

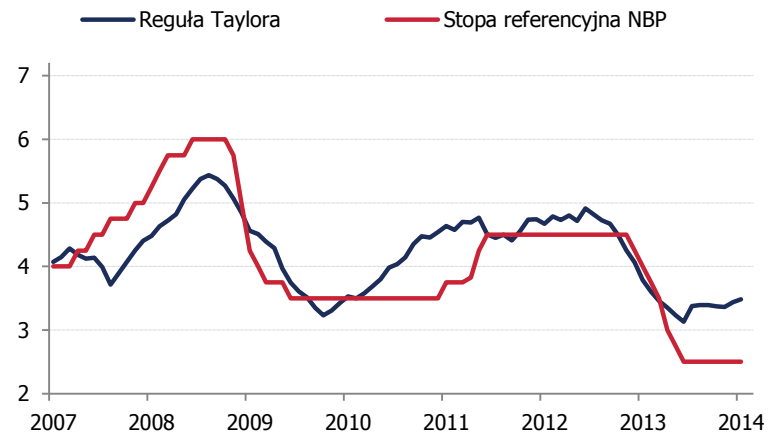
RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Koniunktura w przemyśle coraz lepsza

Na dwa tygodnie przed publikacją projekcji inflacyjnej przez NBP, Rada Polityki Pieniężnej odstała kolejną pozytywną informację ze sfery realnej. Obserwowane od siedmiu miesięcy przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej spowodowało, że wartość cykliczna, czyli ta po odjęciu trendu i sezonowości, składnik tożsamy z fluktuacjami koniunkturalnymi wynosi obecnie 1,2 proc. całkowitej wartości produkcji sprzedanej przemysłu. Jest to wartość najwyższa od lutego 2012 r. Jakże przełożenie ma ten czynnik na decyzję Rady? Szacowana przez nas Reguła Taylora obrazująca optymalny poziom stopy referencyjnej NBP po półrocznej stabilizacji od dwóch miesięcy rośnie, co może wpłynąć na krótszy horyzont lub brak kolejnej obietnicy utrzymania stóp na niezmiennym poziomie. Należy pamiętać, że prezentowana przez nas wartość cykliczna dotyczy jedynie wartości dodanej w przemyśle, która jest jedną z kilku składowych PKB. Poza tym cały czas zmartwieniem władz monetarnych pozostaje niska inflacja...



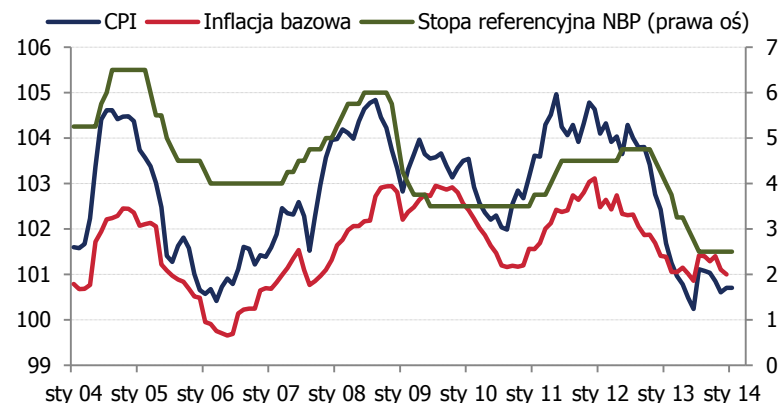
Rys. 1 Optymalne stopy procentowe NBP
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne



Rys. 2 Koniunktura w sektorze przemysłowym
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Inflacja uporczywie nisko

