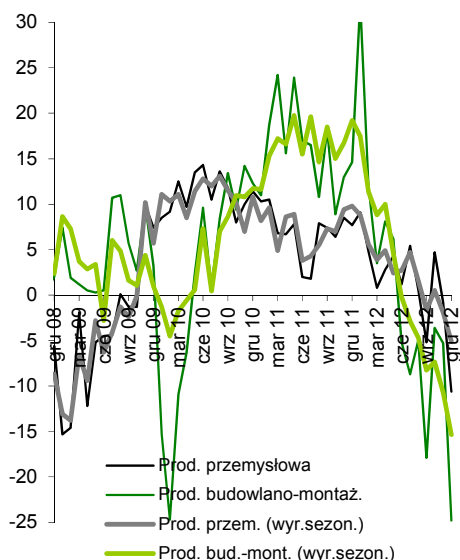
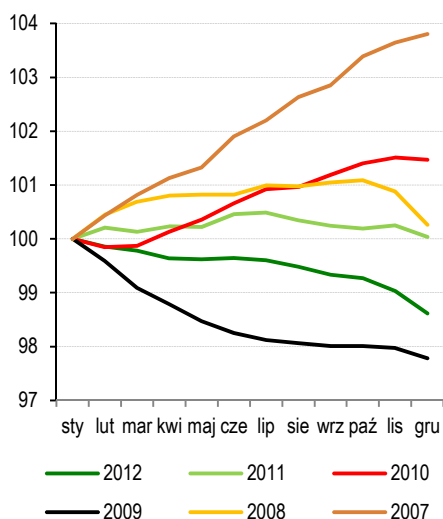


Tak jak się spodziewaliśmy, dane o produkcji przemysłowej przyniosły dwucyfrowy spadek. Co więcej, wynik znacznie gorszy od prognoz zanotowała produkcja budowlano-montażowa (ok. -25% r/r). W połączeniu z kontynuacją wyraźnego spadku zatrudnienia (-0,5% r/r), umiarkowanym wzrostem płac (2,4%) oraz deflacją PPI (-1,1% r/r), daje to dość jasny przekaz Radzie Polityki Pieniężnej – przerwa w cyklu obniżek nie ma obecnie zbyt większego sensu. Dzisiejsze dane potwierdziły kontynuację spowolnienia, a dane wcześniej opublikowane wskazały na brak presji inflacyjnej (inflacja CPI poniżej celu, inflacja bazowa 1,4%). Dane za kolejny miesiąc nie będą dużo lepsze (choć produkcji sprzyjać będzie liczba dni roboczych), wskazując na dalsze obniżanie tempa wzrostu PKB. Inflacja z kolei spaść może poniżej 2%. Naszym zdaniem, oznacza to, że dwie kolejne obniżki stóp procentowych nastąpią w lutym i w marcu.

Wzrost produkcji, % r/r



Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sty=100)



Wyraźny spadek produkcji

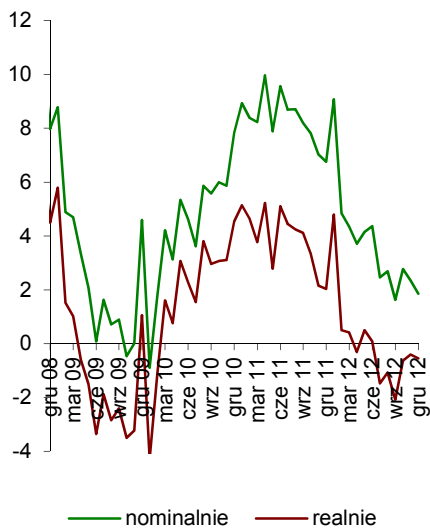
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami (najbardziej pesymistycznymi na rynku), produkcja przemysłowa spadła w grudniu w tempie dwucyfrowym o 10,6% r/r (nasza prognoza -10,3%, konsensus -6,9%). Wynik był co prawda pod wpływem mniejszej liczby dni roboczych (o dwa mniej niż przed rokiem), jednak tempo wzrostu produkcji po wyrównaniu o czynniki sezonowe wyniosło -5,1%, co było najgorszym wynikiem od połowy 2009 roku. Dwucyfrowy spadek produkcji zanotowano w większości działów, głównie eksportowych (np. pojazdy -22,2%, meble -22,6%). Co więcej, bardzo głęboki spadek nastąpił w sektorze budowlanym - wyniósł aż 25% r/r, co było wynikiem znacznie poniżej prognoz.

