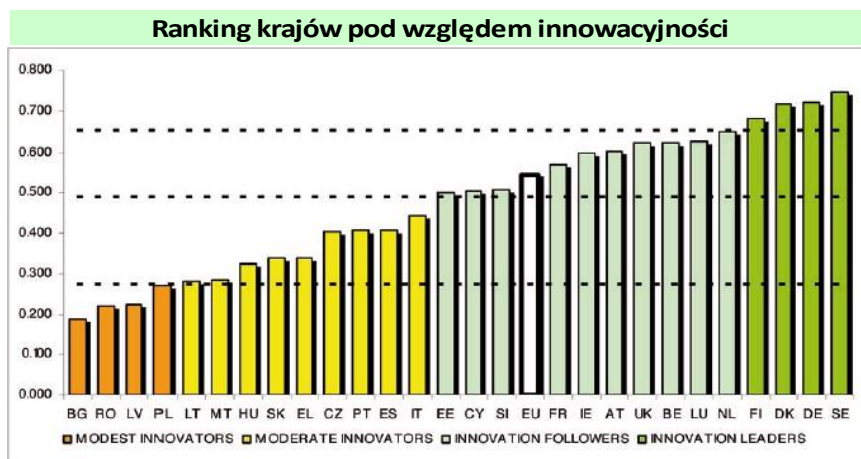


## Europa

### Koniunktura

- ♦ **W marcu br. OECD opublikowała prognozę wzrostu gospodarczego państw G7**, zawartą w „Interim Economic Assessment”. Zgodnie z nią, w pierwszym kwartale 2013 r. trzy największe gospodarki strefy euro – Niemiec, Francji i Włoch łącznie będą rosnąć w tempie 0,4% k/k, natomiast w drugim kwartale – o 1% k/k. OECD zwraca uwagę na dysproporcje we wzroście, gdyż zgodnie z prognozą, gospodarka niemiecka zanotuje w pierwszym kwartale wzrost o 2,3% k/k i 2,6% k/k w drugim, natomiast gospodarka Francji w pierwszym kwartale 2013 r. zmniejszy o 0,6%, przy czym w drugim kwartale przewidywany jest jej wzrost o 0,5% k/k. We Włoszech, realny PKB, według prognozy ma zmniejszyć się w pierwszym i w drugim kwartale odpowiednio o 1,6% k/k i 1% k/k. OECD wskazuje ponadto, że słaby wzrost gospodarczy i wysoki stopień niepewności przyczynia się do kontynuacji pogarszania sytuacji na europejskim rynku pracy. Zdaniem OECD w strefie euro istnieje pewna przestrzeń do dalszej obniżki stóp procentowych przez EBC, biorąc pod uwagę niski popyt wewnętrzny oraz poziom inflacji poniżej celu inflacyjnego.
- ♦ **Produkcja przemysłowa w strefie euro w styczniu br. utrzymała trend spadkowy**. Według danych skorygowanych o liczbę dni roboczych spadła o 1,3% r/r, wobec spadku o 1,7% r/r w grudniu 2012 r. oraz przewidywań spadku o 2,2% r/r. W UE jako całości produkcja przemysłowa spadała natomiast o 1,7% r/r. Z punktu widzenia całej Europy, najsilniejsze spadki produkcji odnotowano w Norwegii (o 7,5%) i Szwecji (o 5,9% r/r). Największe wzrosty dokonały się natomiast w Bułgarii i na Litwie (po 8% r/r). Produkcja w sektorze budowlanym również pozostała w trendzie spadkowym. Jej poziom, według danych wyrównanych sezonowo, w strefie euro spadł o 1,4% r/r, natomiast w całej UE – o 1,3 r/r.
- ♦ **W strefie euro w marcu br. nastąpiło pogorszenie aktywności przedsiębiorstw w sektorze przemysłowym**. Wskaźnik PMI dla przemysłu, wyniósł 46,8, wobec prognoz wynoszących 46,6 oraz poziomu 47,9 w lutym.
- ♦ **Sprzedaż detaliczna w strefie euro w styczniu br. pozostała w trendzie spadkowym** – spadek wyniósł 1,3% r/r. Prognozowano jej zmniejszenie o 2,9% r/r, natomiast miesiąc wcześniej spadek ten wyniósł 3% r/r.
- ♦ **Nastąpiło pogorszenie aktywności sektora usług w strefie euro**. Indeks PMI dla tego sektora w marcu, według danych szacunkowych, wyniósł 46,5, wobec prognoz na poziomie 48,2 oraz 47,9 miesiąc wcześniej.
- ♦ **W lutym bezrobocie w strefie euro, po uwzględnieniu czynników sezonowych, wyniosło 12%**, zgodnie z prognozami, wobec poziomu 11,9% w styczniu. W całej UE przeciętny poziom tego wskaźnika wyniósł 10,9%, wobec 10,8% w styczniu 2012 r. Najwyższe bezrobocie, na poziomie 26,3%, zostało zanotowane w Hiszpanii, natomiast najniższe – w Austrii, gdzie wynosiło 4,8%. Najwyższy wzrost bezrobocia został zanotowany w Grecji, na Cyprze i w Portugalii, podczas gdy największy jego spadek – na Litwie, w Estonii i Irlandii.
- ♦ **Wskaźnik inflacji HICP w strefie euro w marcu ukształtował się na poziomie 1,7% r/r**, według szacunkowych danych, co było zgodne z przewidywaniami. Miesiąc wcześniej wskaźnik ten wynosił 1,8% r/r. Do wzrostu ogólnego poziomu cen w największym stopniu przyczynił się wzrost cen żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych. **W lutym wskaźnik inflacji bazowej HICP wynosił 1,4% r/r.**, zgodnie z prognozami, natomiast w styczniu br. inflacja ta sięgała 2%.

- ◆ Europejski Bank Centralny na marcowym posiedzeniu utrzymał główną stopę procentową na historycznie niskim poziomie 0,75%. Ostatnia zmiana stóp procentowych miała miejsce w lipcu 2012 r. (była to obniżka o 25 p.b.).
- ◆ Komisja Europejska w marcu br. opublikowała ranking innowacyjności państw UE. Główna teza zawarta w raporcie mówi, że poziom innowacyjności w 2012 r. wzrósł w porównaniu do 2011 r., pomimo trwającego kryzysu gospodarczego, tym niemniej pogłębiły się dysproporcje pomiędzy poszczególnymi państwami członkowskimi. Czynnikiem wzrostu innowacyjności, według UE, była działalność MŚP, komercjalizacja wyników badań, a także efektywne programy badawcze UE. Czynnikiem negatywnym stał się natomiast spadek udziału *venture capital* w finansowaniu innowacyjnych przedsięwzięć.



Źródło: European Commission, „Innovation union scoreboard 2013”, Brussels 2013.

- ◆ W marcu br. Międzynarodowy Fundusz Walutowy opublikował raport pt. „European Union: Financial System Stability Assessment” w nawiązaniu do przeprowadzanego wspólnie z Bankiem Światowym Programu Oceny Sektora Finansowego. Według autorów raportu, poziom kapitałów w sektorze bankowym UE zwiększył się i poprawiły się warunki finansowania, natomiast potencjalnym źródłem niestabilności finansowej pozostaje niskie tempo wzrostu gospodarczego oraz trudności fiskalne państw UE, negatywnie oddziałujące na bilanse banków. Rekomendacje zawarte w raporcie dotyczą m.in.:
  - przeprowadzania przeglądów jakości aktywów banków w oparciu o zharmonizowane definicje kredytów zagrożonych,
  - objęcia Jednolitym Mechanizmem Nadzorczym (*Single Supervisory Mechanism* – SSM) wszystkich banków w danym kraju uczestniczącym w SSM,
  - opracowania reguł operacyjnych dotyczących bezpośredniego dokapitalizowania banków w ramach Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego,
  - opracowania „mapy drogowej” utworzenia wspólnotowego systemu gwarantowania depozytów i unijnej instytucji odpowiedzialnej za restrukturyzację i uporządkowaną likwidację banków (*resolution authority*).
- ◆ W marcu MFW opublikował również raport z misji we Włoszech ramach Programu Oceny Sektora Finansowego. Główna teza raportu mówi, że włoski system bankowy wykazał znaczącą odporność na przedłużającą się recesję w kraju oraz na trudną sytuację gospodarczą w Europie, do czego przyczyniło się m.in. wsparcie płynnościowe ze strony EBC. Według raportu, sektor bankowy zwiększył bazę depozytową oraz kapitały, tym niemniej recesja przyczyniła się

do stosunkowo niskiej rentowności banków oraz pogarszającej się jakości portfeli kredytowych. Wyniki przeprowadzonych stess-testów wskazały na odporność sektora bankowego ze względu na wysoki poziom dokapitalizowania. Jako potencjalne źródło ryzyka systemowego zidentyfikowano kontynuację recesji oraz ekspozycję banków na dług rządowy.

- ♦ **Na szczycie przywódców UE w marcu ustalono dalsze działania w kwestii unii bankowej.** Postanowiono m.in., że do czerwca zostanie osiągnięte porozumienie ministrów finansów w sprawie opracowanych przez KE projektów dyrektyw o restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków, a także o systemach gwarantowania depozytów. Do lata KE ma przedstawić propozycję wspólnotowego mechanizmu finansowania restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Będzie miał on zastosowanie do krajów objętych wspólnotowym nadzorem bankowym sprawowanym przez EBC, który ma rozpocząć działanie od marca 2014 r.

### **Polityka fiskalna**

- ♦ **W marcu Parlament Europejski przyjął rezolucję w kwestii budżetu UE na lata 2014-2020, w której odrzucono porozumienie wynegocjowane na lutowym szczycie UE.** Parlament Europejski zakwestionował proponowany poziom wydatków budżetowych, uznając go za zbyt niski, a ponadto opowiada się za zwiększeniem elastyczności przesuwania środków pomiędzy kolejnymi latami i elementami budżetu. Rezolucja ma charakter niewiążący, natomiast ostateczne głosowanie nad budżetem odbędzie się w czerwcu br. Obecnie planowane jest rozpoczęcie negocjacji z rządami państw członkowskich.
- ♦ **W marcu Parlament Europejski przyjął przepisy tzw. „dwupaku”, na który składają się dwa rozporządzenia wzmacniające nadzór Komisji Europejskiej nad budżetami państw członkowskich,** co ma na celu zapobiec sytuacji, w której problemy finansów publicznych danego państwa negatywnie oddziaływałyby na strefę euro. Projekty ustaw budżetowych będą przysyłane do Komisji Europejskiej i Rady UE, natomiast KE będzie mogła wymagać rewizji budżetowych, w tym redukcji wydatków publicznych, z wyjątkiem wydatków na ochronę zdrowia i edukację oraz inwestycji wspierających wzrost gospodarczy oraz zatrudnienie. Przewidziano ponadto zintensyfikowany nadzór KE nad państwami o znacząco wysokim poziomie długu publicznego i deficytu budżetowego oraz nad tymi, które korzystają z pomocy finansowej UE. Rozporządzenia mają wejść w życie w 2014 r., stanowiąc uzupełnienie aktów prawnych służących koordynacji polityk gospodarczych w UE obowiązujących od grudnia 2012 r., przyjętych w ramach tzw. „sześciopaku”.
- ♦ **Ogłoszone zostały marcowe ratingi kredytowe:**
  - Agencja ratingowa Fitch utrzymała rating UE na najwyższym poziomie AAA z perspektywą stabilną. Według agencji do utrzymania ratingu przyczynił się fakt, że 9 z 27 państw członkowskich również posiada najwyższy rating;
  - Agencja ratingowa S&P podwyższyła perspektywę ratingu Portugalii z negatywnej do stabilnej oraz potwierdziła rating BB/B. Decyzję uzasadniano redukcją ryzyka związanego z refinansowaniem sektora publicznego. Zdaniem agencji, dynamika PKB w 2013 r. wyniesie -1,5%, natomiast umiarkowany wzrost gospodarczy zostanie zanotowany w 2014 oraz w 2015 r.;
  - Długoterminowe ratingi Włoch dla długu w walutach obcych i w walucie krajowej zostały obniżone przez Agencję Fitch z A- do BBB+, z perspektywą negatywną. Rating krótkoterminowy dla długu w walutach obcych został utrzymany na poziomie F2. Obniżenie ratingu wiązało się z oceną agencji, że po wyborach parlamentarnych w lutym powołanie w najbliższych tygodniach stabilnego rządu pozostaje mało prawdopodobne, a ponadto



decyzja ratingowa wynikała z faktu, że dane makroekonomiczne za IV kwartał 2012 r. potwierdzają recesję we włoskiej gospodarce. Agencja Fitch prognozuje ujemną dynamikę PKB w 2013 r., wynoszącą 1,8%, wobec -2,4% w 2012 r. Według prognoz agencji w 2013 r. zadłużenie sektora rządowego osiągnie najwyższą wartość około 130% PKB.

### **Sytuacja gospodarcza na Cyprze**

- ♦ **W marcu br. nastąpiła eskalacja kryzysu bankowego na Cyprze**, której przejawem stało się tymczasowe zamknięcie cypryjskich banków, a także nałożenie przez bank centralny czasowego ograniczenia przepływów kapitałowych na transakcje bankowe, celem uniknięcia masowego odpływu depozytów po ich otwarciu. Wprowadzono limit dziennych wypłat w gotówce wynoszący 300 EUR, ograniczenia transakcji komercyjnych powyżej 5000 tys. EUR, zawieszono spieniężanie czeków, natomiast osoby opuszczające Cypr będą mogły posiadać maksymalnie 1000 EUR gotówki. Według danych Centralnego Banku Cypru, deponenci z krajów strefy euro w lutym wycofali z cypryjskich banków 18 procent posiadanych przez siebie depozytów. W lutym zanotowano również rozpoczęty w styczniu spadek łącznej wartości depozytów sektora prywatnego o 2,2%, do 46,4 mld EUR.
- ♦ Przyczynami załamania sektora bankowego są powiązania cypryjskich banków z bankami greckimi i ekspozycja na grecki dług rządowy, a także nieproporcjonalny do wielkości gospodarki rozmiar sektora bankowego. Według danych EBC i Eurostat, aktywa krajowych banków wyniosły w końcu stycznia br. 126,4 mld EUR, wobec 78 mld EUR w 2007 r. Stanowi to około siedmiokrotność wartości PKB tego państwa, która jak wynika z danych Cypryjskiego Urzędu Statystycznego, w IV kwartale 2012 r. wyniosła 17,88 mld EUR, stanowiąc około 0,2% PKB strefy euro. Wartość depozytów zgromadzonych w cypryjskich bankach sięga natomiast około 70 mld EUR, z czego około 38 mld EUR stanowią lokaty powyżej 100 tys. EUR.
- ♦ **Kryzys sektora bankowego przyczynił się do załamania w sferze gospodarki realnej.** Od sześciu kwartałów gospodarka Cypru znajduje się w recesji. Tempo wzrostu PKB w IV kwartale 2012 r. wyniosło -3,4%, natomiast w całym 2012 r. dynamika PKB ukształtowała się na poziomie -2,4% r/r.
- ♦ **W marcu br. rating Cypru został obniżony przez agencję S&P z CCC-plus do CCC z perspektywą negatywną.** Przesłanką do obniżenia stało się ryzyko utraty zdolności Cypru do regulowania zobowiązań w obliczu braku źródeł finansowania fiskalnego, a także źródeł alternatywnych.
- ♦ **Warunki pomocy finansowej dla sektora bankowego Cypru po negocjacjach z władzami tego państwa zostały w marcu br. zatwierdzone przez UE, EBC i MFW.** Wysokość pomocy dla sektora wyniesie 10 mld EUR<sup>1</sup>, przy czym pomoc ta nie będzie mogła zostać przeznaczona dla Bank of Cyprus i Laiki. Środki pomocowe zostaną przekazane pod warunkiem, że Cypr ze swej strony zapewni 13 mld EUR jako wkład własny. Pomoc finansowa ma pochodzić w głównej mierze z Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (który ma zapewnić 9 mld EUR), natomiast MFW ma w okresie 3 lat wnieść kwotę 1 mld EUR. Według źródeł cypryjskiego ministerstwa finansów, po uzyskaniu środków w ramach programu pomocowego relacja długu publicznego do PKB wzrośnie z około 87,26% na koniec 2012 r. do 140% PKB w 2014 r. Cypr zwrócił się z prośbą o pożyczkę międzynarodową w czerwcu 2012 r., jednak negocjacje zostały wstrzymane w związku z wyborami prezydenckimi w lutym br.

<sup>1</sup> Dla porównania, wysokość pomocy KE, EBC i MFW dla Grecji w 2010 r. i 2012 r. wyniosła 246 mld EUR.

### ♦ **Zatwierdzony program pomocowy przewiduje m.in.:**

- rezygnację z powszechnego opodatkowania depozytów bankowych (propozycja ta została odrzucona przez cypryjski parlament) i obciążenie depozytów powyżej 100 tys. EUR ulokowanych w dwóch największych bankach – Bank of Cyprus i Laiki. Program przewiduje, że posiadacze wkładów w pozostałych bankach na Cyprze nie poniosą strat.
- restrukturyzację sektora bankowego, w tym:
  - a) uporządkowaną likwidację banku Laiki oraz obciążenie stratami akcjonariuszy, posiadaczy obligacji oraz właścicieli nie ubezpieczonych depozytów ulokowanych w tym banku. Bank Laiki ma kontynuować działalność operacyjną od 2 kwietnia (znajdując się pod kontrolą Bank of Cyprus) do momentu zakończenia procesu uporządkowanej likwidacji;
  - b) przejęcie część aktywów banku Laiki oraz depozytów poniżej 100 tys. EUR przez Bank of Cyprus, który otrzyma wsparcie płynnościowe z EBC w wysokości 9 mld EUR, w ramach ELA (*Emergency Liquidity Assistance* - ELA)<sup>2</sup>.
  - c) rekapitalizację BoC do momentu osiągnięcia docelowego poziomu wskaźnika adekwatności kapitałowej wynoszącego 9% aktywów ważonych ryzykiem. Rekapitalizacja ma się dokonać poprzez konwersję wkładów powyżej 100 tys. EUR na akcje BoC w ramach narzędzia *bail-in*. W przypadku Bank of Cyprus, według wstępnych ustaleń, 37,5% nadwyżki danego wkładu ponad kwotę 100 tys. EUR ma być zamieniona na akcje z prawem głosu i prawem do dywidendy, 22,5% ma podlegać czasowemu zamrożeniu do zakończenia rekapitalizacji banku, z możliwością konwersji tej kwoty na akcje. Pozostałe 40 % nadwyżki ma być również czasowo zamrożona celem zapewnienia płynności Bank of Cyprus, przy czym planowany jest jej późniejszy zwrot deponentom wraz z należnymi odsetkami powiększonymi o 10 pkt. bazowych.

Wynegocjowane porozumienie dotyczące restrukturyzacji sektora bankowego nie będzie wymagać zatwierdzenia przez parlament, gdyż ustawa o restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków została przyjęta wcześniej.

Ponadto, władze Cypru zobowiązały się do:

- konsolidacji finansów publicznych,
- dalszej prywatyzacji,
- przeprowadzenia reform strukturalnych,
- wdrożenia przepisów o „praniu brudnych pieniędzy”,
- zwiększenia opodatkowania zysków kapitałowych oraz podatku od przedsiębiorstw.

Program pomocowy wymaga formalnej akceptacji ze strony Zarządu Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego, która spodziewana jest w kwietniu. Po uzyskaniu tej akceptacji, pierwsza transza pomocy finansowej w ramach EMS będzie mogła zostać przekazana w maju. MFW zadeklarował, że rozwiązania zastosowane wobec cypryjskiego sektora bankowego nie będą stosowane w innych krajach.

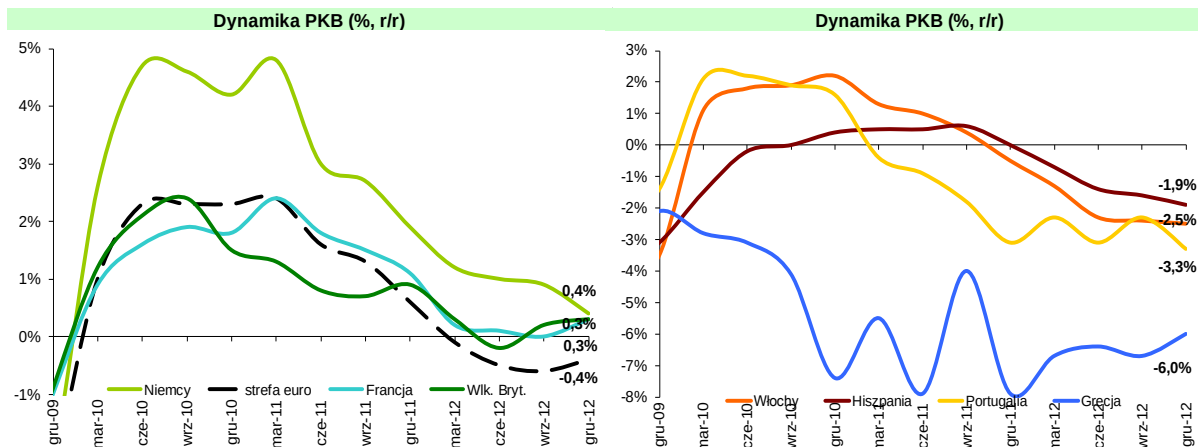
### ♦ **Niepowodzeniem zakończyły się rozmowy dotyczące ewentualnej pomocy finansowej Rosji dla Cypru.** Rosja odmówiła przedłużenia o 5 lat terminu spłaty dotychczasowej pożyczki w wysokości 2,5 mld EUR, zaciągniętej w 2011 roku, a także redukcji jej oprocentowania. Pożyczka ta będzie musiała zostać spłacona w dwóch transzach, w 2016 r. oraz 2022 r. Według źródeł rosyjskich, Cypr zwrócił się również o nową linię kredytową w wysokości 5 mld EUR, na co nie uzyskał zgody Rosji.

---

<sup>2</sup> Wsparcie to zostało udzielone wcześniej bankowi Laiki i zostanie przetransferowane do Bank of Cyprus. Oprócz tego, Bank of Cyprus otrzymał do tej pory 1 mld EUR wsparcia EBC w ramach ELA.