Jeszcze rok temu oczekiwania rynkowe dotyczące inflacji konsumenckiej w horyzoncie dwunastu miesięcy wynosiły ponad 2 pkt. proc. Jak teraz przedstawia się sytuacja? Czy NBP ma szansę na doprowadzenie inflacji do celu 2,5 proc. w najbliższej przyszłości? W obecnej fazie ożywienia gospodarstwa domowe znacznie słabiej reagują na poprawę koniunktury. Zakładamy, że wzrost presji popytowej nastąpi dopiero w połowie roku, gdy wzrost PKB przyspieszy do ok. 3 proc. r/r. Wzrost ten zagwarantuje nie tylko powrót do potencjału gospodarczego, ale również poprawi nastroje sektora gospodarstw domowych, który jest kluczowym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji dotyczących zakupów oraz zwiększaniu oszczędności. Ostatnie dane NBP wskazują na stopniowy wzrost dynamik przyrostu zadłużenia gospodarstw domowych oraz wzrost udziału tego zadłużenia w finansowaniu spożycia, co powinno wspomagać tę składową i zwiększać jej kontrybucję do wzrostu gospodarczego.



Rys. 3 Inflacja CPI i bazowa

Źródło: Bloomberg

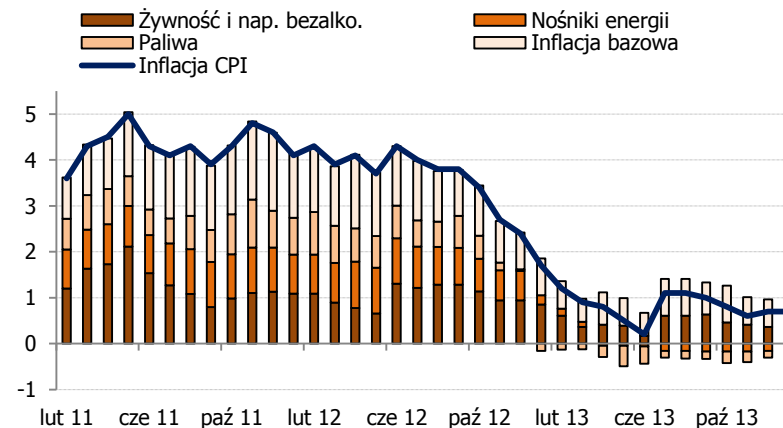


Rys. 4 Ceny w handlu i inflacja bazowa

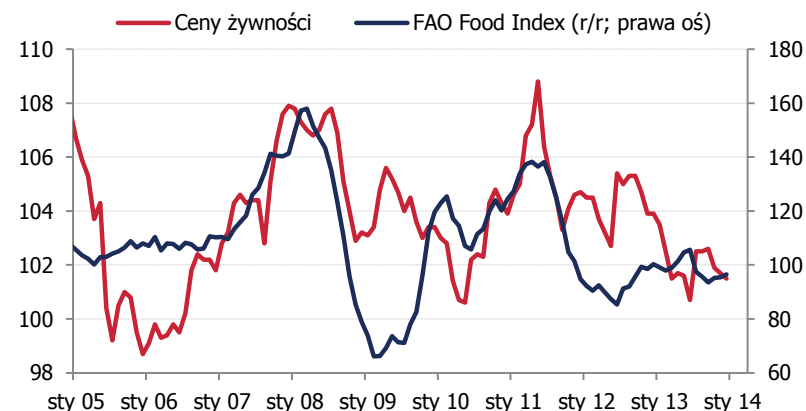
Źródło: GUS

Inflacja uporczywie nisko

Wszystkie opisane wcześniej czynniki będą miały wpływ na powolny wzrost inflacji bazowej. Niestety nie znamy jeszcze jej wartości w styczniu (brak danych o wagach poszczególnych komponentów), prognozujemy jej wzrost o 0,1 pkt. proc. zarówno w styczniu jak i w lutym. W obecnych warunkach będzie to jedyny czynnik przyspieszający wzrost całego wskaźnika CPI. Wkłady do wzrostów pozostałych komponentów będą w najbliższych miesiącach stabilne – jedynym komponentem, który przestanie hamować wzrost cen będą paliwa, których ceny w najbliższych miesiącach naszym zdaniem staną się neutralne dla wzrostu wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Ceny żywności opowiadające za prawie ćwierć koszyka inflacyjnego powinny w tym roku nieco przyspieszyć z uwagi na wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, których dynamika w tym roku powinna się utrzymywać powyżej 3 pkt. proc.