W sumie, produkcja przemysłowa w czwartym kwartale spadła o ponad 2% r/r (najgorszy wynik od II kw. 2009) w porównaniu z wynikiem około zera w III kwartale. W przypadku produkcji budowlano-montażowej pogorszenie było w mniejszej skali (-12,6% wobec -11% r/r w III kw.). Dane o sprzedaży detalicznej zostaną opublikowane dopiero pod koniec miesiąca, dając (prawie pełen) obraz sytuacji w gospodarce pod koniec 2012 roku. Jednakże, sytuacja na rynku pracy (szczegóły poniżej) nie wspiera konsumpcji prywatnej, a dane odnośnie rejestracji samochodów wskazywały raczej, że możliwa jest kolejna negatywna niespodzianka. Tak więc, nie zmieniamy naszej prognozy odnośnie tempa wzrostu gospodarczego - poniżej 1% w ostatnim kwartale 2012 roku. Pierwszy kwartał roku obecnego pokaże najprawdopodobniej dalsze spowolnienie, choć dynamika utrzyma się, naszym zdaniem, powyżej zera.

Rynek pracy wciąż słabnie

W grudniu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 0,5% r/r, czyli nieco mocniej niż nasze i rynkowe oczekiwania (-0,4% r/r). W ujęciu miesięcznym liczba zatrudnionych zmniejszyła się o 23 tysiące i był to najmocniejszy spadek od marca 2009 r. Od stycznia zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło łącznie o 77 tysięcy, zatem cały rok 2012 był dla rynku pracy jednym z najsłabszych w ciągu kilku ostatnich lat. Naszym zdaniem popyt na pracę będzie dalej spadał. W pierwszym kwartale prawdopodobne są zwolnienia w branży motoryzacyjnej, wciąż mamy do czynienia z kiepską sytuacją w budownictwie, a

Fundusz wynagrodzeń w sektorze przeds. % r/r



spowolnienie zaczęło przekładać się także na handel detaliczny. Uważamy, że pewien potencjał do stabilizacji sytuacji może pojawić się dopiero w drugiej połowie roku.

Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w grudniu 2,4% r/r, czyli więcej niż oczekiwania nasze i rynkowe (odpowiednio 1,9% r/r i 2,0% r/r). Naszym zdaniem, zaskoczenie w górę mogło wynikać z wysokości wypłat premii barbórkowych w górnictwie. Szczegóły poznamy pod koniec miesiąca w Biuletynie Statystycznym. Średni wzrost płac w całym 2012 r. wyniósł 3,5% r/r, co jest najniższym wynikiem od 2005 r. a jeśli uwzględnić podwyższony w tym okresie wskaźnik inflacji, to wzrost płac w ujęciu realnym był ujemny. O ile w tym roku sytuacja na rynku pracy nie będzie sprzyjała wzrostowi płac w tempie większym niż 2-3%, to wyraźny spadek inflacji (który już nastąpił i będzie kontynuowany) sprawi, że w ujęciu realnym dochody do dyspozycji wzrosną.

Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw urósł nominalnie o 1,9% r/r i realnie spadł o 0,6% r/r. Wspiera to naszą prognozę słabego wzrostu konsumpcji prywatnej w ostatnim kwartale zeszłego roku. Naszym zdaniem w tym roku fundusz płac w sektorze będzie nominalnie rósł jeszcze wolniej niż w zeszłym (2,0% w 2013 r. wobec 3,6% w 2012 r.), ale realnie może osiągnąć lepszy wynik dzięki mocnemu spadkowi inflacji. Dodatkowym wsparciem dla dochodów gospodarstw domowych będzie wysoka indeksacja świadczeń społecznych.