Europa Zachodnia

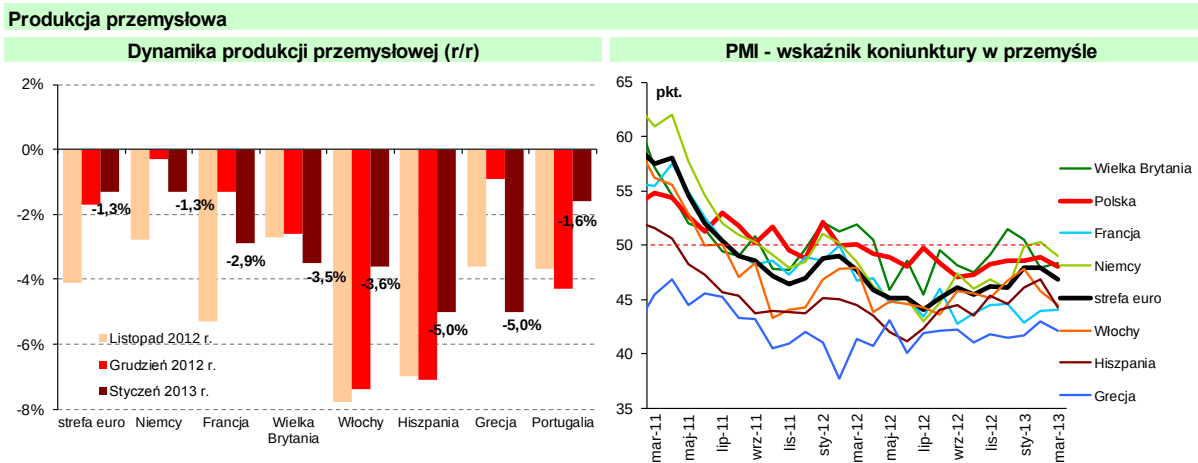
Wzrost gospodarczy



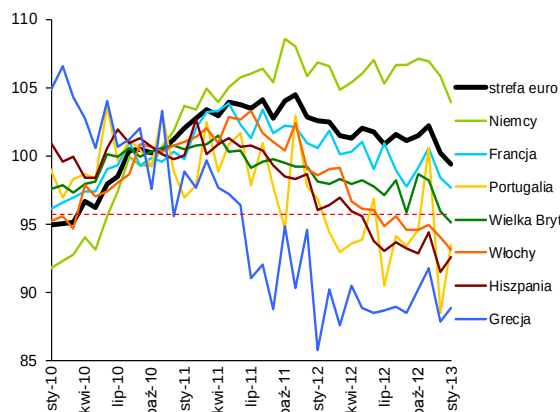
|                        | Wzrost kw/kw |      |      |      | Wzrost r/r |      |      |      | Prognoza KE |      |      |
|------------------------|--------------|------|------|------|------------|------|------|------|-------------|------|------|
|                        | 2012         |      |      |      | 2012       |      |      |      | 2012        | 2013 | 2014 |
|                        | Q1           | Q2   | Q3   | Q4   | Q1         | Q2   | Q3   | Q4   |             |      |      |
| <b>strefa Euro</b>     | 0,0          | -0,2 | -0,1 | -0,6 | -0,1       | -0,5 | -0,6 | -0,9 | -0,6        | -0,3 | 1,0  |
| <b>Niemcy</b>          | 0,5          | 0,3  | 0,2  | -0,6 | 1,2        | 1,0  | 0,9  | 0,4  | 0,7         | 0,5  | 2,0  |
| <b>Francja</b>         | -0,1         | -0,1 | 0,1  | -0,3 | 0,2        | 0,1  | 0,0  | -0,3 | 0,0         | 0,1  | 1,2  |
| <b>Wielka Brytania</b> | -0,2         | -0,4 | 0,9  | -0,3 | 0,2        | -0,3 | 0,0  | 0,0  | 0,0         | 0,9  | 1,9  |
| <b>Włochy</b>          | -0,8         | -0,7 | -0,2 | -0,9 | -1,3       | -2,3 | -2,4 | -2,7 | -2,2        | -1,0 | 0,8  |
| <b>Hiszpania</b>       | -0,4         | -0,4 | -0,3 | -0,7 | -0,7       | -1,4 | -1,6 | -1,8 | -1,4        | -1,4 | 0,8  |
| <b>Portugalia</b>      | -0,1         | -1,0 | -0,9 | -1,8 | -2,3       | -3,1 | -3,5 | -3,8 | -3,2        | -1,9 | 0,8  |
| <b>Grecja</b>          | b.d.         | b.d. | b.d. | b.d. | -6,7       | -6,4 | -6,7 | -6,0 | -6,4        | -4,4 | 0,6  |

Źródło: Eurostat; KE.

Produkcja przemysłowa

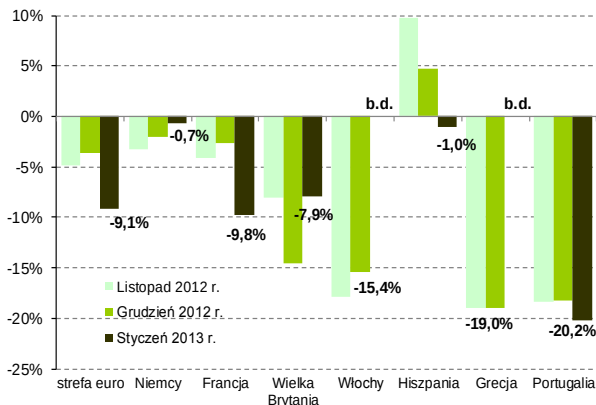


## Indeks wielkości produkcji przemysłowej (2010=100)



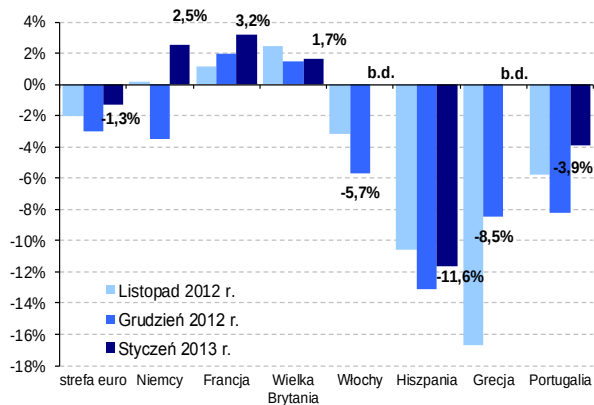
Źródło: Eurostat, Markit

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



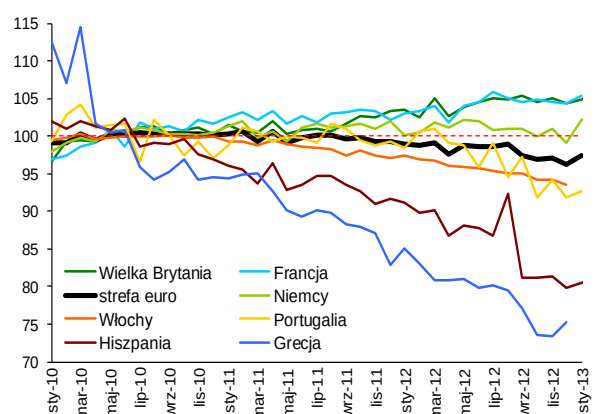
## Sprzedaż detaliczna

### Dynamika sprzedaży detalicznej (r/r)



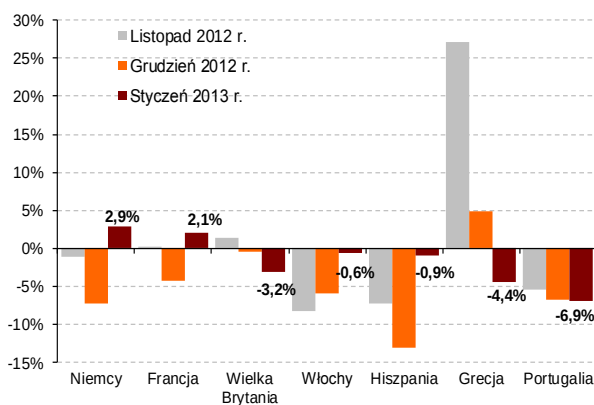
Źródło: Eurostat

### Indeks sprzedaży detalicznej (2005=100)



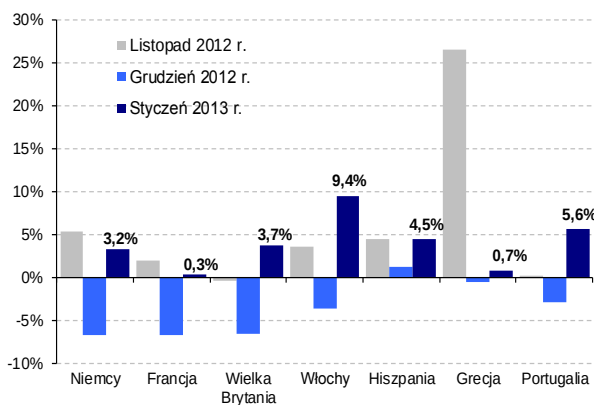
## Handel zagraniczny

### Dynamika importu (r/r)



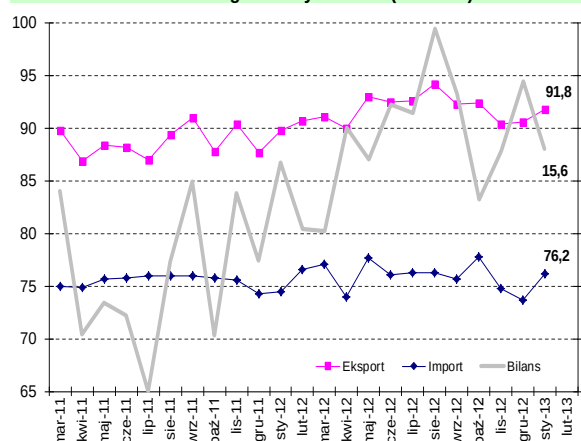
Źródło: Eurostat

### Dynamika eksportu (r/r)

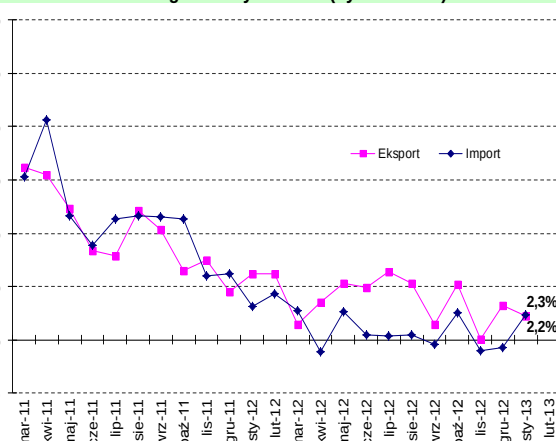


## Departament Analiz i Skarbu

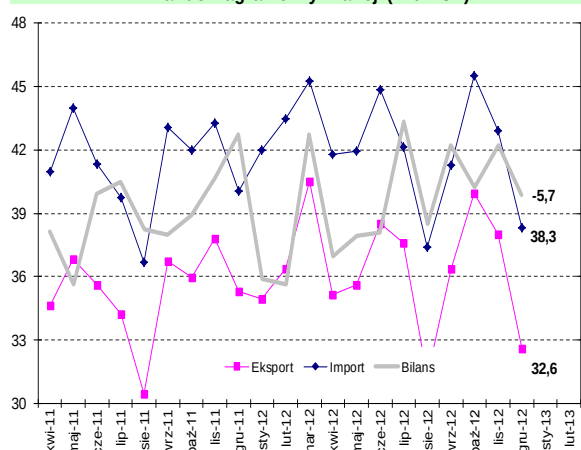
### Handel zagraniczny Niemiec (mld EUR)



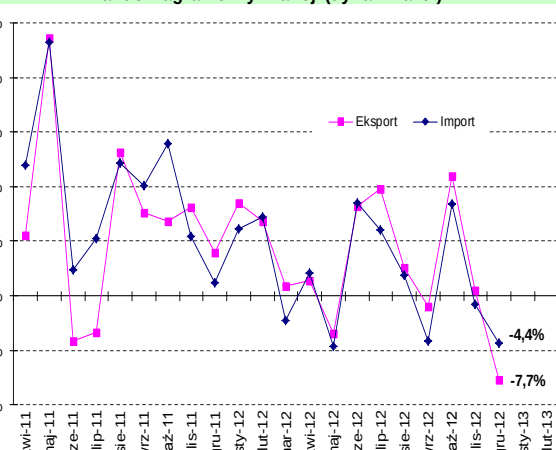
### Handel zagraniczny Niemiec (dynamika r/r)



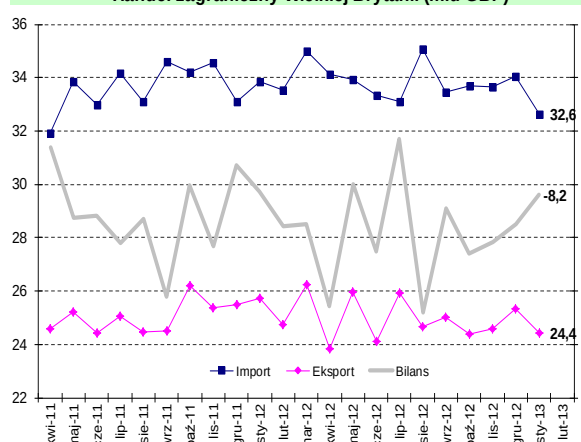
### Handel zagraniczny Francji (mld EUR)



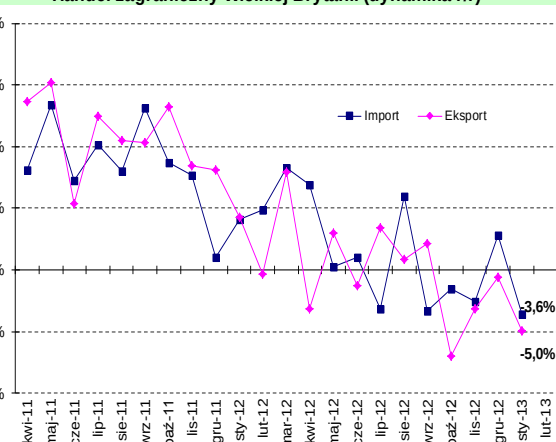
### Handel zagraniczny Francji (dynamika r/r)



### Handel zagraniczny Wielkiej Brytanii (mld GBP)

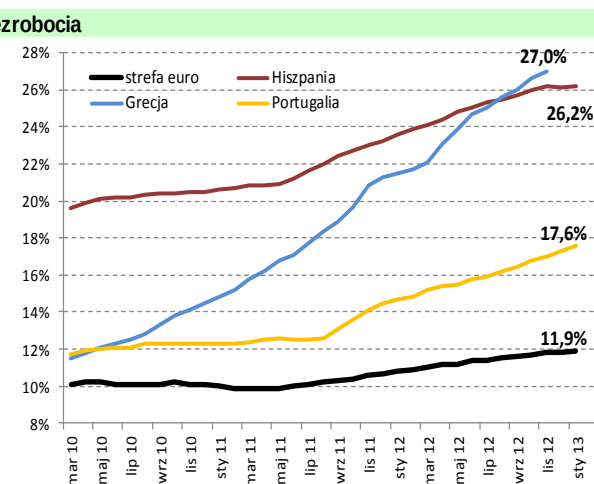
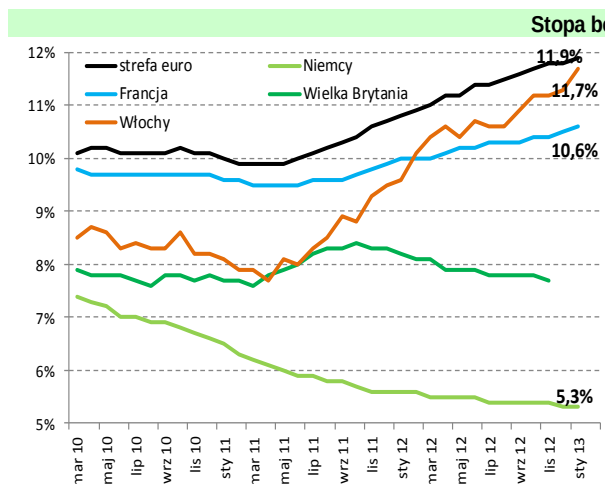
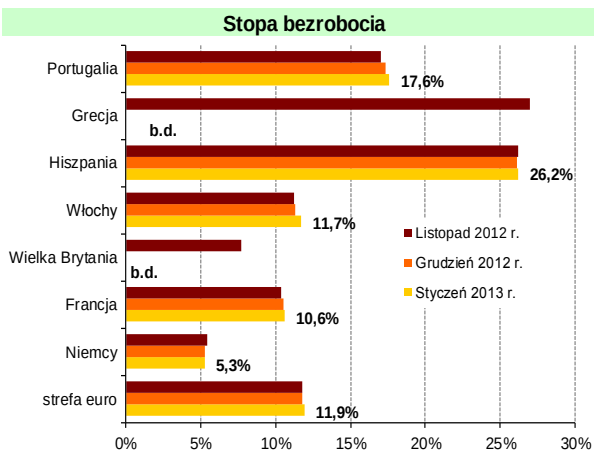
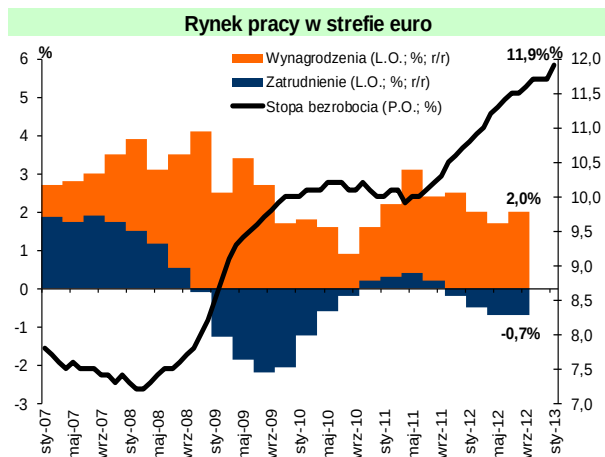


### Handel zagraniczny Wielkiej Brytanii (dynamika r/r)



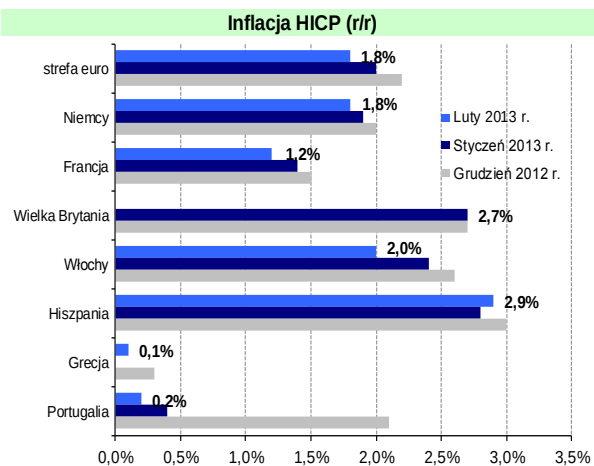
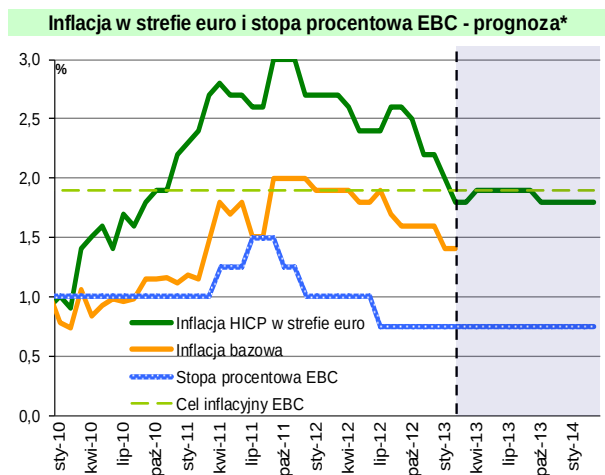
Źródło: Reuters

## Rynek pracy



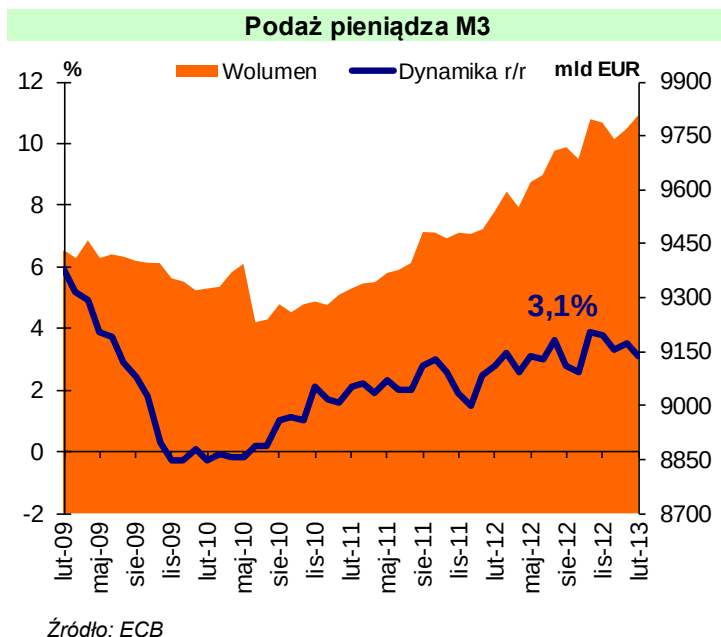
Źródło: Eurostat

## Inflacja



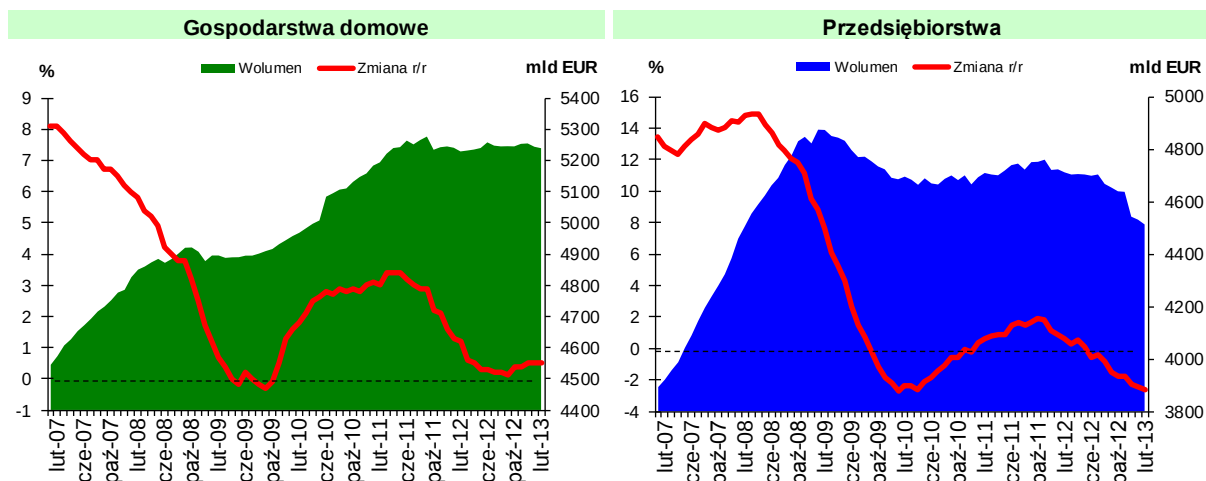
Źródło: Eurostat, Reuters, \*prognozy rynkowe - Reuters

**Podaż pieniądza**

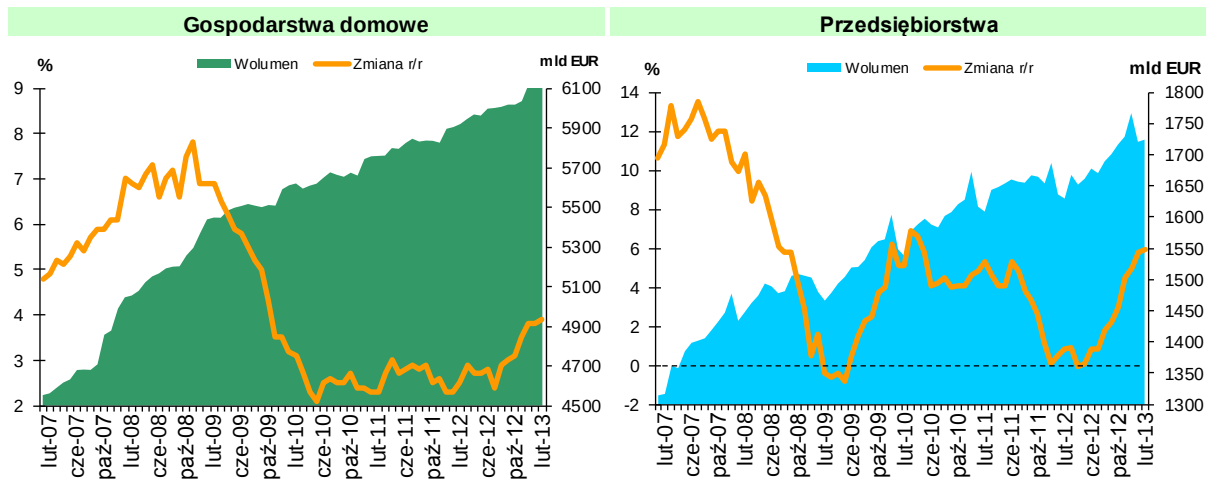


**Kredyty i depozyty**

**Kredyty - Strefa Euro**

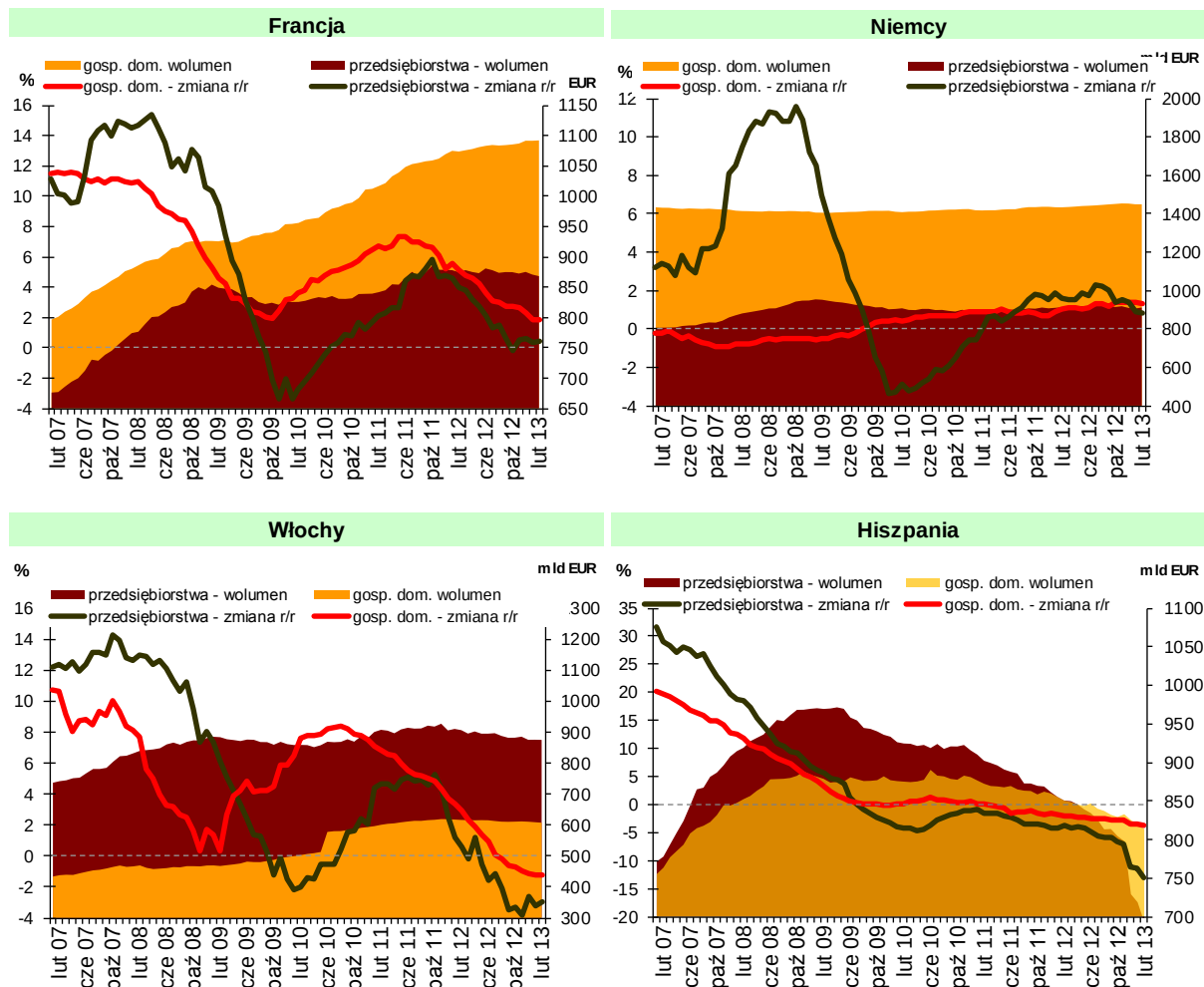


**Depozyty - Strefa Euro**



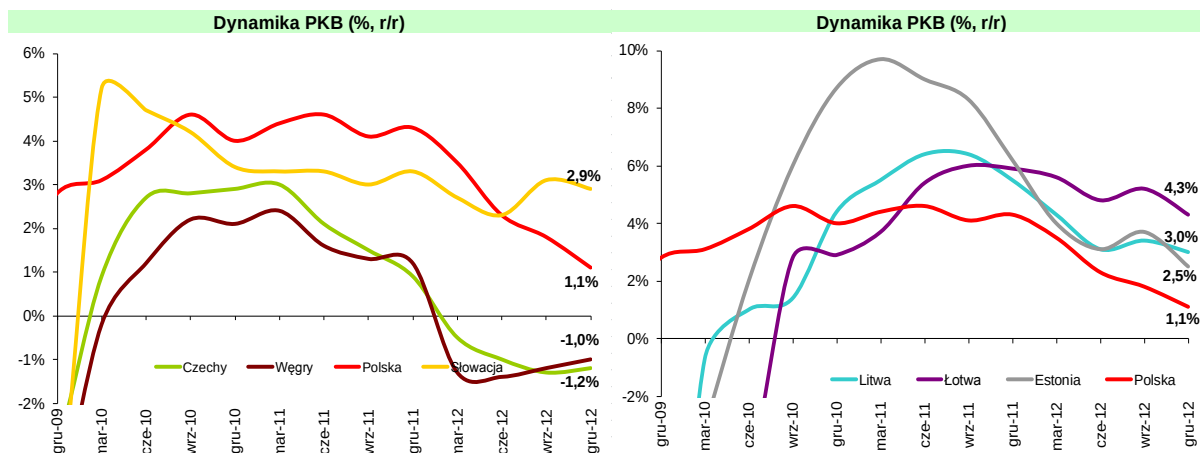


**Kredyty - Europa Zachodnia**



Europa Środkowo – Wschodnia

Wzrost gospodarczy

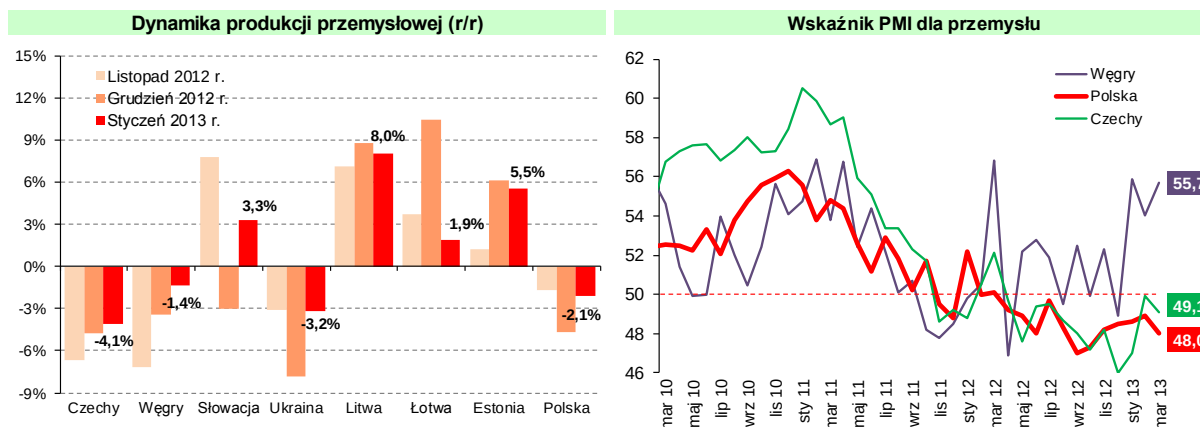


Źródło: Eurostat; dane odsezonowane.

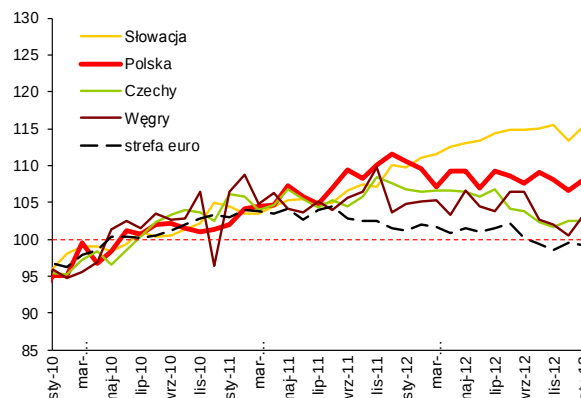
|          | Wzrost kw/kw |      |      |      | Wzrost r/r |      |      |      | Prognoza KE |      |      |
|----------|--------------|------|------|------|------------|------|------|------|-------------|------|------|
|          | 2012         |      |      |      | 2012       |      |      |      | 2012        |      | 2013 |
|          | Q1           | Q2   | Q3   | Q4   | Q1         | Q2   | Q3   | Q4   | 2012        | 2013 |      |
| Czechy   | -0,6         | -0,4 | -0,3 | -0,2 | -0,5       | -1,0 | -1,3 | -1,7 | -1,1        | 0,0  | 1,9  |
| Węgry    | -1,0         | -0,5 | -0,4 | -0,9 | -1,2       | -1,3 | -1,7 | -2,8 | -1,7        | -0,1 | 1,3  |
| Słowacja | 0,3          | 0,4  | 0,3  | 0,2  | 2,7        | 2,3  | 2,0  | 1,2  | 2,0         | 1,1  | 2,9  |
| Litwa    | 0,3          | 0,6  | 1,2  | 1,0  | 4,2        | 3,2  | 3,2  | 3,1  | 3,6         | 3,1  | 3,6  |
| Łotwa    | 1,2          | 1,3  | 1,7  | 1,3  | 5,6        | 4,8  | 5,3  | 5,7  | 5,3         | 3,8  | 4,1  |
| Estonia  | 0,2          | 0,5  | 1,8  | 0,9  | 3,6        | 2,5  | 3,2  | 3,4  | 3,2         | 3,0  | 4,0  |
| Polska   | 0,5          | 0,2  | 0,4  | 0,2  | 3,5        | 2,3  | 1,9  | 1,1  | 2,0         | 1,2  | 2,2  |

Źródło: Eurostat; KE.

Produkcja przemysłowa

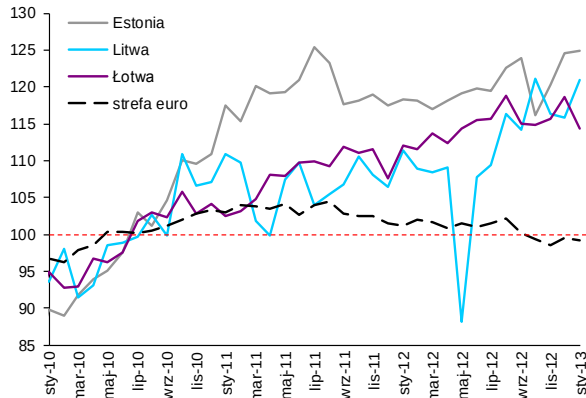


## Indeks wielkości produkcji (2010=100)



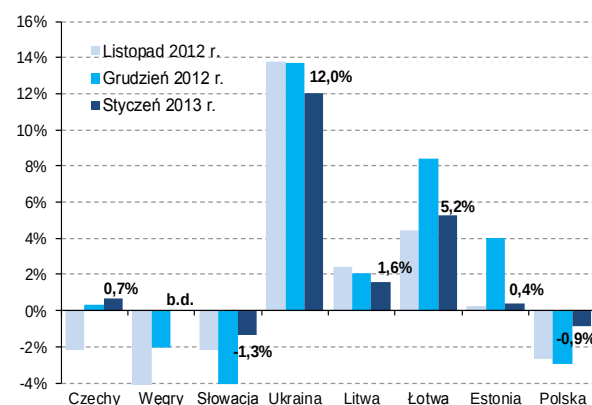
Źródło: Eurostat, SSC of Ukraine.

## Indeks wielkości produkcji (2010=100)

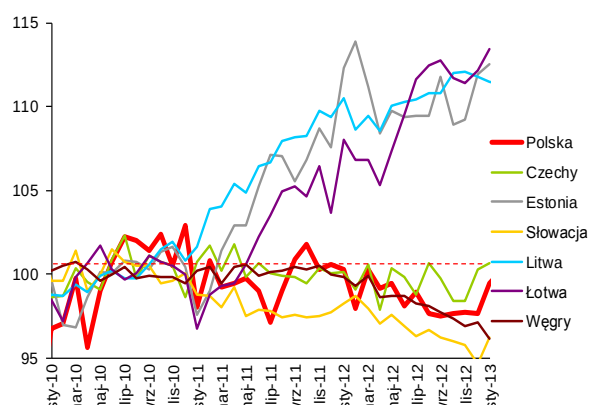


## Sprzedaż detaliczna

### Dynamika sprzedaży detalicznej (r/r)



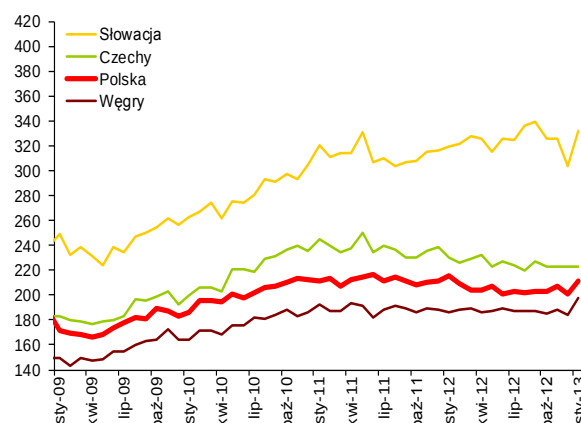
### Indeks sprzedaży detalicznej (2010=100)



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

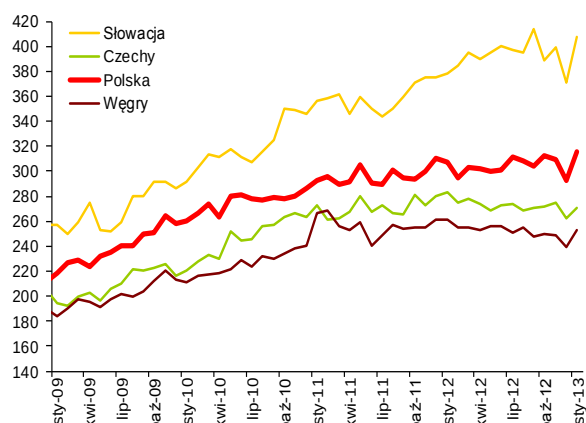
## Handel zagraniczny

### Import - indeks 2000=100

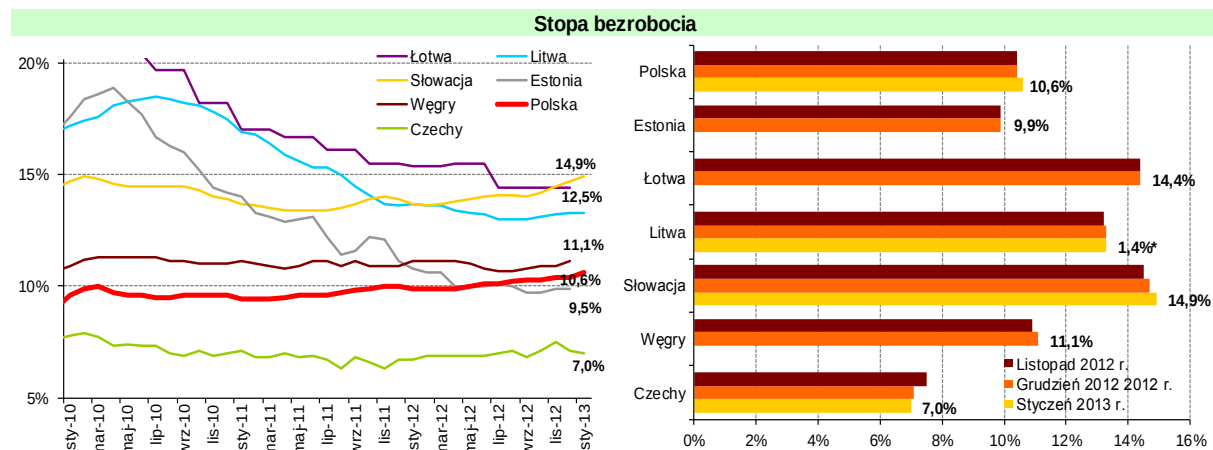


Źródło: Eurostat, SSC of Ukraine.

### Eksport - indeks 2000=100

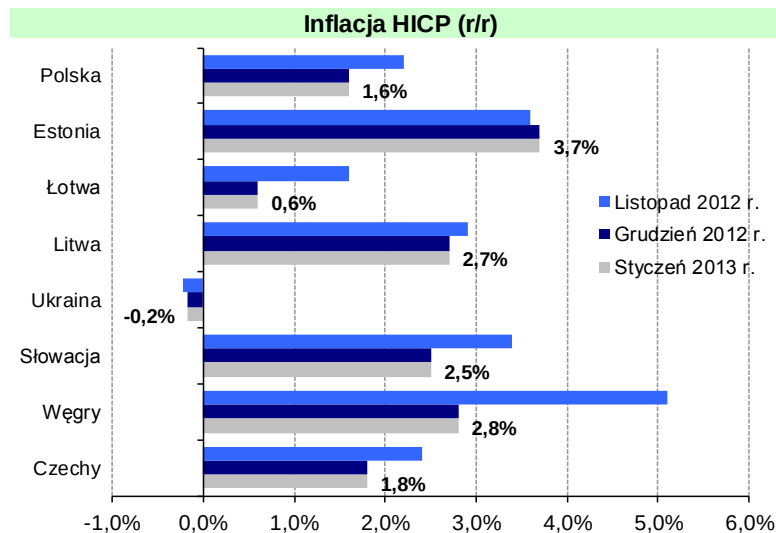


## Rynek pracy



Źródło: Eurostat, urzędy statystyczne.

## Inflacja



## **Kraje rozwinięte OECD**

### **1. Stany Zjednoczone**

#### **Koniunktura**

- ♦ Zgodnie z opublikowaną w marcu **Beżową Księgą FED**, w USA w styczniu i lutym notowano niewielki do umiarkowanego wzrost gospodarczy, zależnie od regionu. W większości tzw. dystryktów FED zanotowano wzrost popytu konsumpcyjnego, w tym widocznie wzrósł popyt na samochody. Ożywił się również popyt na usługi, w tym turystyczne, transportowe i logistyczne. W sektorze przemysłowym zanotowano umiarkowany wzrost produkcji, a szczególnie w branżach samochodowej, żywności i zaopatrzenia dla budownictwa. Od początku roku w USA zauważalne jest ożywienie na rynku nieruchomości mieszkaniowych, co znalazło odzwierciedlenie również we wzroście ich cen. W większości regionów poprawiła się sytuacja na rynku pracy, jednak przy wciąż ograniczonych planach zwiększania zatrudnienia i braku presji na wzrost płac.

W komentarzu po marcowym posiedzeniu FOMC, na którym pozostawiono dotychczasowe parametry polityki pieniężnej, odnotowano, że prowadzenie akomodacyjnej polityki monetarnej jest istotnym czynnikiem wsparcia dla gospodarki USA. Wg wyliczeń Reutersa od momentu obniżenia stóp procentowych w USA do 0,00%-0,25%, FED przekazał do gospodarki ok 2,5 bln USD w ramach programu skupu aktywów. Wg FOMC potrzebne jest jednak utrzymanie tych działań, ponieważ stopa bezrobocia wciąż znajduje się na podwyższonym poziomie (7,7%), przy jednoczesnym braku zagrożenia nadmierną inflacją w średnim okresie – FOMC szacuje, że wskaźnik CPI będzie się utrzymywał na poziomie nieprzekraczającym 2,0% r/r.

- ♦ O pewnym ożywieniu koniunktury w USA świadczy poprawa szeregu bieżących wskaźników ekonomicznych. W efekcie banki **JPMorgan i Goldman Sachs podniosły prognozy wzrostu PKB** w I kw. – do odpowiednio 2,3% i 2,9% (zannualizowany), podczas gdy w IV kw. ub.r. wzrost wyniósł 0,1%.

Nieznacznie **wzrosła dynamika produkcji przemysłowej w lutym – do 2,5% r/r** (z 2,3% w styczniu), jednak dotyczyło to wszystkich jej kategorii. O szerokim zakresie ożywienia wspomniano również w publikacji na temat wskaźnika ISM dla przemysłu (amerykański odpowiednik PMI), który wzrósł do 54,2 pkt. w lutym.

Na ożywienie konsumpcji prywatnej wskazuje natomiast stopniowe **przyspieszanie sprzedaży detalicznej – jej dynamika wzrosła w lutym do 4,6% r/r** (z 4,2% w styczniu). Poprawa nastrojów konsumentów i wzrost zaufania do sytuacji gospodarczej w ostatnich miesiącach spowodował przy tym wzrost popytu na niektóre dobra trwałego użytku – np. sprzedaż samochodów wzrosła o 8,8% r/r. Natomiast jednorazowym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu sprzedaży w lutym był wyraźny wzrost wartości sprzedaży paliw, jednak było to spowodowane istotnym wzrostem cen ropy w tym okresie. Pozytywny wpływ na konsumpcję wywiera poprawa sytuacji na rynku pracy – **stopa bezrobocia spadła w lutym o 0,2 p.p. do 7,7%**, a więc poziomu notowanego ostatnio pod koniec 2008 r., a przyrosty zatrudnienia były większe niż oczekiwano. Dane o PKB za IV kw. 2012 r. pokazały również rosnący wpływ konsumpcji prywatnej na wzrost PKB, a także wzrost oszczędności w relacji do dochodu (z 3,6% do 4,6%), co oznacza, że konsumpcja nie rośnie kosztem oszczędności.

Coraz wyraźniejsze oznaki ożywienia widoczne są również na **rynku nieruchomości**, szczególnie mieszkaniowych. Sprzedaż nowych domów wzrosła w lutym o 15,6% m/m i 28,9% r/r, a dynamika roczna przekracza 10% od 14 miesięcy. W ciągu roku do lutego sprzedanych zostało 437 tys. domów, a więc najwięcej od połowy 2008 r. Systematycznie rośnie również liczba pozwoleń na budowę nowych domów, natomiast liczba ofert sprzedaży nieruchomości na rynku wtórnym jest coraz mniejsza. W efekcie wzrostu popytu wzrosły również ceny – średnio o

2,1% r/r dla nowych domów. Na przyspieszenie sprzedaży wpłynął również spadek oprocentowania kredytów mieszkaniowych, wynikający przede wszystkim z operacji FED skupu papierów, o które te kredyty są oparte.