Znacząca deflacja wskaźnika PPI

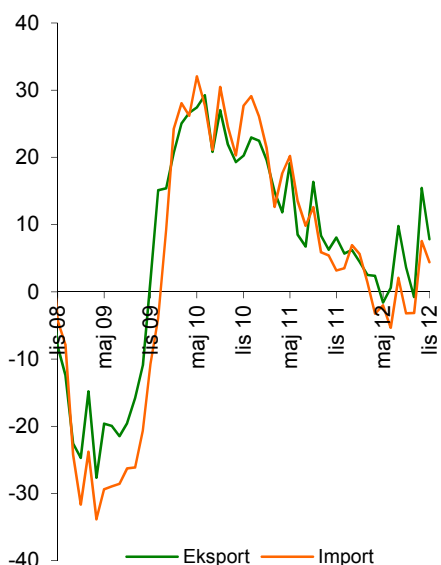
Inflacja PPI spowolniła do -1,1% r/r, czyli znacznie mocniej od oczekiwań (-0,6% r/r). Dane pokazują słabość presji inflacyjnej po stronie kosztowej w sektorze przedsiębiorstw. Spodziewamy się, że wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu będzie oscylował w okolicach zera na przestrzeni 2013 r.

Bilans handlowy znowu na minusie

Dane nt. bilansu obrotów bieżących za listopad okazały się gorsze od oczekiwań. Deficyt obrotów bieżących wzrósł do 1,49 mld € (wobec prognozy rynkowej 0,8 mld € i naszej 0,73 mld €) i był blisko dwukrotnie większy niż w poprzednim miesiącu i najwyższy od lutego, na co złożyło się przede wszystkim pogorszenie salda obrotów towarowych (-394 mln € wobec +221 mln € w październiku) oraz salda dochodów (-1529 mln € wobec -1397 mln € miesiąc wcześniej). Nadwyżki na rachunku usług (381 mln €, podobnie jak w poprzednich miesiącach) i transferów (52 mln €) były bliskie oczekiwaniom.

Fakt, że po dwóch miesiącach nadwyżki handlowej zanotowano ponownie dość znaczny deficyt w obrotach towarowych wynikał z głębszego od prognoz osłabienia eksportu i wyższego od przewidywań importu. Eksport obniżył się o ok. 8% wobec rekordowego poziomu z października, aczkolwiek nadal był wyraźnie powyżej poziomu sprzed roku (+7,8% r/r), a jego wartość była drugą najwyższą zanotowaną w historii. Wartość importu spadła z kolei o 3,6% m/m, a w ujęciu rocznym wzrosła o 4,42%. Warto pamiętać, że w listopadzie liczba pracujących była nadal wyższa niż w analogicznym okresie 2011 r., co zawiązało roczną dynamikę obrotów handlowych. Należy się spodziewać, że dane za grudzień, kiedy liczba dni roboczych była o dwa mniejsza niż rok wcześniej, a produkcja przemysłowa zanotowała bardzo głęboki spadek, pokażą znacznie obniżoną wartość handlu zagranicznego. Spodziewamy się jednak, że w trakcie bieżącego roku dynamika polskiego eksportu będzie się stopniowo poprawiać, w

Obroty handlowe, % r/r



miarę ożywiania się aktywności ekonomicznej u naszych głównych partnerów handlowych oraz zwiększania przez polskich eksporterów udziału w globalnym rynku (następuje wyraźna dywersyfikacja geograficzna polskiego eksportu).

Na rachunku finansowym zanotowano w listopadzie kolejny silny napływ kapitału portfelowego na rynek polskich papierów dłużnych (1,7 mld €), a także napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (1,6 mld €), przy jednocześnie znacznym odpływie polskich inwestycji bezpośrednich za granicę (-1,3 mld €). Stopień pokrycia deficytu obrotów bieżących za okres ostatnich 12 miesięcy przez napływ kapitału długoterminowego (sumę bezpośrednich inwestycji netto i funduszy z UE) pozostał na podobnym poziomie jak miesiąc wcześniej, tj. blisko 110%.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.