- ◆ Senat USA chce w tym roku ustanowić **prawo przywracające prezydentowi USA większe możliwości i autonomię w międzynarodowych negocjacjach handlowych**, które wygasło w 2007 r. Dzięki tzw. TPA (Trade Promotion Authority) Biały Dom będzie mógł przedkładać umowy handlowe bezpośrednio pod głosowanie do Kongresu, bez dodatkowych, czasochłonnych poprawek i analiz prawnych. Taka procedura zwiększa pewność drugiej strony umowy, że umowa szybko i skutecznie wejdzie w życie. Szybki proces legislacyjny w tym przypadku popierają Republikanie, wspierający otwarty rynek i swobodny handel, podczas gdy większość Demokratów twierdzi, że taka polityka przyczynia się do utraty miejsc pracy w USA. Senat chce również wznowienia programu wsparcia dla pracowników, których fabryki przeniosły za granicę.

Obecna inicjatywa Białego Domu spowodowana jest potrzebą usprawnienia negocjacji dotyczących umów o handlowym „Partnerstwie Trans-Atlantyckim” (z państwami UE) oraz „Partnerstwie Trans-Pacyficznym” (pomiędzy 11 państwami). Chęć uczestnictwa w tym drugim zasygnalizowała też Japonia, w efekcie czego takie partnerstwo łączyłoby kraje wytwarzające ok. 40% światowego PKB.

### Sytuacja fiskalna

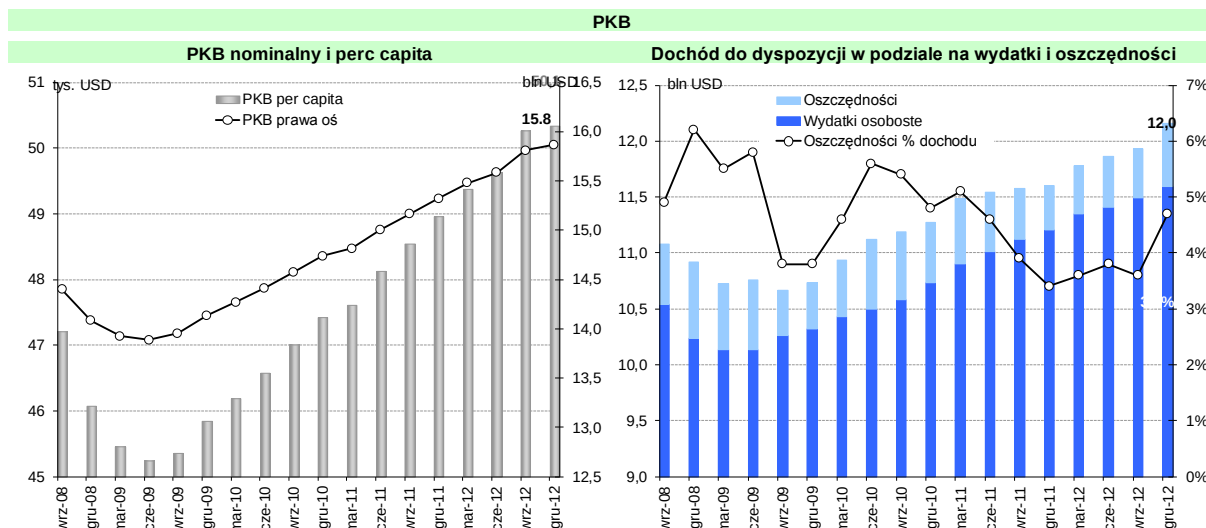
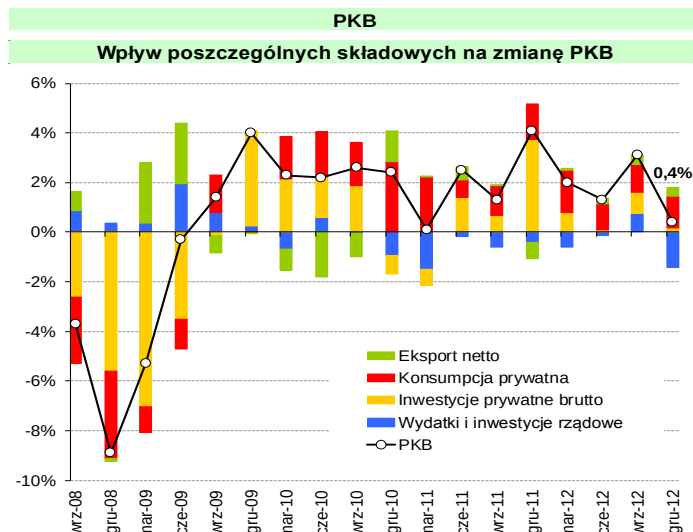
- ◆ Amerykańska Izba Reprezentantów przyjęła w marcu prawo, które pozwoli na utrzymanie funkcjonowania instytucji rządowych do końca roku fiskalnego, tj. 30 września. W ciągu najbliższych kilku miesięcy pojawi się jednak kolejna przeszkoda dla płynnego finansowania działalności państwa, w postaci limitu zadłużenia i będzie on musiał zostać podniesiony prawdopodobnie na przełomie lipca i sierpnia br. W marcu Izba przyjęła również plan zrównoważenia budżetu w ciągu 10 lat, poprzez cięcia wydatków socjalnych, w tym przede wszystkim w służbie zdrowia.
- ◆ Jak wynika z rocznego sprawozdania finansowego FED, **bank centralny USA przekazał do krajowego budżetu 88,4 mld USD zysku za 2012 r.** Z tego 80,5 mld USD bank zarobił na odsetkach z aktywów skarbowych oraz tzw. MBS (Mortgage Backed Securities) powiązanych z kredytami hipotecznymi, masowo skupowanych w ramach prowadzenia ekspansywnej polityki pieniężnej. Na koniec roku aktywa FED wyceniono na 2,9 bln USD. Wg Delloite ostatecznie dla rezerwy federalnej operacja na aktywach skarbowych może zakończyć się jednak stratą ze względu na znaczne ryzyko stopy procentowej, w momencie, gdy zechce w przyszłości sprzedać papiery przy wzroście oprocentowania. Obecnie bowiem oprocentowanie papierów skarbowych USA jest historycznie niskie.

## 2. Japonia

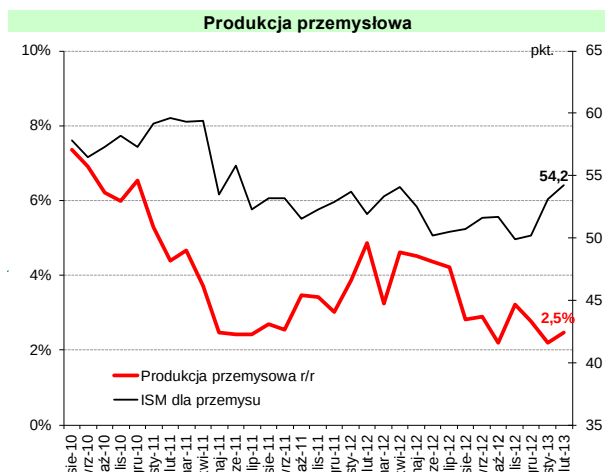
- ◆ Japoński parlament powołał nowego Prezesa Bank of Japan – Haruhiko Kurodę (byłego ministra finansów i prezesa Azjatyckiego Banku Rozwoju). Podobnie jak nowo wybrany premier, który zgłosił kandydaturę Kurody, jest on zdecydowanym zwolennikiem dalszej, intensywniej ekspansji monetarnej BoJ. Jest to jeden z pierwszych kroków nowego rządu, który zapowiedział zakończenie dwóch dekad stagnacji gospodarczej, zwiększenie wydatków publicznych oraz dalsze luzowanie polityki pieniężnej. Celem banku centralnego, przy równoczesnym dostosowaniu polityki fiskalnej, będzie możliwie szybkie osiągnięcie celu inflacyjnego na poziomie 2,0% i zakończenie trwającej od wielu lat deflacji. Wg Ministra Finansów osiągnięcie tego celu będzie trudne, a już samo przejście na stałe z deflacji do inflacji będzie wymagało czasu.

## Stany Zjednoczone

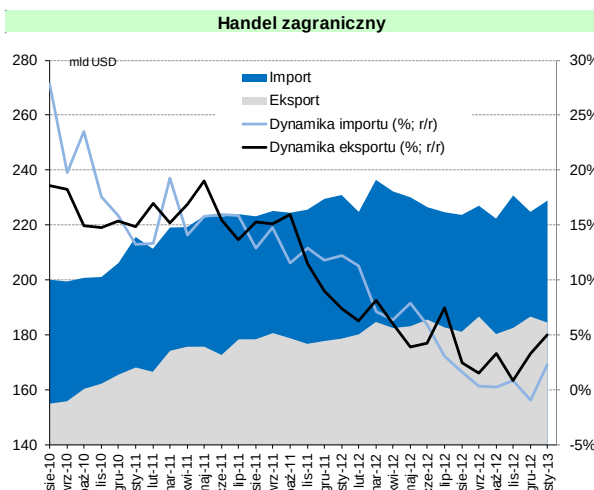
### Wzrost gospodarczy



### Produkcja przemysłowa



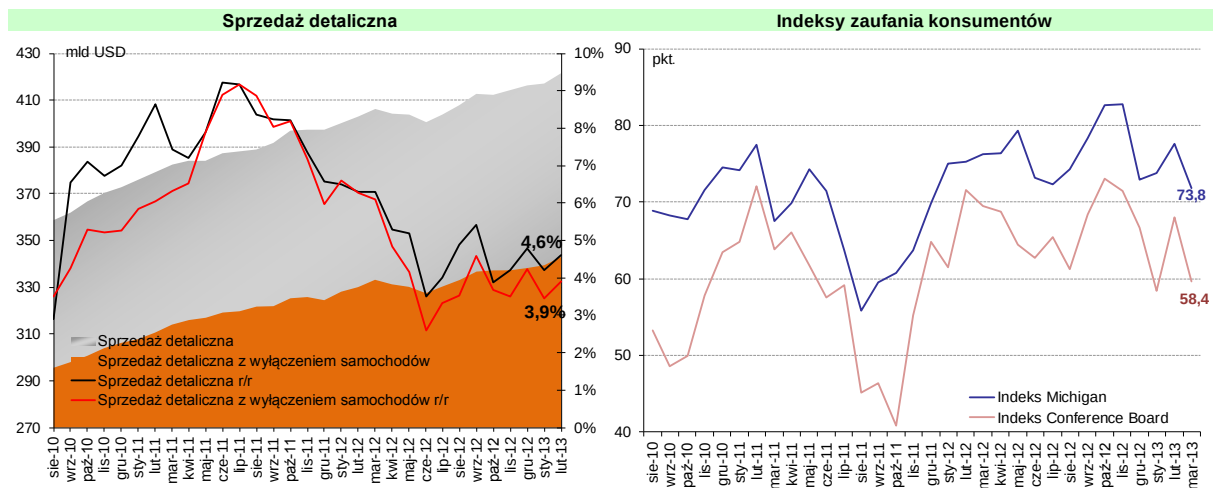
### Handel zagraniczny



Źródło: Reuters

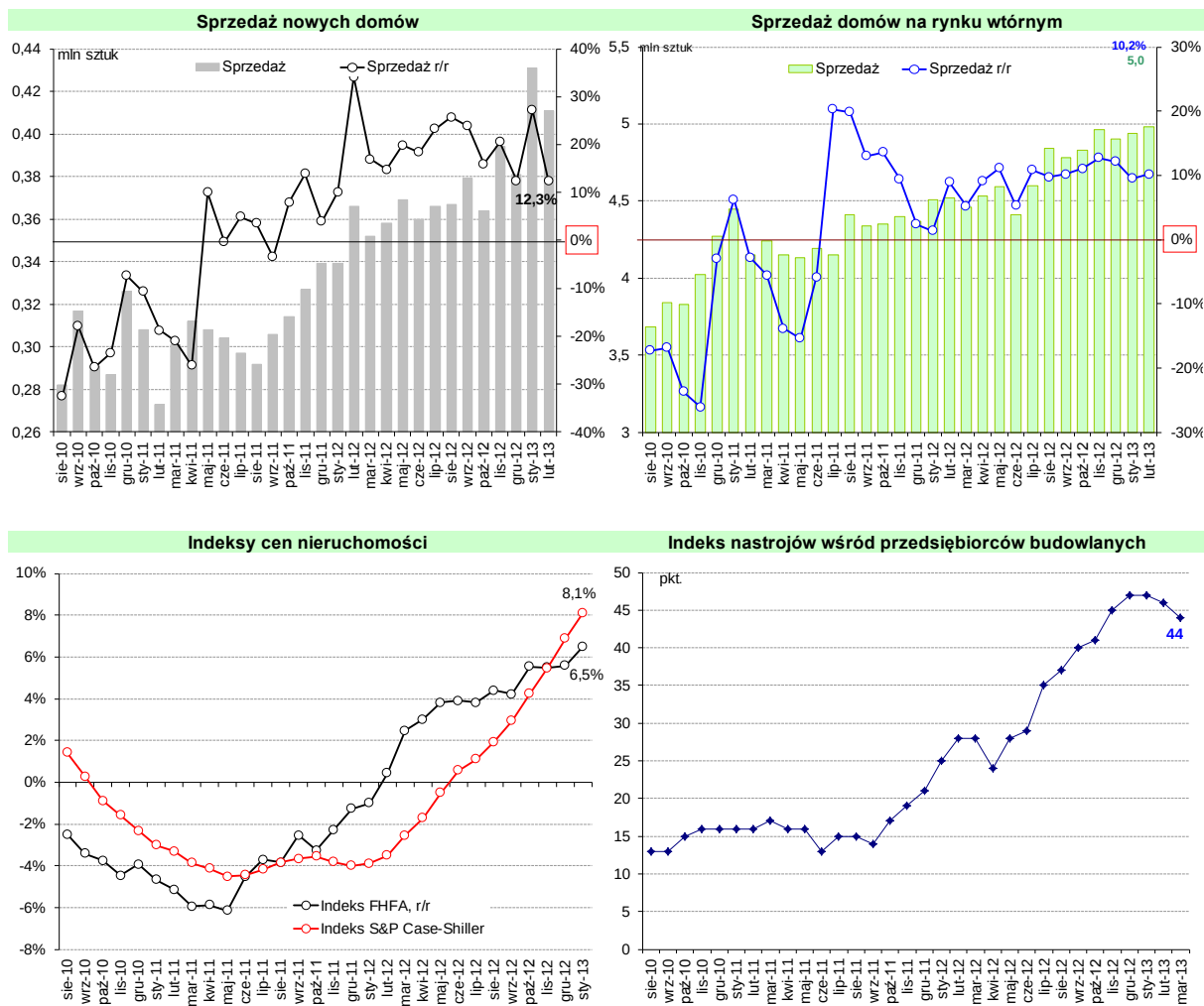


## Sprzedaż detaliczna



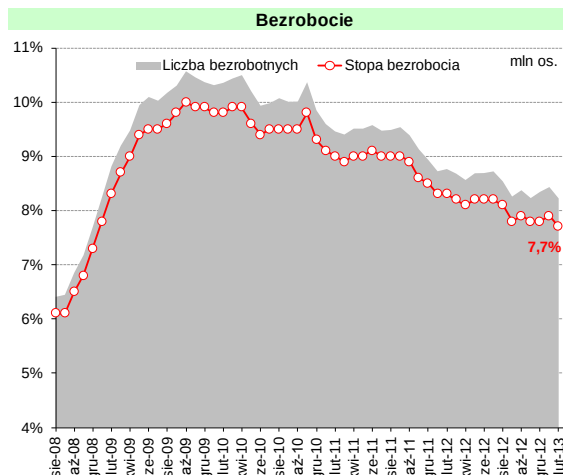
Źródło: Reuters, U.S. Census Bureau

## Rynek nieruchomości

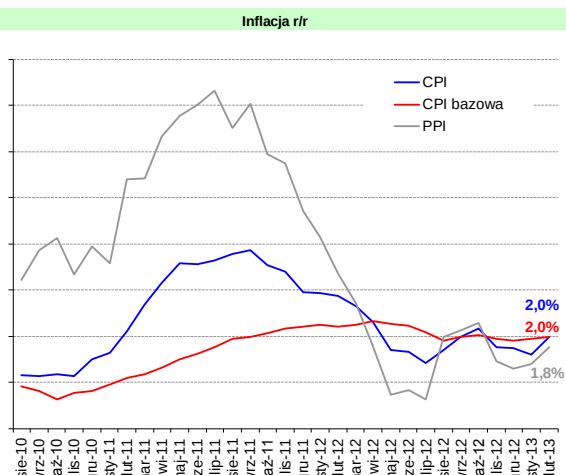


Źródło: Reuters, Federal Housing Finance Agency

## Rynek pracy

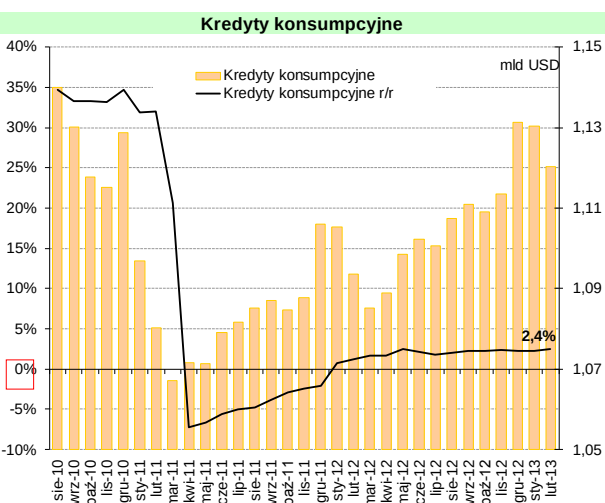
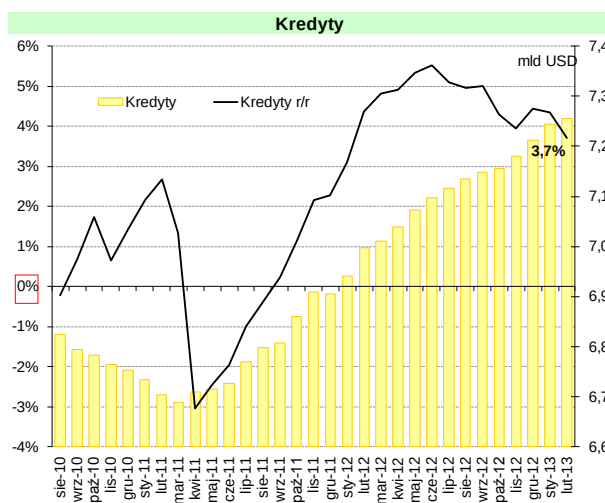
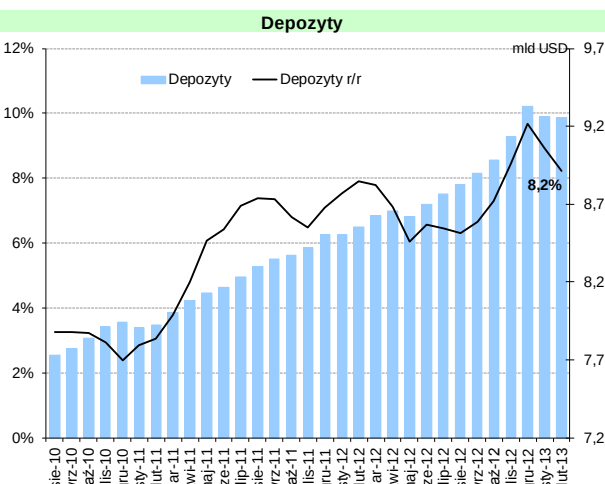
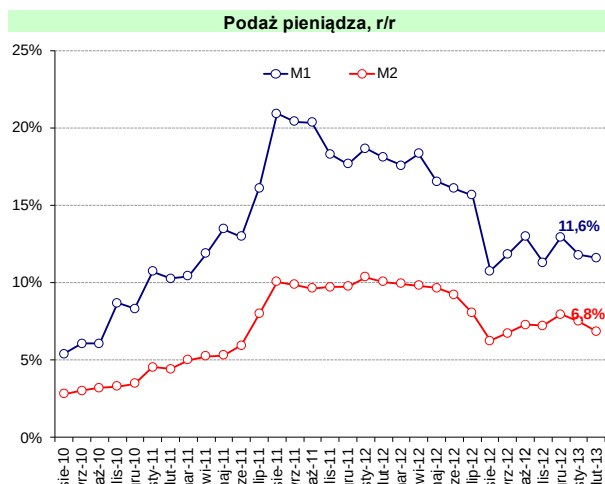


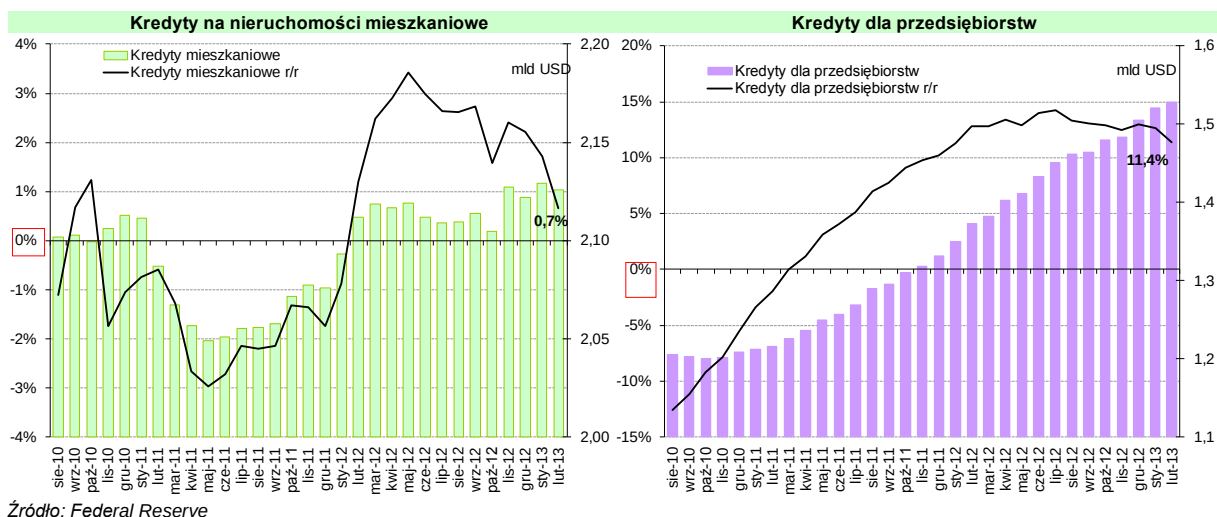
## Inflacja



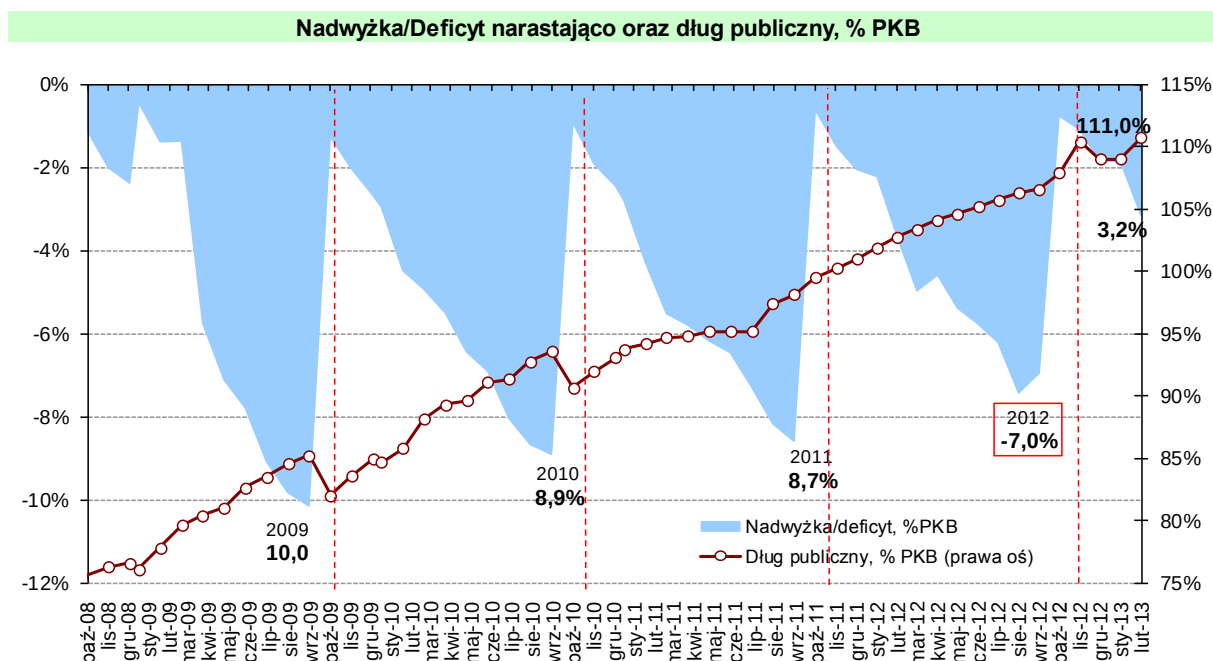
Źródło: Reuters

## Podaż pieniądza





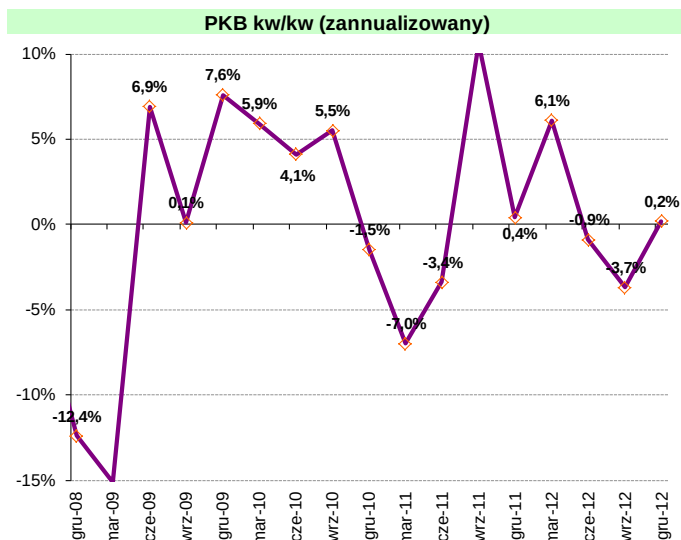
## Finanse publiczne



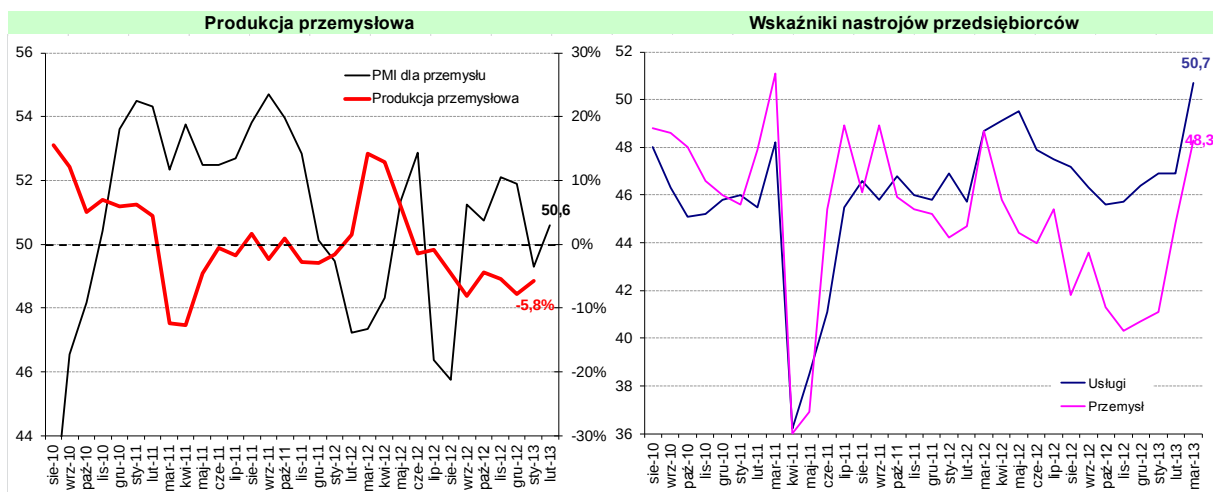
Źródło: U.S. Department of Treasury; rok fiskalny w USA trwa od 1 października do 30 września

## Japonia

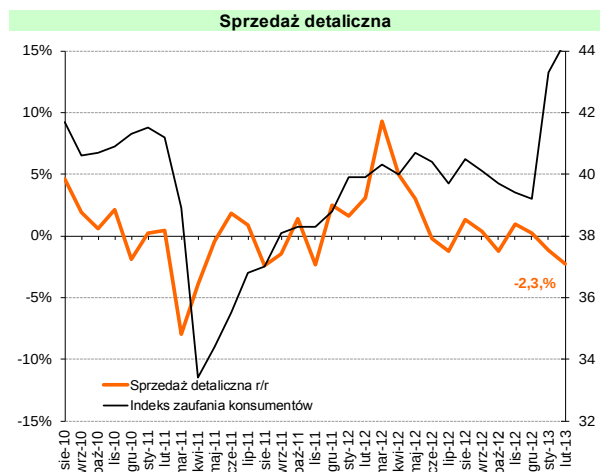
### Wzrost gospodarczy



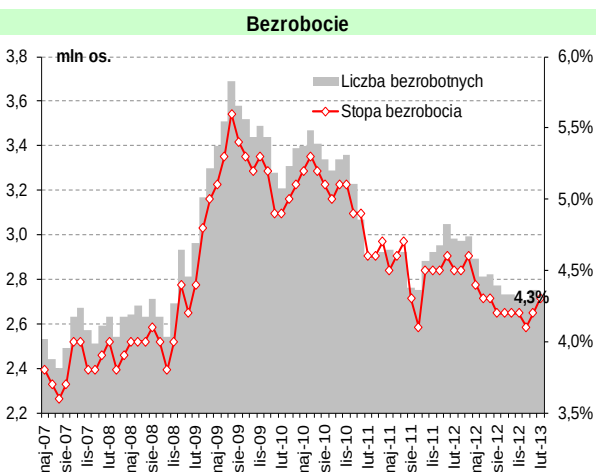
### Produkcja przemysłowa



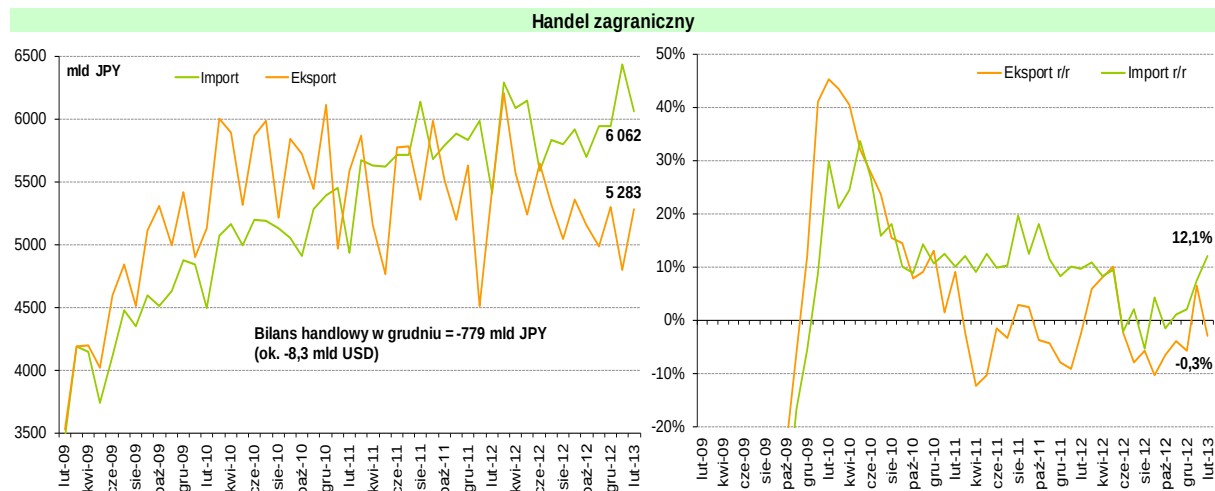
### Sprzedaż detaliczna



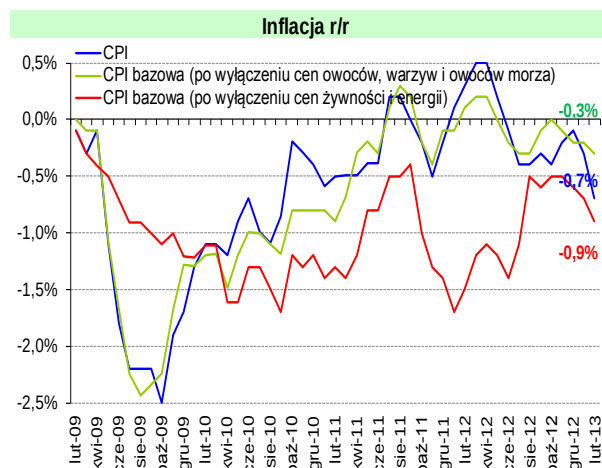
### Rynek pracy



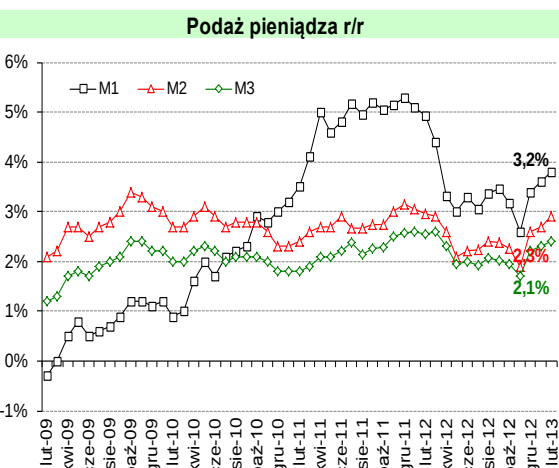
## Handel zagraniczny



## Inflacja



## Podaż pieniądza



## **BRIC – Brazylia, Rosja, Indie, Chiny**

- ♦ **Państwa BRICS utworzą fundusz walutowy o wielkości 100 mld USD**, którego zadaniem będzie ochrona przed zagrażającym kryzysem walutowym. Największy wkład do funduszu byłby po stronie Chin – ok. 41 mld USD, wkład Brazylii, Rosji i Indii wyniósłby po 18 mld USD, natomiast RPA – 5 mld USD. Niezależna rezerwa w razie potrzeby pozwoli na poprawę zarządzania płynnością, wzajemne wsparcie pomiędzy państwami oraz na zwiększenie stabilności finansowej. Fundusz ma być wzorowany na azjatyckim funduszu Chiang Mai, zrzeszającym 13 państw kontynentu, w tym Japonię, Chiny i Koreę Płd., który w razie potrzeby dysponuje kwotą 240 mld USD.

Jednocześnie trwają rozmowy na temat banku rozwoju grupy BRICS, jednak dotychczas nie uzyskano porozumienia w tej sprawie. Wstępnie Brazylia i Rosja zaproponowały, aby udział w funduszach banku każdego z państw kształtował się na poziomie 10 mld USD.

### **1. Chiny**

- ♦ OECD opublikowała raport nt. sytuacji gospodarczej Chin. **Prognozuje w nim przyspieszenie tempa wzrostu PKB w 2013 r. do 8,5% i do 8,9% w 2014 r.** Istnieją jednak pewne ryzyka dla tej prognozy, m.in. w postaci możliwego wzrostu inflacji oraz niepewności, co do siły popytu zagranicznego. Prognoza ta przewyższa szacunki rządu Chin, który oczekuje wzrostu na poziomie 7,5% w tym roku (wobec 7,8% w 2012 r.) oraz średnio 7,0% do 2015 r.

Zdaniem OECD utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego będzie wymagało dodatkowych reform, w tym m.in. otwarcia dla konkurencji rynku zdominowanego przez przedsiębiorstwa państwowe, zwiększenie dostępu do terenów budowlanych w celu ograniczenia wzrostu cen nieruchomości, sprawiedliwych regulacji dotyczących migracji ludności do miast, opodatkowania emisji dwutlenku węgla oraz deregulacji cen energii.

Reformy powinny przyczyniać się do zwiększenia udziału popytu konsumpcyjnego w PKB, na rzecz eksportu i inwestycji. Przyczyni się to do zapewnienia stabilnego, wysokiego wzrostu gospodarczego oraz zmniejszenia ryzyka związanego z koniunkturą zagraniczną.

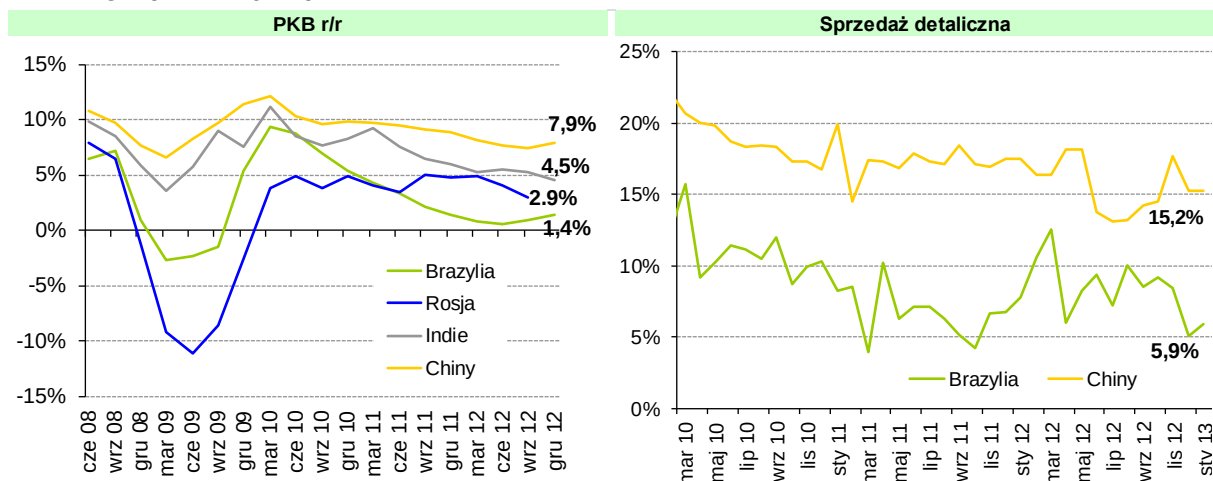
- ♦ Chiński regulator rynku walutowego wskazał na ryzyko odpływu kapitału z kraju w przypadku pogorszenia warunków ekonomicznych w Chinach w związku z kryzysem w Europie. Jednocześnie wskazał, że ryzyko to jest częściowo równoważone napływem kapitału będącym efektem różnic w stopach procentowych wynikających z bardzo ekspansywnej polityki monetarnej prowadzonej przez największe gospodarki świata.

### **2. Brazylia**

- ♦ Rząd Brazylii na przyszły rok odłożył likwidację ulg w podatkach od sprzedaży pojazdów samochodowych, w celu podtrzymania popytu i wsparcia wzrostu gospodarczego kraju. Do zmiany planów rząd skłoniła niska sprzedaż w ostatnich miesiącach. Przemysł samochodowy jest istotną częścią brazylijskiej gospodarki, ponieważ odpowiada za wytworzenie 25% wartości produkcji przemysłowej.

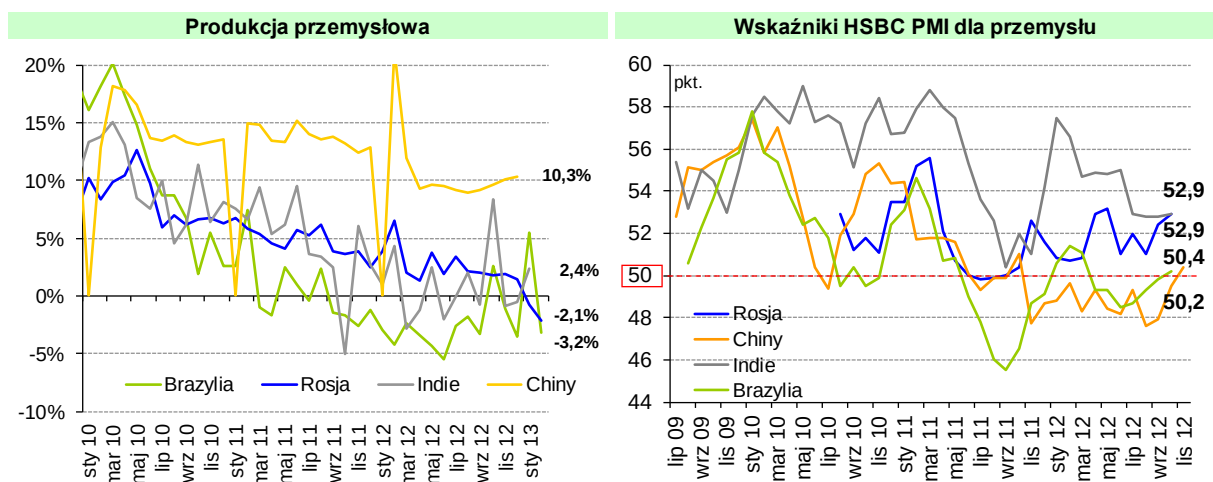
PKB Brazylii w 2012 r. wzrósł o 0,9%, natomiast na 2013 r. brazylijski bank centralny prognozuje wzrost na poziomie 3,1%, podczas gdy w opinii prezydenta kraju będzie to 4,0%. Wg prognoz rynkowych z ostatniej ankiety Reutersa PKB wzrośnie w 2013 r. o 3,0%, natomiast w 2014 r. o 3,5%. Prognozy te są dosyć niskie, biorąc pod uwagę prognozę inflacji na poziomie 5,7% zarówno w 2013 r., jak i w 2014 r.

## Wzrost gospodarczy i sprzedaż detaliczna



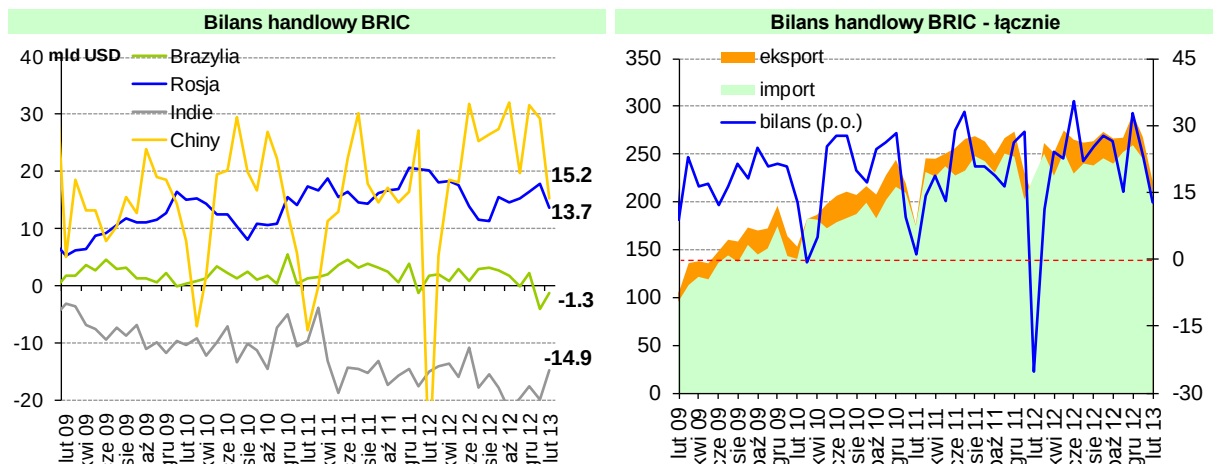
Źródło: DataStream

## Produkcja przemysłowa i wskaźniki PMI dla przemysłu



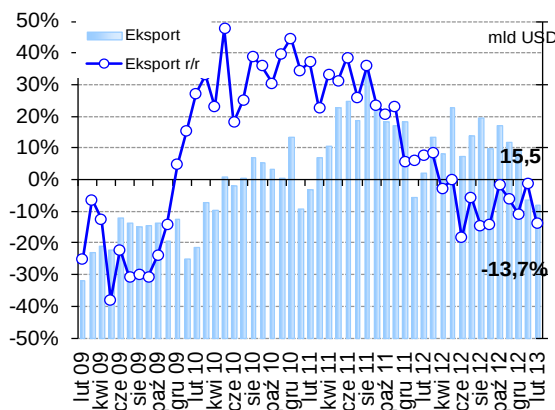
Źródło: DataStream, Markit Economics

## Handel zagraniczny

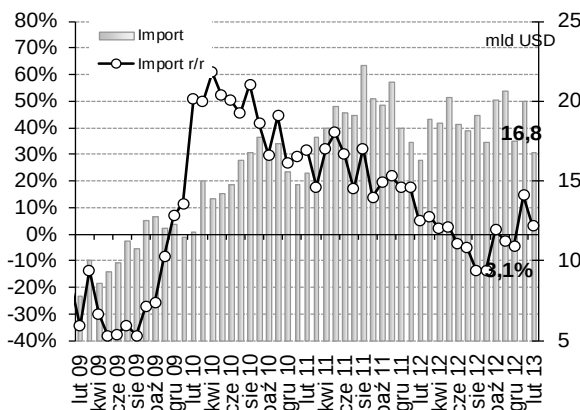


Źródło: DataStream

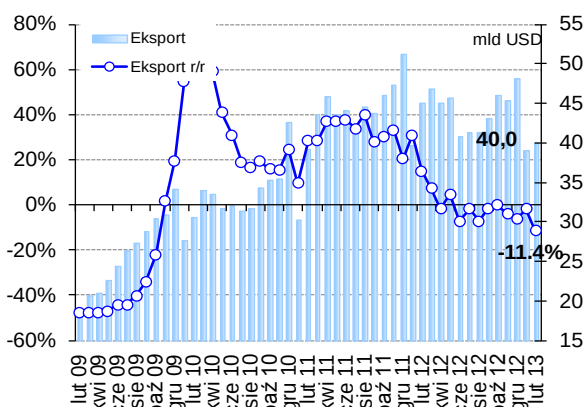
**Eksport Brazylia**



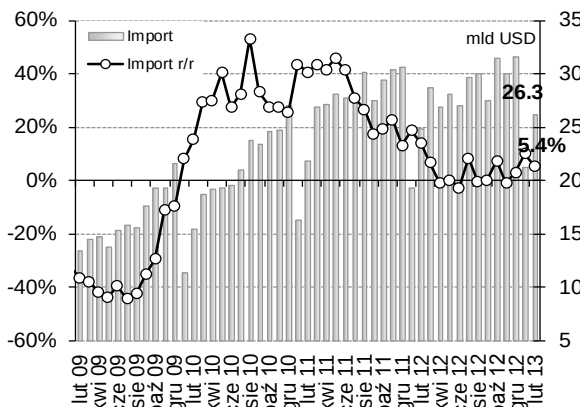
**Import Brazylia**



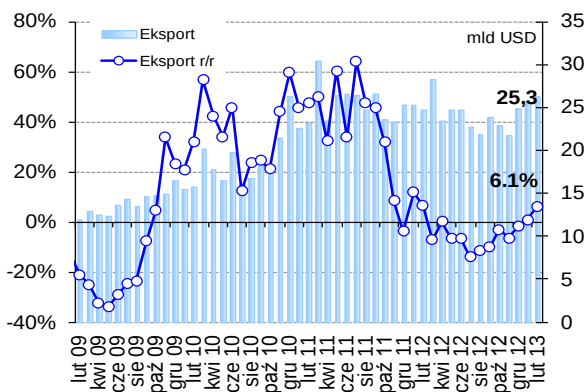
**Eksport Rosji**



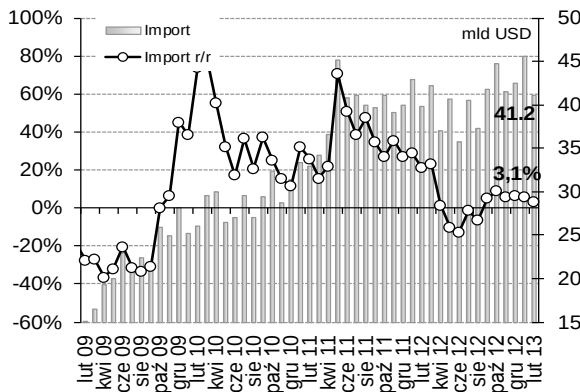
**Import Rosji**



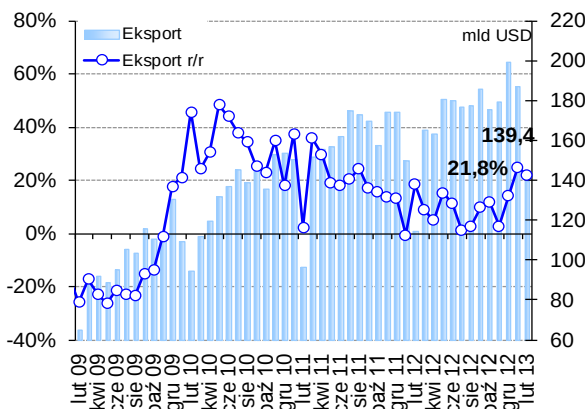
**Eksport Indii**



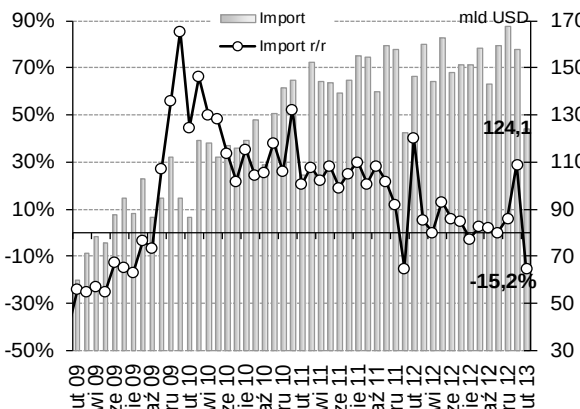
**Import Indii**



**Eksport Chin**



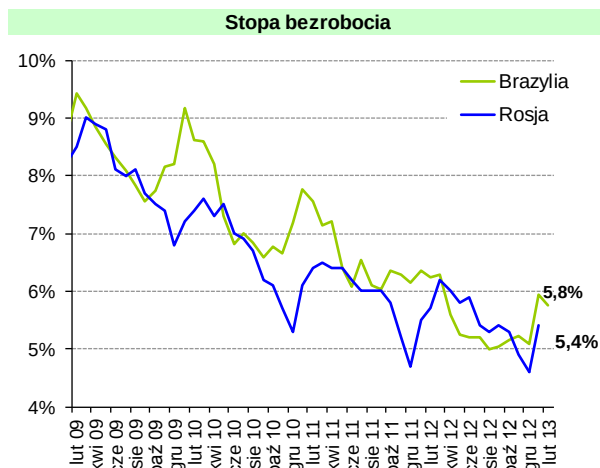
**Import Chin**



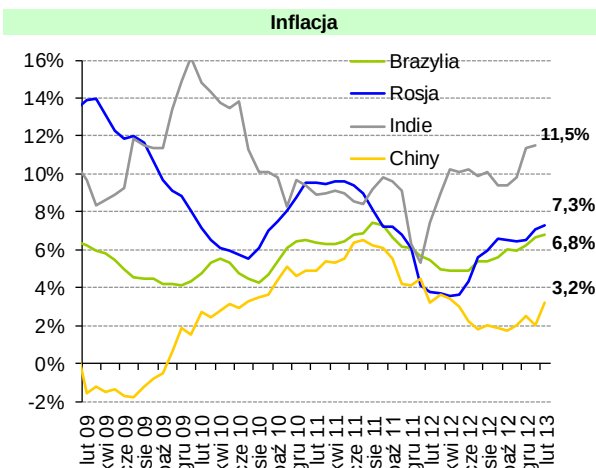
Źródło: DataStream



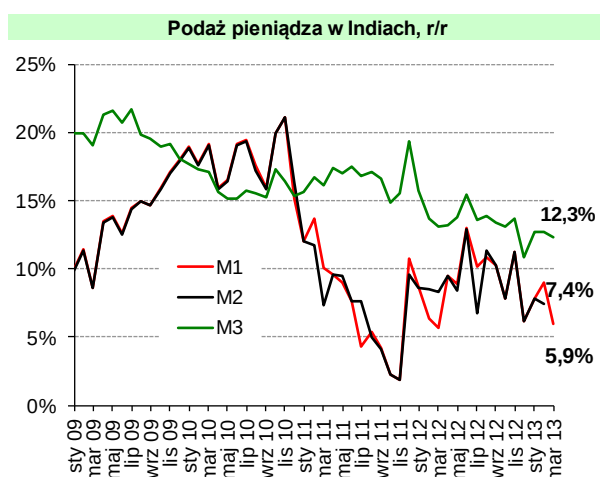
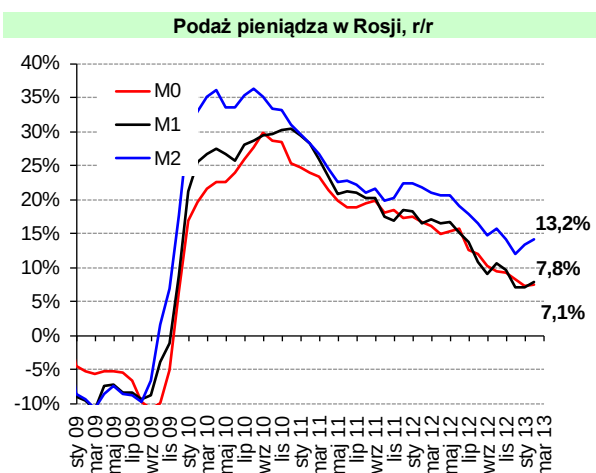
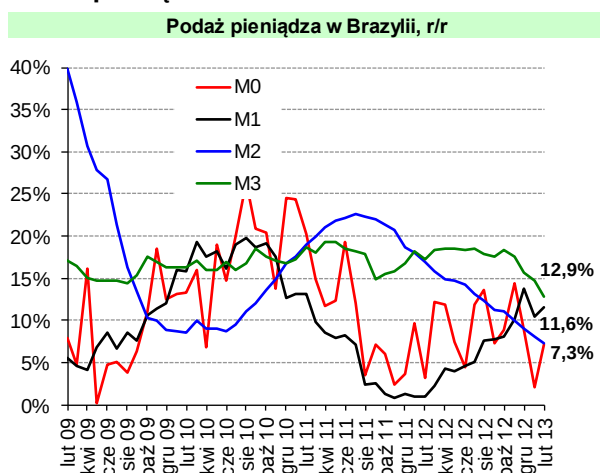
## Rynek pracy i inflacja



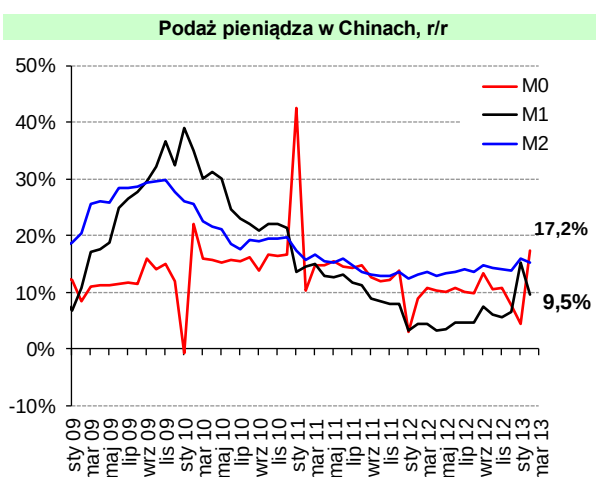
Źródło: DataStream



## Podaż pieniądza



Źródło: DataStream





## Polityka pieniężna banków centralnych

- ♦ Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w marcu podstawowe stopy procentowe o 50 p.b. Stopa referencyjna wynosi obecnie 3,25%. Była to już piąta z rzędu obniżka stóp procentowych w bieżącym cyklu, jednak pierwsza tak agresywna. Na konferencji prasowej, bezpośrednio po posiedzeniu poinformowano, że marcowa „decyzja jest dopełnieniem rozpoczętego w listopadzie cyklu redukcji stóp procentowych”. Prezes M. Belka podkreślił, że pewien etap obniżek stóp procentowych został zakończony, a duży wpływ na podjęcie decyzji o obniżce w marcu miało zapoznanie się członków RPP z nową projekcją inflacyjną, zgodnie z którą inflacja i PKB z 50% prawdopodobieństwem znajdują się w przedziałach:

| Marcowa projekcja inflacji i PKB NBP |                 |          |                 |          |
|--------------------------------------|-----------------|----------|-----------------|----------|
| Projekcja z:                         | Inflacja        |          | PKB             |          |
|                                      | mar-13          | lis-12   | mar-13          | lis-12   |
| 2013                                 | <b>1,3-1,9%</b> | 1,8-3,1% | <b>0,6-2,0%</b> | 0,5-2,5% |
| 2014                                 | <b>0,8-2,4%</b> | 0,7-2,4% | <b>1,4-3,7%</b> | 1,1-3,5% |
| 2015                                 | <b>0,7-2,4%</b> | ---      | <b>1,9-4,4%</b> | ---      |

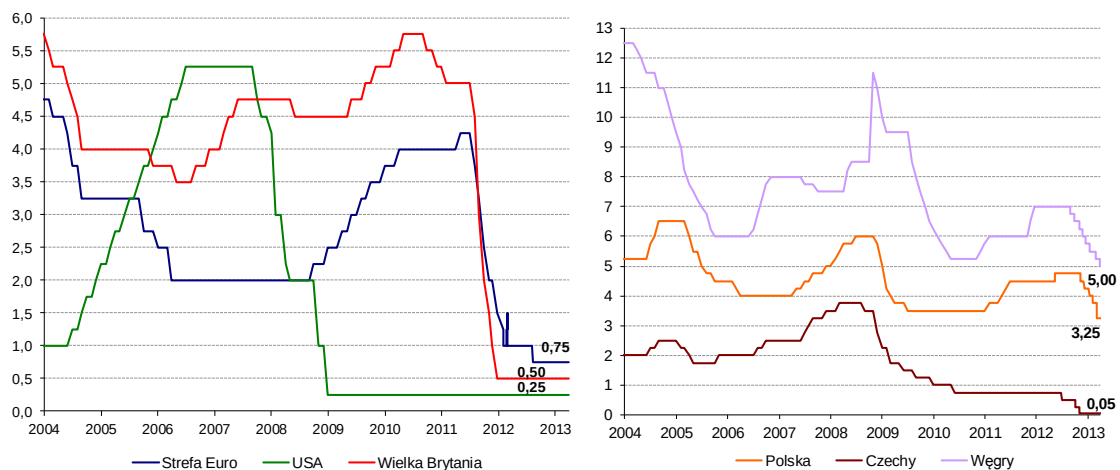
W ocenie członków Rady przebieg ścieżki inflacyjnej zaprezentowany w nowej projekcji uzasadnia dokonanie większej obniżki (50 p.b.), a napływające dane ekonomiczne potwierdzają utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, brak presji płacowej i niską presję inflacyjną.

- ♦ Amerykański Komitet Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej (FOMC) nie dokonał w marcu żadnych zmian w polityce pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Utrzymano stopy procentowe na niezmiennym poziomie tj. 0,0%-0,25% oraz program skupu aktywów - 85 mld dolarów miesięcznie. W komunikacie po posiedzeniu zwrócono uwagę na niewielką poprawę sytuacji na rynku pracy. Nie zmieniły się również preferencje członków komitetu odnośnie terminu rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych. Początek cyklu jest zapowiadany na 2015 rok, pod warunkiem utrzymania się stopy bezrobocia poniżej 6,5% i niskiej inflacji.
- ♦ Europejski Bank Centralny pozostawił w marcu stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Główna stopa znajduje się na poziomie 0,75%. Na konferencji prasowej Prezes ECB Mario Draghi przyznał, że pomimo podjęcia decyzji o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie rozmawiano także o ewentualnej obniżce. Ocena sytuacji makroekonomicznej przez ECB pozostaje niezmienna od czasu lutowego posiedzenia. Największym zmartwieniem Banku jest niski wzrost akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw. Odnosząc się do sytuacji na rynku walutowym, kiedy to aprecjacja euro w stosunku do amerykańskiego dolara była szeroko komentowana w kontekście wpływu na inflację, M. Draghi stwierdził, że kurs walutowy nie jest celem banku centralnego i nie zamierza on łamać ustaleń ostatniego szczytu G-20 dotyczącego powstrzymania się od wpływania na jego poziom.

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

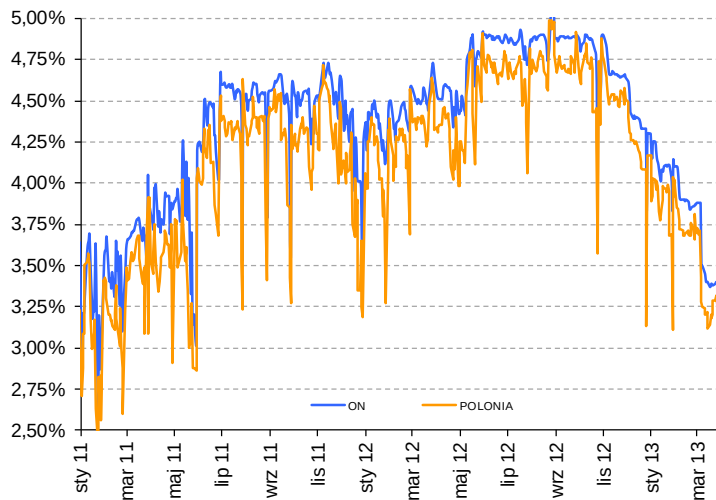
- ◆ Bank Anglii zdecydował na marcowym posiedzeniu, o pozostawieniu podstawowych stóp procentowych na niezmiennym poziomie (główna wynosi 0,5%) i utrzymaniu programu skupu aktywów na dotychczasowym poziomie (375 mld funtów).
- ◆ Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) podał, że pomimo wydania w 2012 roku na obronę krajowej waluty 188 mld (ok. jedna trzecia PKB Szwajcarii), frank jest przewartościowany, a kurs EUR/CHF będzie utrzymywany powyżej poziomu 1,20 tak długo jak to będzie konieczne.
- ◆ Na marcowym posiedzeniu SNB nie zmienił wysokości stóp procentowych, pozostawiając docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR 3M na poziomie 0,0%-0,25%.
- ◆ Bank Centralny Japonii nie zmienił w marcu podstawowych parametrów polityki pieniężnej. Główna stopa procentowa znajduje się cały czas w przedziale 0,0%–0,1%. Decyzje o pozostawieniu stóp procentowych podjęto jednomyślnie. Odrzucono natomiast propozycję o przyspieszeniu nielimitowanego skupu aktywów, który planowo ma się rozpocząć w 2014 roku.
- ◆ Prezes Ludowego Banku Chin oświadczył, że „Bank będzie stabilizował oczekiwania inflacyjne poprzez politykę pieniężną” po tym jak w lutym inflacja w Chinach okazała się być wyższa o 20 p.b. od prognoz (3,2% r/r wobec 3,0% prognozowanych).
- ◆ Narodowy Bank Węgier zdecydował na posiedzeniu w dniu 25 marca br. o obniżeniu podstawowych stóp procentowych o 25 p.b. Główna stopa procentowa na Węgrzech wynosi obecnie 5,0%. To już ósma obniżka stóp procentowych na Węgrzech w cyklu rozpoczętym w sierpniu 2012 roku.

### Główne stopy procentowe banków centralnych



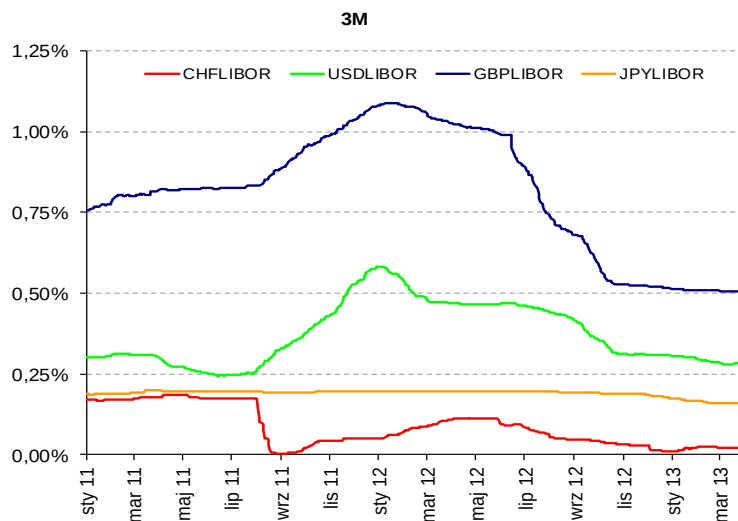
### Stawki Wibor oraz Polonia

#### Stopy rynku pieniężnego



| WIBOR   | 13-03-24 | 13-03-31 |
|---------|----------|----------|
| ON      | 3,38%    | 3,41%    |
| 1M      | 3,39%    | 3,39%    |
| 3M      | 3,39%    | 3,39%    |
| 6M      | 3,40%    | 3,39%    |
| 9M      | 3,40%    | 3,39%    |
| 1Y      | 3,40%    | 3,39%    |
| POLONIA | 3,29%    | 3,30%    |
| ST REF  | 3,25%    | 3,25%    |

### Stawki Euribor oraz Libor



| EURIBOR  | 13-03-24 | 13-03-31 |
|----------|----------|----------|
| 1M       | 0,12%    | 0,12%    |
| 3M       | 0,22%    | 0,21%    |
| 6M       | 0,34%    | 0,34%    |
| 9M       | 0,45%    | 0,44%    |
| 1Y       | 0,55%    | 0,55%    |
| LIBOR 3M |          |          |
| CHF      | 0,02%    | 0,02%    |
| USD      | 0,28%    | 0,28%    |
| GBP      | 0,51%    | 0,51%    |
| JPY      | 0,16%    | 0,16%    |

## **Rynek papierów dłużnych**

- ♦ Marzec był miesiącem, w którym rentowności obligacji na krajowym rynku podlegały dużym wahaniom. Głównymi czynnikami mającymi wpływ na zmienność cen były:

- niespodziewana decyzja RPP o obniżeniu podstawowych stóp procentowych o 50 p.b.,
- spadek inflacji do 1,3% r/r (oczekiwano 1,5% r/r),
- aukcja dwu- i pięcioletnich obligacji skarbowych, na której sprzedano znacznie więcej obligacji pięcioletnich aniżeli pierwotnie deklarowano,
- problemy z uzyskaniem pomocy międzynarodowej przez Cypr.

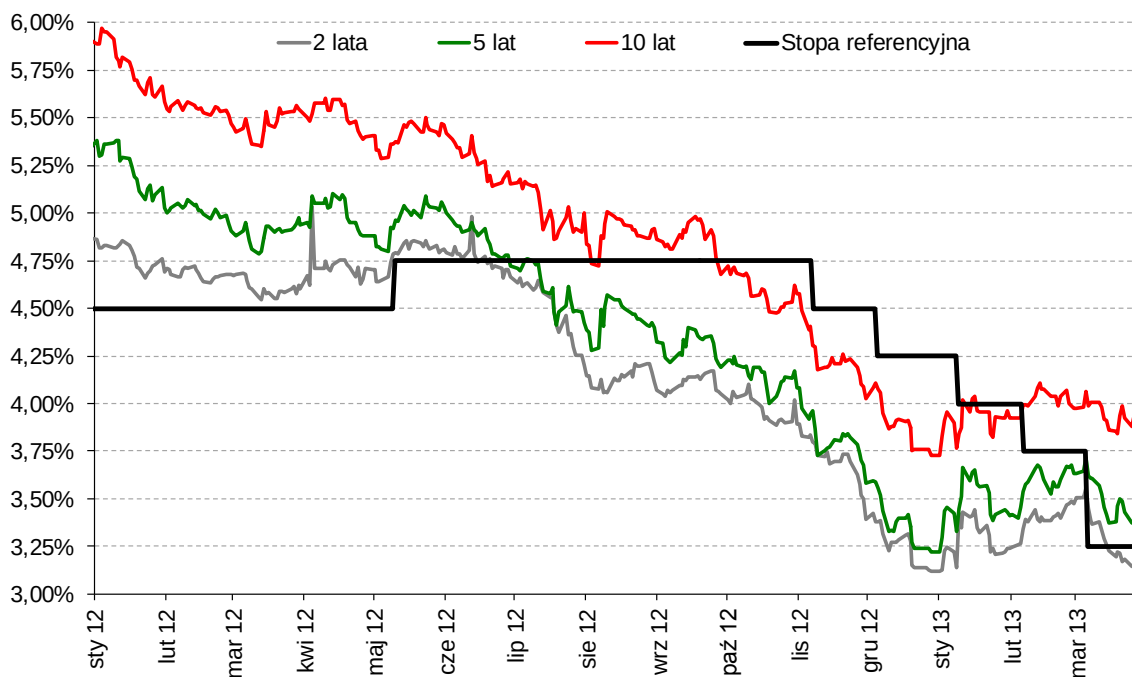
Rentowności obligacji 2Y znajdowały się w marcu w przedziale 3,11%-3,60%, 5Y 3,30%-3,70%, 10Y 3,80%-4,08%, osiągając na koniec miesiąca odpowiednio poziom 3,13%, 3,43% i 3,92%. Na początku marca, bezpośrednio przed ogłoszeniem decyzji RPP, rentowności obligacji wzrosły wyznaczając górne granice ww. przedziałów. W reakcji na większą skalę obniżki podstawowych stóp procentowych przez RPP (50 p.b.) uzasadnioną znacznie niższym przebiegiem nowej projekcji inflacyjnej NBP, a także publikację danych o lutowym wskaźniku CPI rentowności obligacji spadły do rekordowo niskich poziomów. W drugiej połowie miesiąca rentowności zaczęły rosnąć. Jako główne czynniki, które przyczyniły się do fali sprzedaży papierów wartościowych na krajowym rynku, można wskazać rosnące ryzyko bankructwa Cypru oraz większą podaż obligacji skarbowych (od pierwotnie deklarowanej) na aukcji zorganizowanej przez Ministerstwo Finansów. Do końca miesiąca ceny obligacji charakteryzowała dość duża zmienność.

- ♦ Na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych w marcu odbyły się 3 przetargi. Na pierwszym sprzedano 25-tygodniowe bony skarbowe. Przy popycie sięgającym 6,83 mld zł sprzedano papiery za 2,78 mld zł. ze średnią rentownością 3,49%. Na drugim przetargu zamieniano obligacje zapadające w 2013 roku na papiery stało i zmiennokuponowe o terminach wykupu przypadających na 2023, 2024 i 2029 rok. Zamieniono około 4,8 mld zł. obligacji, a największym zainteresowaniem cieszyły się papiery zmiennokuponowe WZ0124, których kupon oparty jest na stawce WIBOR 6M. Sprzedano 2,34 mld zł obligacji. Na ostatnim marcowym przetargu zaoferowano dwu- i pięcioletnie obligacje stałokuponowe za 4-6 mld zł. Ze względu na relatywnie niskie rentowności notowane na rynku międzybankowym ministerstwo sprzedawało obligacje za ponad 8 mld zł, z czego na obligacje dwuletnie przypadło 3,05 mld zł., a na pięcioletnie 5,03 mld zł. Rentowność obligacji dwuletnich wyniosła 3,17%, a pięcioletnich 3,43%.
- ♦ Ministerstwo Finansów podało, że w lutym br. wartość portfela inwestorów zagranicznych po raz pierwszy przekroczyła 200 mld zł. i rosła dalej w marcu.
- ♦ W pierwszej połowie marca rentowności obligacji na rynkach bazowych zanotowały wzrost. Dochodowość niemieckich obligacji 10Y zwiększyła się o 10 p.b do poziomu 1,53%, natomiast amerykańskich, aż o 20 p.b osiągając na początku drugiej dekady miesiąca poziom 2,07%. Wzrost rentowności na rynkach bazowych był wspierany lepszymi danymi z rynku pracy w

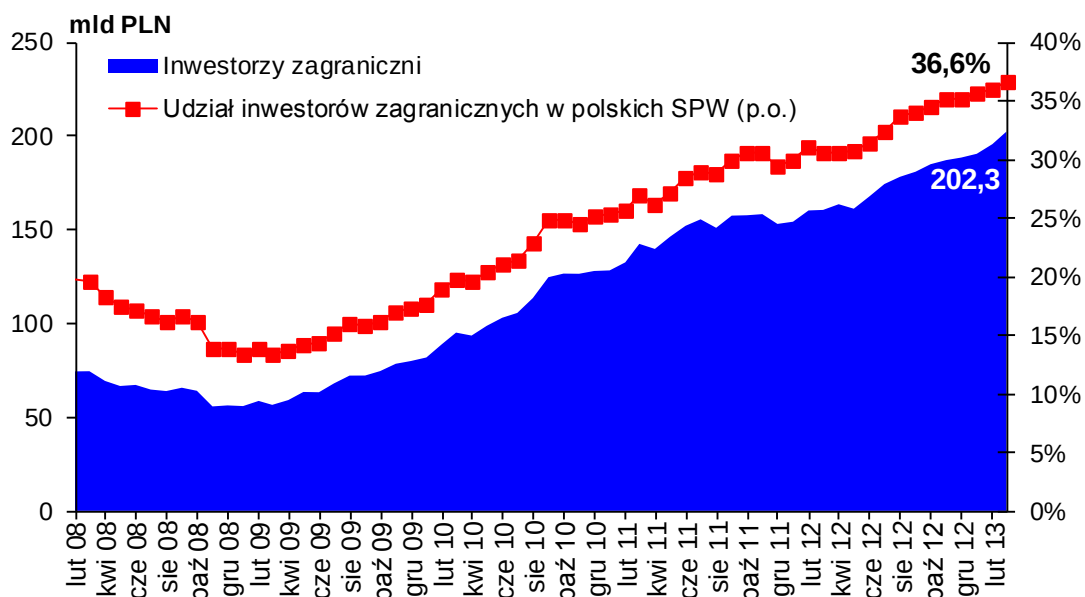
Stanach Zjednoczonych. W drugiej połowie miesiąca obniżenie ratingu Włoch oraz problemy z uzyskaniem pomocy finansowej przez Cypr spowodowały spadek rentowności obligacji na rynkach bazowych. Pod koniec marca dochodowość niemieckich obligacji 10Y wynosiła 1,28%, a amerykańskich 10Y – 1,85%.

- ♦ Rentowności włoskich i hiszpańskich obligacji 10Y zmieniły się nieznacznie w marcu br. osiągając na koniec miesiąca odpowiednio poziom: 4,77% i 5,06%. W perspektywie całego miesiąca rynkom papierów wartościowych głównych państw południa Europy nie zaszkodziły zawirowania polityczne po wyborach parlamentarnych we Włoszech, obniżenie ratingu dla tego kraju, czy też problemy na Cyprze. Jednak zmienność cen bezpośrednio po ww. wydarzeniach była znacząca i dochodziła do 25 p.b.
- ♦ Włochy sprzedawały w marcu 4 serie obligacji o łącznej wartości około 7 mld euro. Największą popularnością cieszyły się papiery zapadające w grudniu 2015 roku. Sprzedano 3,3 mld euro obligacji z rentownością 2,48%. Pozostałe obligacje to papiery zapadające w 2028 roku – sprzedaż 2 mld euro z rentownością 4,90% oraz obligacje zerokuponowe zapadające w 2017 i 2018 roku. Wartość sprzedaży i rentowność to odpowiednio 1,0 mld euro i 2,95% oraz 0,6 mld euro i 3,03%.
- ♦ Hiszpania trzykrotnie sprzedawała obligacje skarbowe w marcu. Na pierwszym przetargu zorganizowanym 7 marca br. sprzedano obligacje trzyletnie za 0,57 mld euro, pięcioletnie za 2,03 mld euro i dziesięcioletnie za 2,44 mld euro z rentownością: 2,63% – obligacje 3Y , 3,57% - 5Y, 4,92% - 10Y. Drugi przetarg był bardzo interesujący, gdyż zaoferowano na nim obligacje zapadające w 2029, 2040 i 2041 roku. Sprzedano 0,134 mld euro obligacji szesnastoletnich z rentownością 5,22%, 0,304 mld euro obligacji zapadających w lipcu 2040 roku z rentownością 5,43% i 0,365 mld euro obligacji zapadających w lipcu 2041 roku z rentownością 5,43%. Na ostatnim przetargu, który odbył się 21 marca br. zaoferowano papiery dwu-, pięcio- i dziesięcioletnie. Sprzedano obligacje 2Y za 1,16 mld euro z rentownością 2,28%, 5Y za 1,03 mld euro – 3,56% i 10Y za 2,33 mld euro – 4,90%.

**Rentowność polskich obligacji na tle stopy referencyjnej NBP**

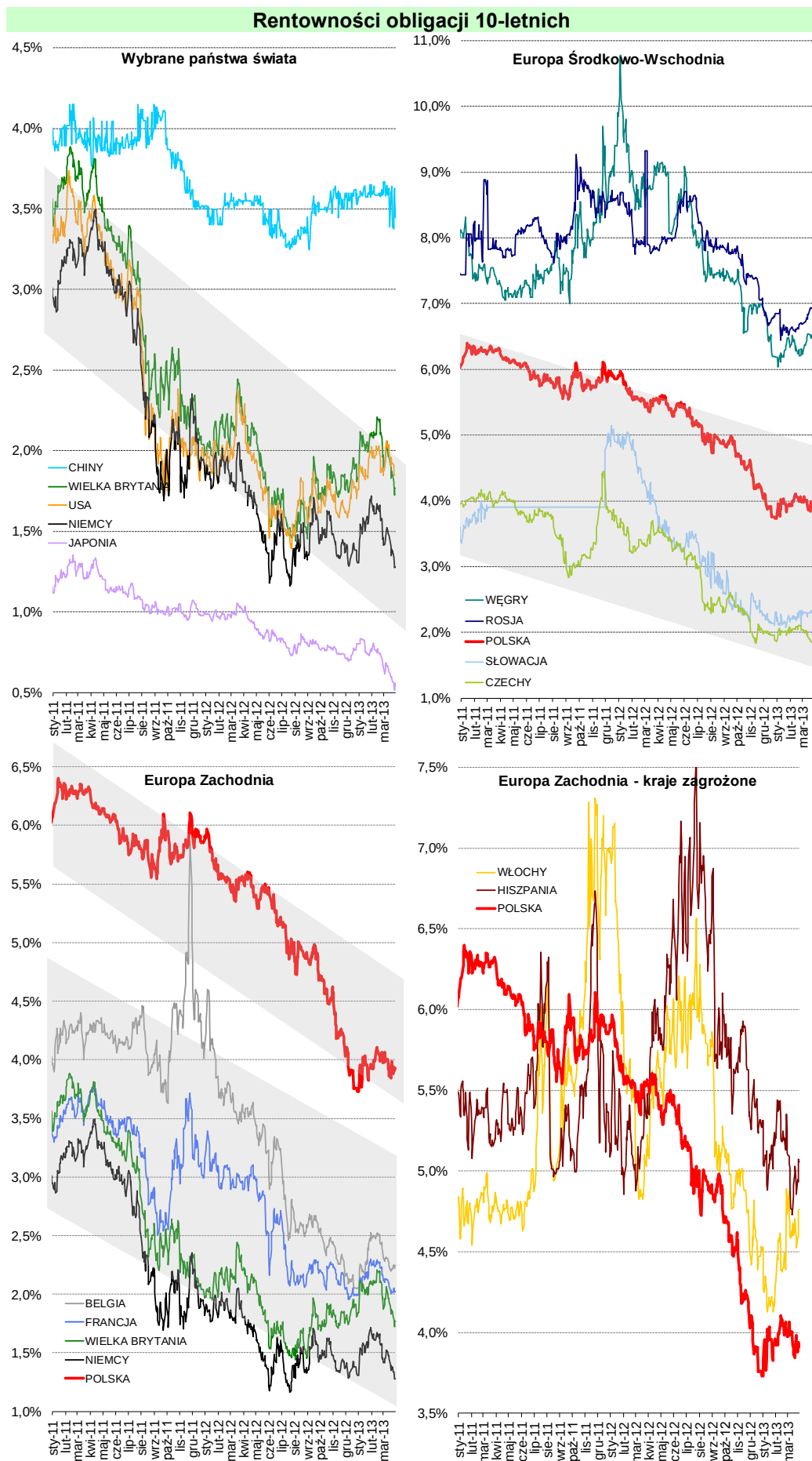


**SPW w portfelach inwestorów zagranicznych**



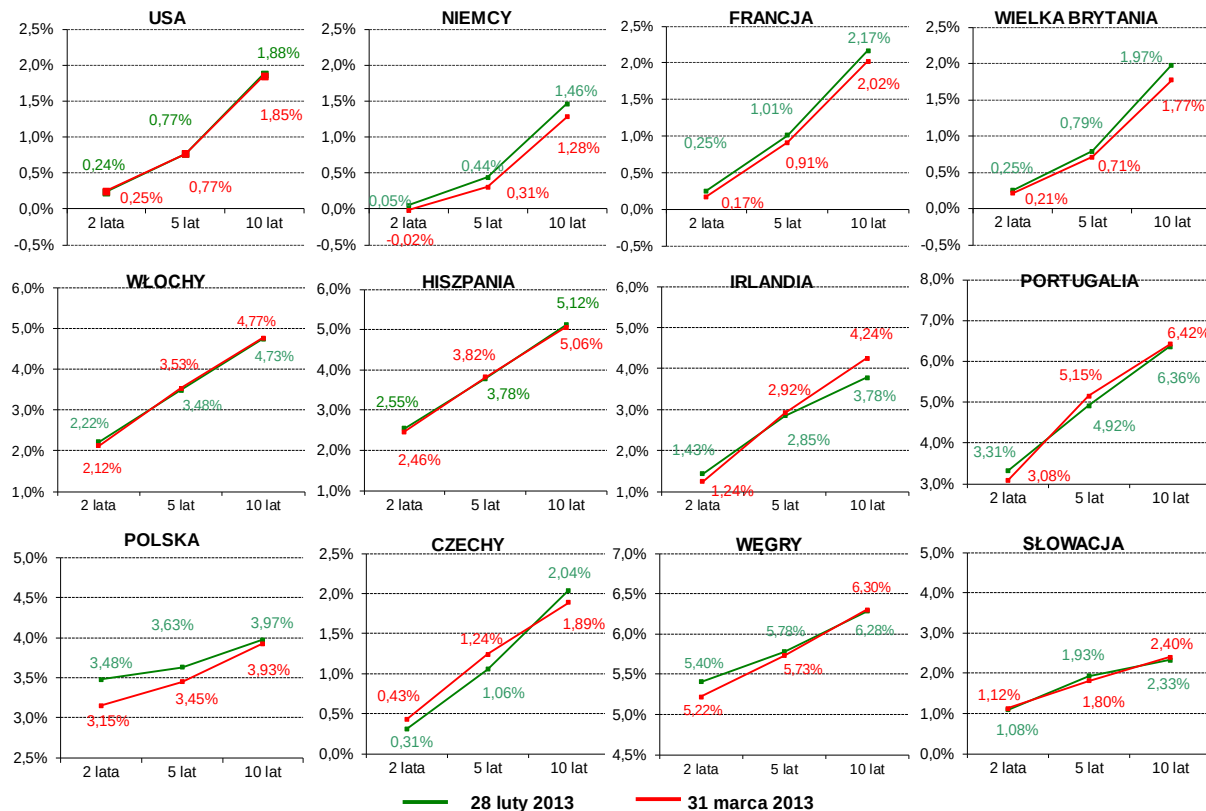
**Polskie SPW w portfelach inwestorów zagranicznych (mld zł)**

| Data       | Banki | Inwestorzy zagraniczni | Zakłady ubezpieczeniowe | Fundusze emerytalne | Fundusze inwestycyjne | Osoby fizyczne | Podmioty niefinansowe | Inne podmioty |          | Razem      |
|------------|-------|------------------------|-------------------------|---------------------|-----------------------|----------------|-----------------------|---------------|----------|------------|
|            |       |                        |                         |                     |                       |                |                       | Razem         | W tym MF |            |
| styczeń 13 | 97,0  | 195,6                  | 52,8                    | 114,4               | 42,6                  | 8,5            | 1,8                   | 30,2          | 3,4      | 542,9      |
| luty 13    | 102,9 | 202,3                  | 51,9                    | 114,6               | 43,6                  | 8,4            | 1,7                   | 27,3          | 0,0      | 552,8      |
| <b>Δ</b>   | 5,9   | <b>6,7</b>             | -0,9                    | 0,2                 | 1,0                   | 0,0            | 0,0                   | -2,9          | -3,4     | <b>9,9</b> |



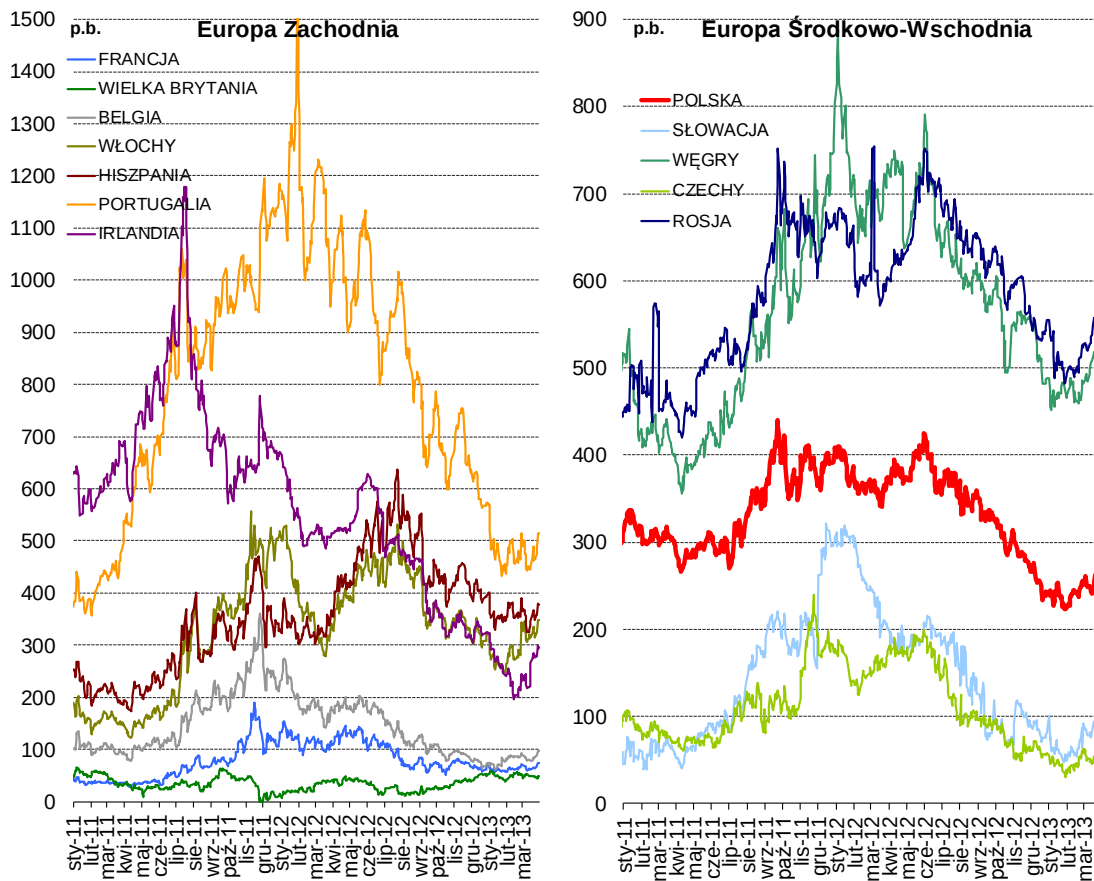


**Struktura krzywych rentowności w wybranych krajach - zmiana miesięczna**



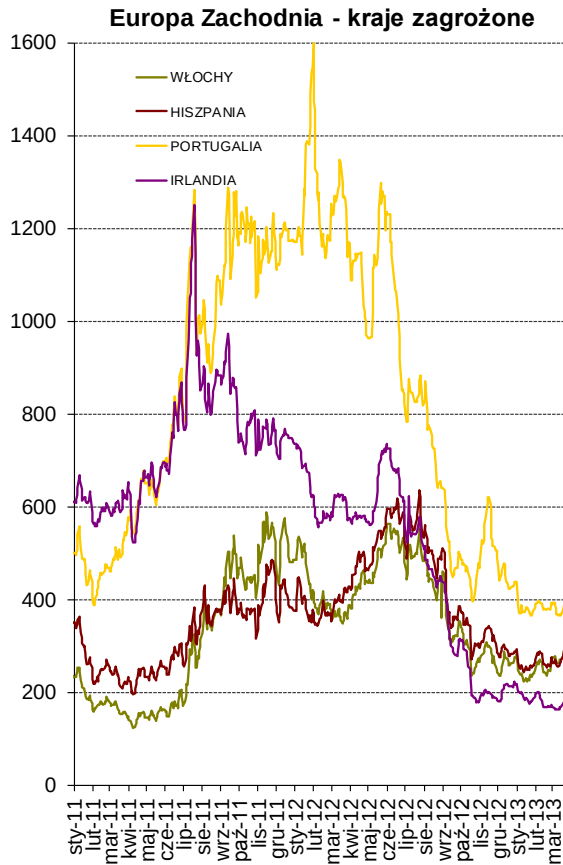
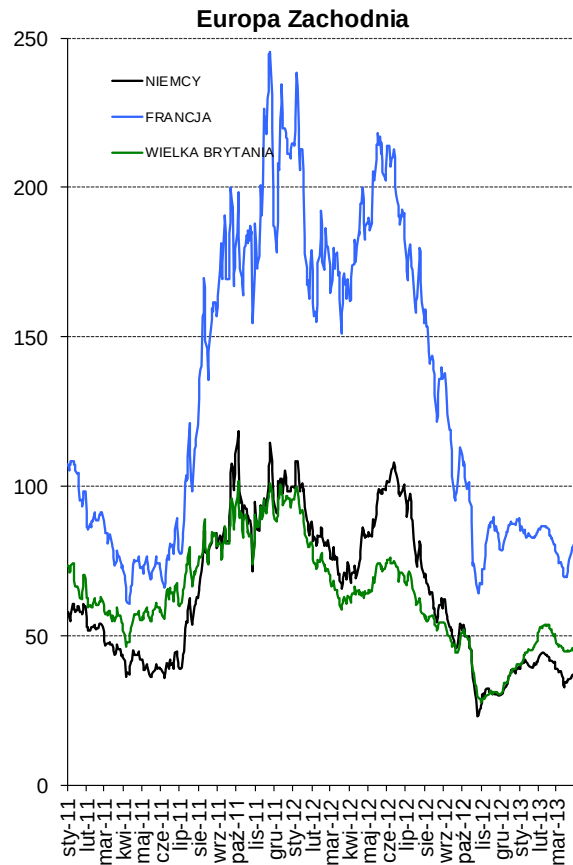
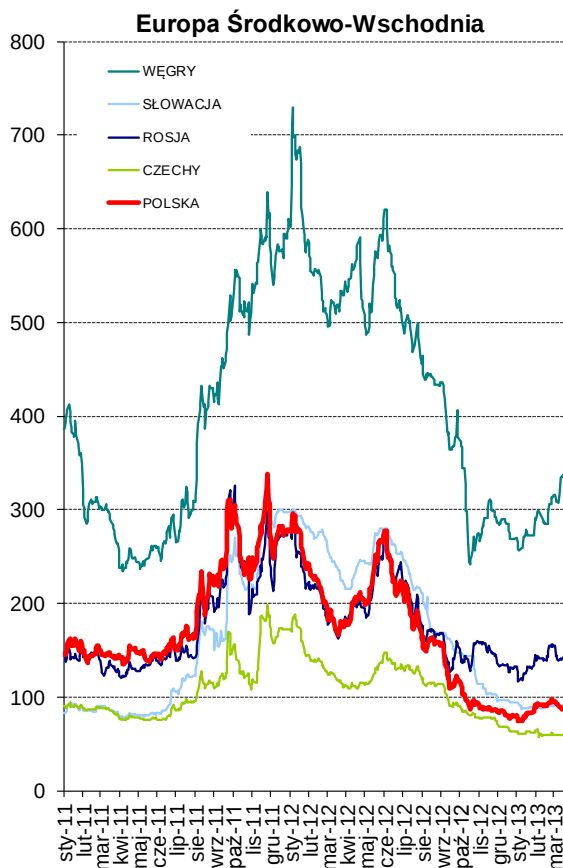
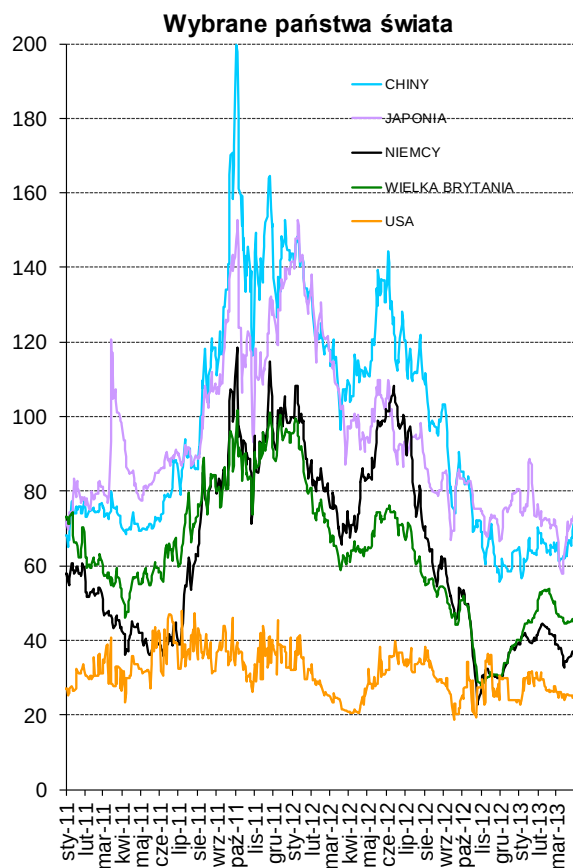
Źródło: Reuters

**Spread do 10-letnich obligacji niemieckich**



Źródło: Reuters

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



Źródło: Reuters

| Bieżące ratingi wybranych państw świata |      |             |       |             |        |             |
|-----------------------------------------|------|-------------|-------|-------------|--------|-------------|
| Kraj                                    | S&P  | Perspektywa | Fitch | Perspektywa | Moodys | Perspektywa |
| Austria                                 | AA+  | S           | AAA   | S           | Aaa    | N           |
| Belgia                                  | AA   | N           | AA    | N           | Aa3    | N           |
| Cypr                                    | CCC  | N           | BB    | N           | Caa3   | 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           | Aa1    | N           |
| Grecja                                  | B-   | S           | CCC   | N           | C      | R           |
| Hiszpania                               | BBB- | N           | BBB   | N           | Baa3   | N           |
| Holandia                                | AAA  | N           | AAA   | N           | Aaa    | N           |
| Irlandia                                | BBB+ | S           | 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   | S           | BB+   | N           | Ba3    | N           |
| Słowacja                                | A    | S           | A+    | S           | A2     | N           |
| Słowenia                                | A-   | S           | 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           | Baa2   | P           |
| Polska                                  | A-   | S           | A-    | P           | 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           | Aa1    | 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

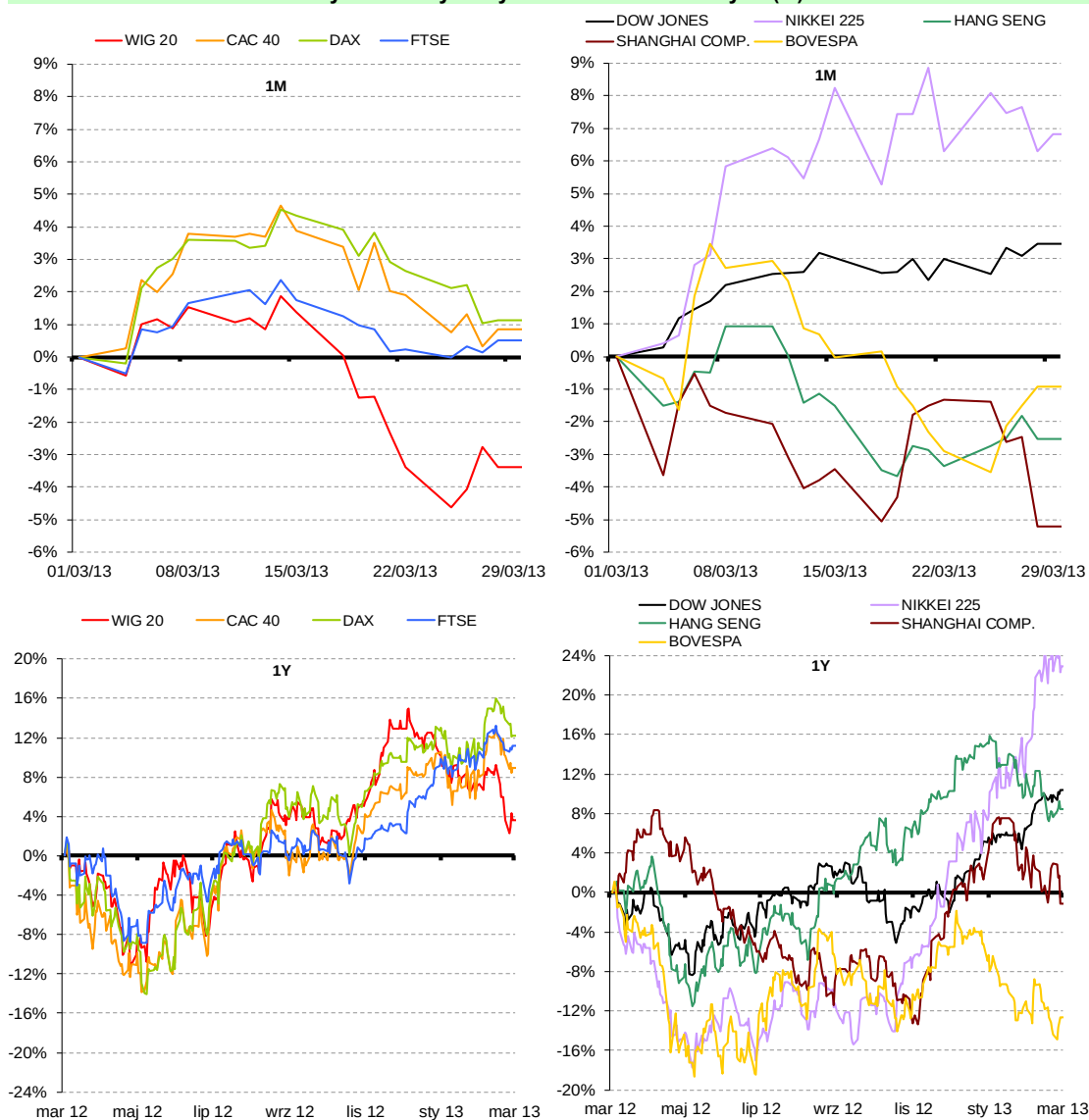
| Zmiany ratingu w ostatnim miesiącu |         |              |         |            |
|------------------------------------|---------|--------------|---------|------------|
| Kraj                               | Agencja | o ile stopni | obecnie | poprzednio |
| Cypr                               | S&P     | -1           | CCC     | CCC+       |
| Łotwa                              | Moodys  | 1            | Baa2    | Baa3       |
| Włochy                             | Fitch   | -1           | BBB+    | A-         |

Źródło: Reuters

## Rynek kapitałowy

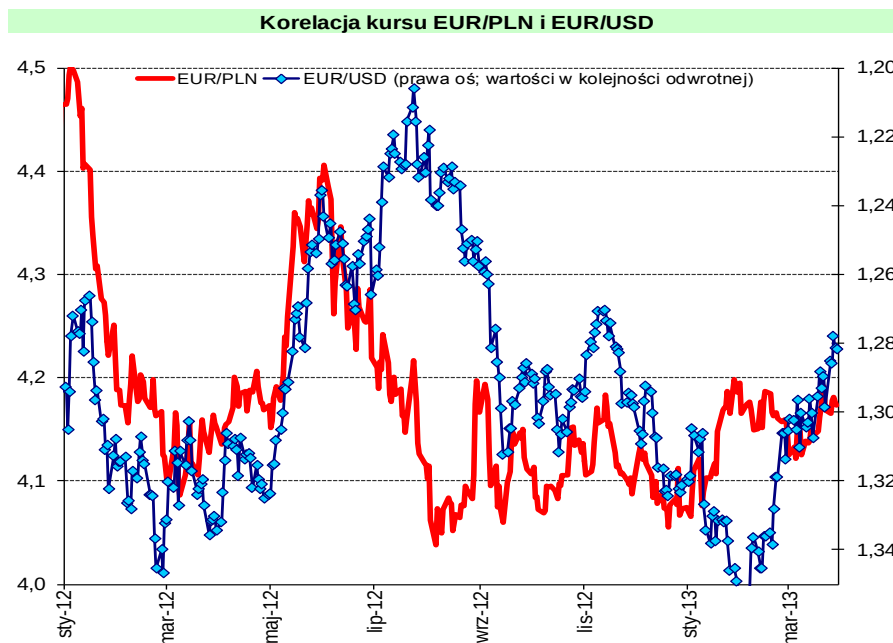
- ◆ Amerykański indeks Dow Jones wzrósł w marcu o 3,73% osiągając najwyższy poziom w historii (ponad 14,5 tys. punktów).
- ◆ Japoński Nikkei wzrósł w marcu o 7,25%. Pozostałe azjatyckie indeksy zanotowały spadki. Hang Seng o 3,13%, a Shanghai comp o 5,45%.
- ◆ Brazylijski indeks BOVESPA spadł w marcu o 1,87%.
- ◆ Francuski CAC wzrósł w marcu br. o 0,23% podobnie jak brytyjski FTSE i niemiecki DAX. Wzrost odpowiednio o 0,80% i 0,69%.
- ◆ Na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych zanotowano w marcu spadek indeksu WIG20 o 3,34%. Jest to kolejny miesiąc spadku indeksu WIG20.

**Dynamika wybranych indeksów światowych (%)**



## Rynek walutowy

- ♦ Kurs EUR-USD wahał się w marcu w przedziale 1,2760 – 1,3130 osiągając na koniec miesiąca poziom 1,2800. Euro znajduje się obecnie w silnym trendzie spadkowym wobec amerykańskiej waluty. Do spadku wartości euro w dużym stopniu przyczyniło się nasilenie problemów związanych z możliwością bankructwa Cypru, rosnące bezrobocie i spadek produkcji w strefie euro, a także publikacja danych z rynku pracy w Stanach Zjednoczonych.
- ♦ Kurs GBP-USD znalazł się pod koniec marca na poziomie zbliżonym do 1,5200. W ostatnim miesiącu funt brytyjski podlegał znacznym wahaniom w stosunku do dolara amerykańskiego. Na początku marca brytyjska waluta znacząco traciła na wartości osiągając najniższy poziom od ponad 2,5 roku – blisko 1,4840 za dolara. Tak znaczny spadek wartości funta był spowodowany obawami o powrót recesji w Wielkiej Brytanii. Dopiero w drugiej połowie miesiąca zaobserwowano odbicie kursu do poziomu 1,5200.
- ♦ Kurs EUR-PLN wzrósł w marcu osiągając na koniec miesiąca poziom 4,1800. Złoty od lipca 2012 roku znajduje się w paśmie wahań 4,0250 – 4,2150 w stosunku do euro. Jednak od drugiej połowy stycznia br. wartość kursu EUR-PLN nie spada poniżej 4,1200. Na wzrost kursu złotego w bieżącym miesiącu największy wpływ miała niespodziewana decyzja RPP o obniżeniu podstawowych stóp procentowych o 50 p.b. Bezpośrednio po jej ogłoszeniu kurs złotego wzrósł z poziomu 4,1200 do 4,1600 za euro. W dalszych dniach marca po publikacji: nowej projekcji inflacyjnej NBP, danych makroekonomicznych mówiących o dalszym spadku inflacji, produkcji przemysłowej oraz wzroście bezrobocia kurs EUR-PLN systematycznie rósł.



## Departament Analiz i Skarbu

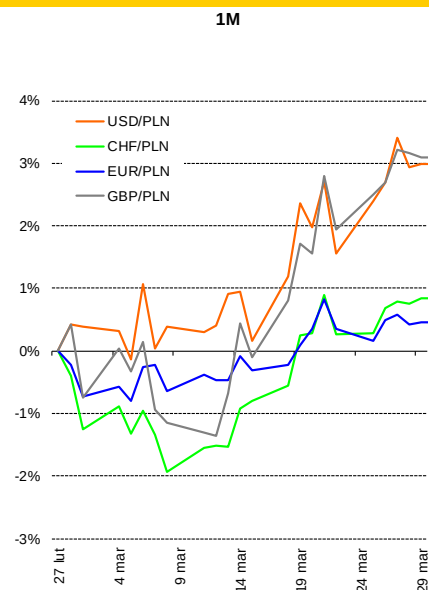
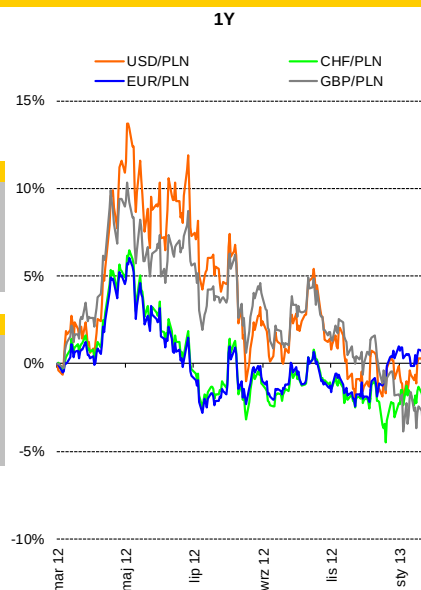
### PLN

#### NOTOWANIA WALUT PLN

|         | 1Y   | 1M   | 2013-03-29 |
|---------|------|------|------------|
| USD-PLN | 3,13 | 3,17 | 3,26       |
| CHF-PLN | 3,45 | 3,40 | 3,43       |
| EUR-PLN | 4,16 | 4,16 | 4,18       |
| GBP-PLN | 4,99 | 4,80 | 4,95       |

#### ZMIANA %

|         | 1Y  | 1M |
|---------|-----|----|
| USD-PLN | 4%  | 3% |
| CHF-PLN | 0%  | 1% |
| EUR-PLN | 1%  | 0% |
| GBP-PLN | -1% | 3% |



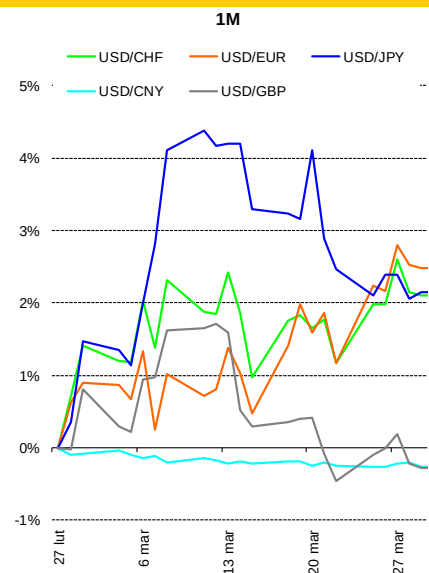
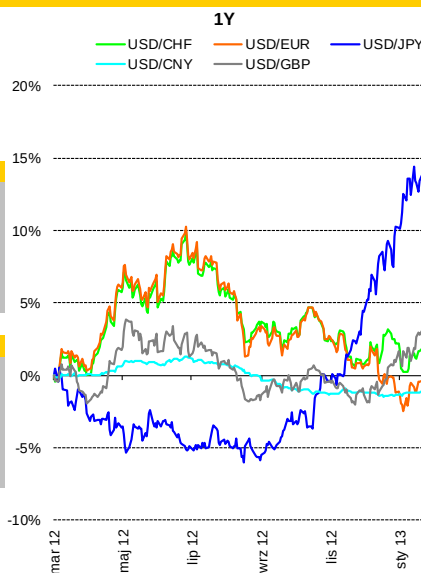
### USD

#### NOTOWANIA WALUT USD

|         | 1Y    | 1M    | 2013-03-29 |
|---------|-------|-------|------------|
| USD-CHF | 0,91  | 0,93  | 0,95       |
| USD-EUR | 0,75  | 0,76  | 0,78       |
| USD-JPY | 82,42 | 92,24 | 94,22      |
| USD-CNY | 6,31  | 6,23  | 6,21       |
| USD-GBP | 0,63  | 0,66  | 0,66       |

#### ZMIANA %

|         | 1Y  | 1M |
|---------|-----|----|
| USD-CHF | 5%  | 2% |
| USD-EUR | 4%  | 2% |
| USD-JPY | 14% | 2% |
| USD-CNY | -2% | 0% |
| USD-GBP | 5%  | 0% |



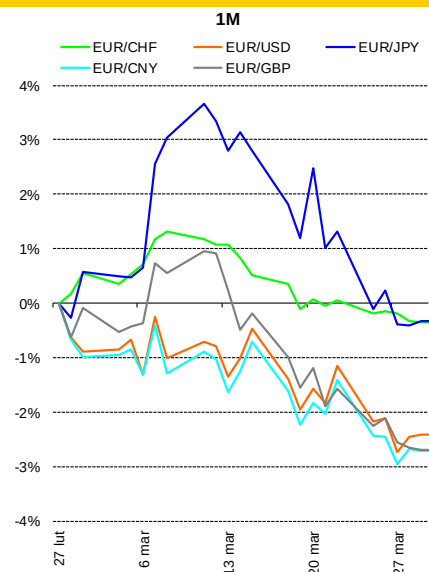
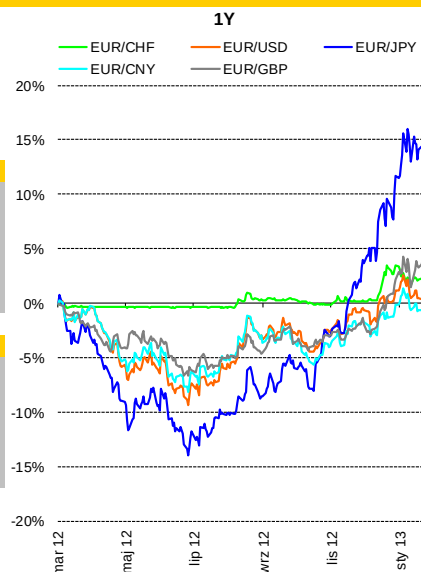
### EUR

#### NOTOWANIA WALUT EUR

|         | 1Y     | 1M     | 2013-03-29 |
|---------|--------|--------|------------|
| EUR-CHF | 1,21   | 1,22   | 1,22       |
| EUR-GBP | 0,83   | 0,87   | 0,84       |
| EUR-JPY | 109,65 | 121,18 | 120,77     |
| EUR-CNY | 8,39   | 8,18   | 7,96       |
| EUR-USD | 1,33   | 1,31   | 1,28       |

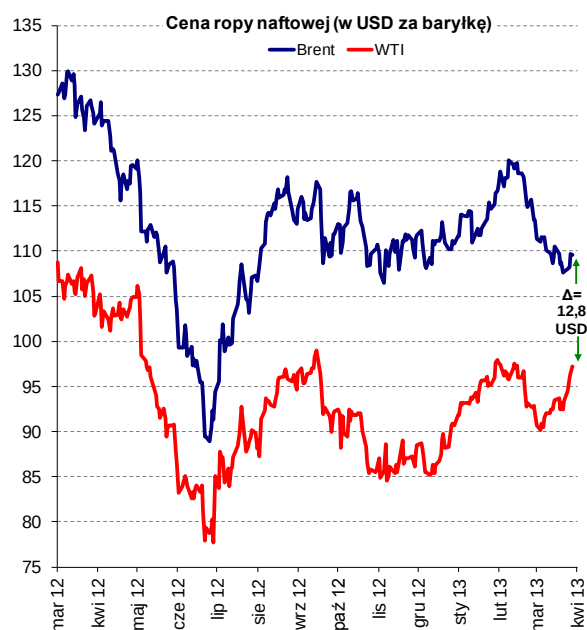
#### ZMIANA %

|         | 1Y  | 1M  |
|---------|-----|-----|
| EUR-CHF | 1%  | 0%  |
| EUR-GBP | 1%  | -3% |
| EUR-JPY | 10% | 0%  |
| EUR-CNY | -5% | -3% |
| EUR-USD | -4% | -2% |



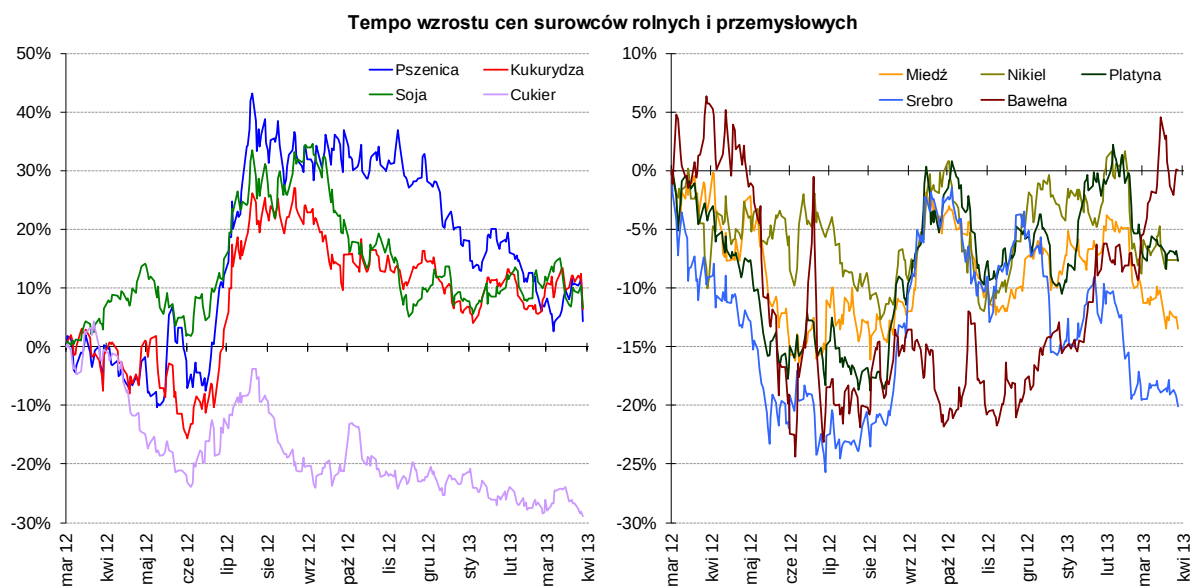
**Surowce naturalne**

- ♦ Cena ropy naftowej typu Brent spadła w marcu o 3,3% do 109,6 USD za baryłkę, m.in. ze względu na dalsze pogorszenie sytuacji gospodarczej strefy euro. W tym samym okresie cena ropy naftowej typu WTI wzrosła o 5,7% do 97,2 USD za baryłkę, pomimo dużej podaży ropy w USA. Tym samym różnica między ceną ropy Brent i WTI spadła na koniec marca do 12,8 USD za baryłkę – najniższego poziomu od lipca 2012 r.
- ♦ Cena złota, po pięciu miesiącach trendu spadkowego, w marcu nieznacznie wzrosła i na koniec analizowanego okresu wyniosła 1 597,5 USD za uncję. Impulsem do wzrostu ceny złota była m.in. informacja o zaostrzeniu kryzysu finansowego na Cyprze.
- ♦ Nagłemu spadkowi cen surowców rolnych pod koniec marca (m.in. kukurydzy, pszenicy i soi) sprzyjały informacje zawarte w raporcie Departamentu Rolnictwa USA o wysokim stanie zapasów tych surowców (zapasy części z nich były nawet wyższe niż się początkowo spodziewano).
- ♦ W marcu spadły również ceny miedzi i innych surowców przemysłowych – miało to związek z podjęciem przez chiński rząd działań zmierzających do ograniczenia wzrostu rynku mieszkaniowego i tym samym zmniejszenia popytu na surowce przemysłowe.

**Ropa naftowa****Złoto**

Źródło: Reuters.

**Surowce rolne i przemysłowe**



Źródło: Reuters.

Departament Analiz i Skarbu