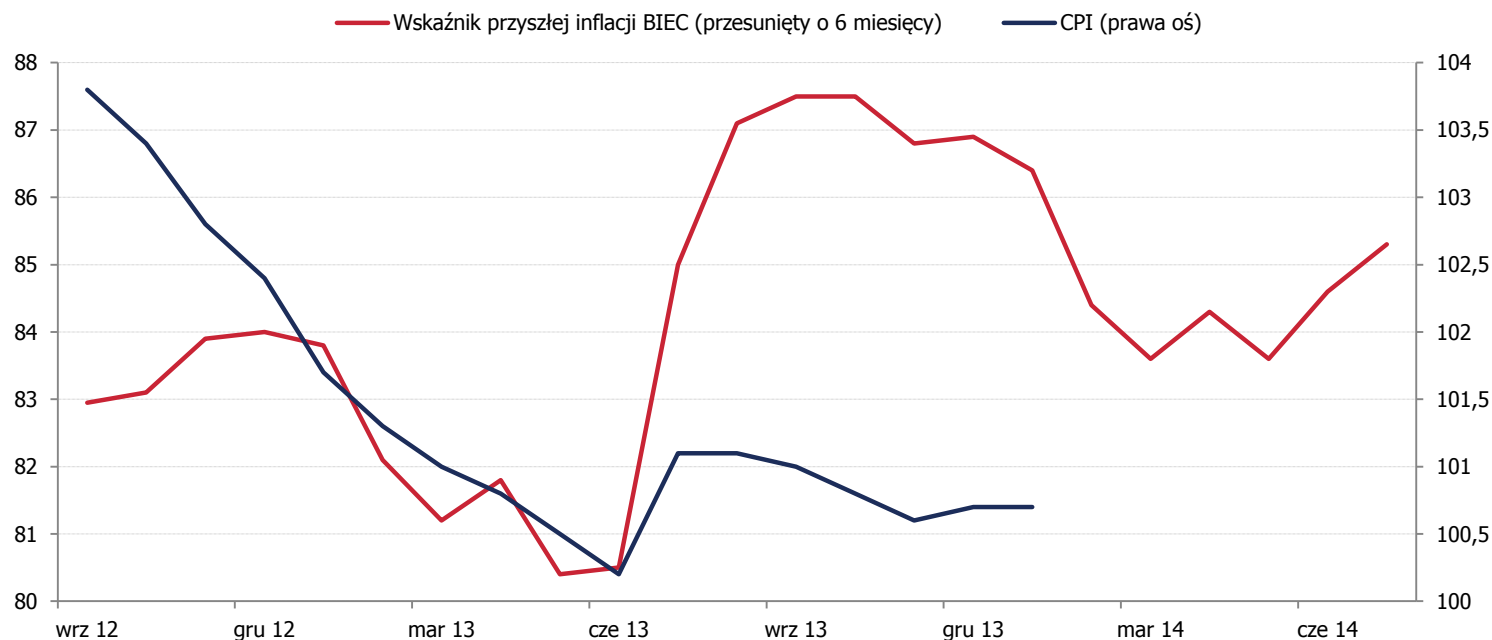


Rys. 5 Dekompozycja inflacji
Źródło: GUS; obliczenia własne



Rys. 6 Ceny żywności: tendencje globalne i krajowe
Źródło: Bloomberg

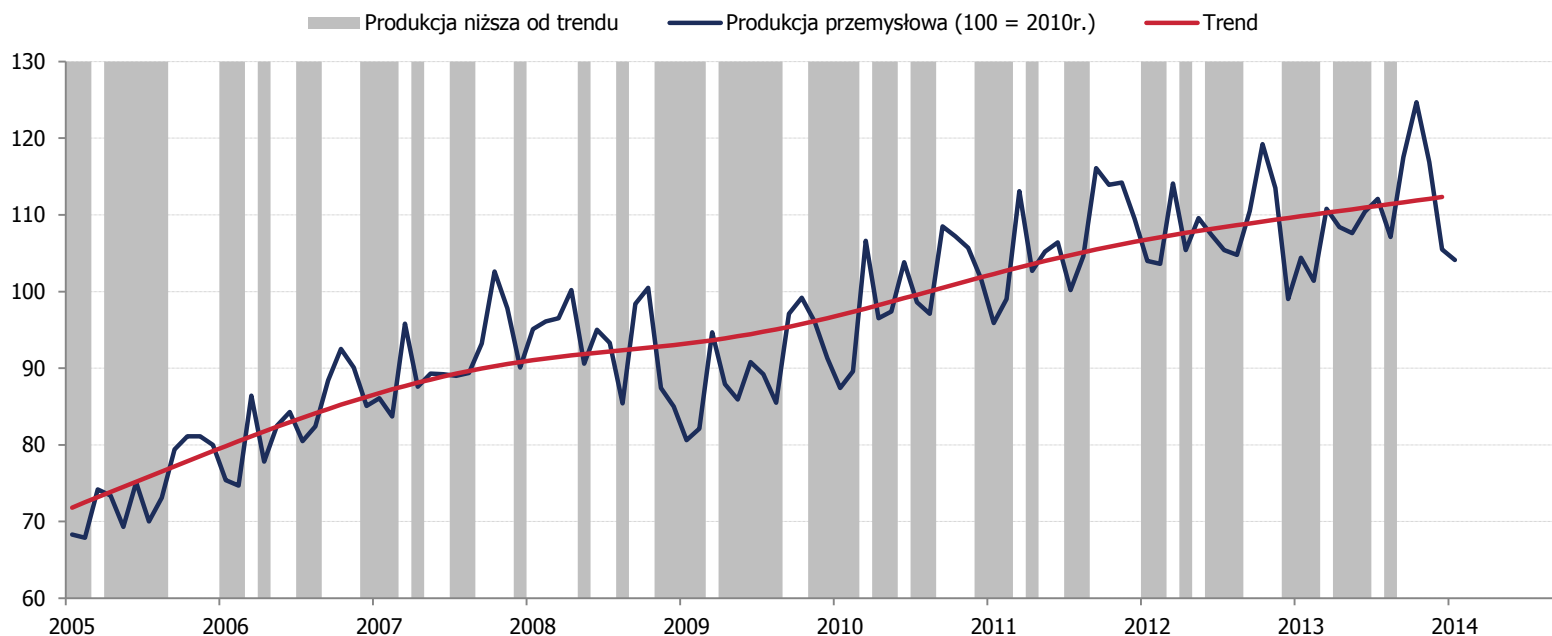
Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Poprzednia wartość	Prognoza TMS Brokers	Konsensus
PMI dla przemysłu	Luty	3 marca	55,4	55,2	54,8
Inflacja CPI	Luty	14 marca	0,7	0,8	0,8
Inflacja bazowa	Styczeń	14 marca	1,0	1,2	0,9
Inflacja bazowa	Luty	14 marca	-	1,3	1,0
Saldo rachunku bieżącego	Styczeń	17 marca	-843	-772	-761
Zatrudnienie	Luty	18 marca	0,0	0	0,2
Wynagrodzenia	Luty	18 marca	3,4	3,1	3,3
Produkcja przemysłowa	Luty	19 marca	4,1	4,7	6,1
Produkcja budowlana	Luty	19 marca	-3,9	4,8	0,7
Sprzedaż detaliczna	Luty	-	4,8	7,2	6,0
Stopa bezrobocia	Luty	-	14,0	14,1	14,1

Inflacja w lutym wzrosła jedynie o 0,8 proc.

Rys. 7 Inflacja CPI i Wskaźnik Przyszłej Inflacji
Źródło: GUS, BIEC

Brak presji inflacyjnej, która powinna towarzyszyć poprawie koniunktury to jak wspominaliśmy największe zmartwienie RPP. Luty nie przyniesie większych zmian. Zakładamy, że nastąpił niewielki wzrost inflacji bazowej, która wpłynie na wzrost dynamiki CPI do 0,8 proc. r/r. Wzrost inflacji bazowej wynika z poprawy na rynku pracy – wzrost wynagrodzeń od pięciu miesięcy utrzymuje się powyżej 3 pkt. proc., ponadto dynamika zatrudnienia przestała być ujemna a odsezonowana stopa bezrobocia spada.

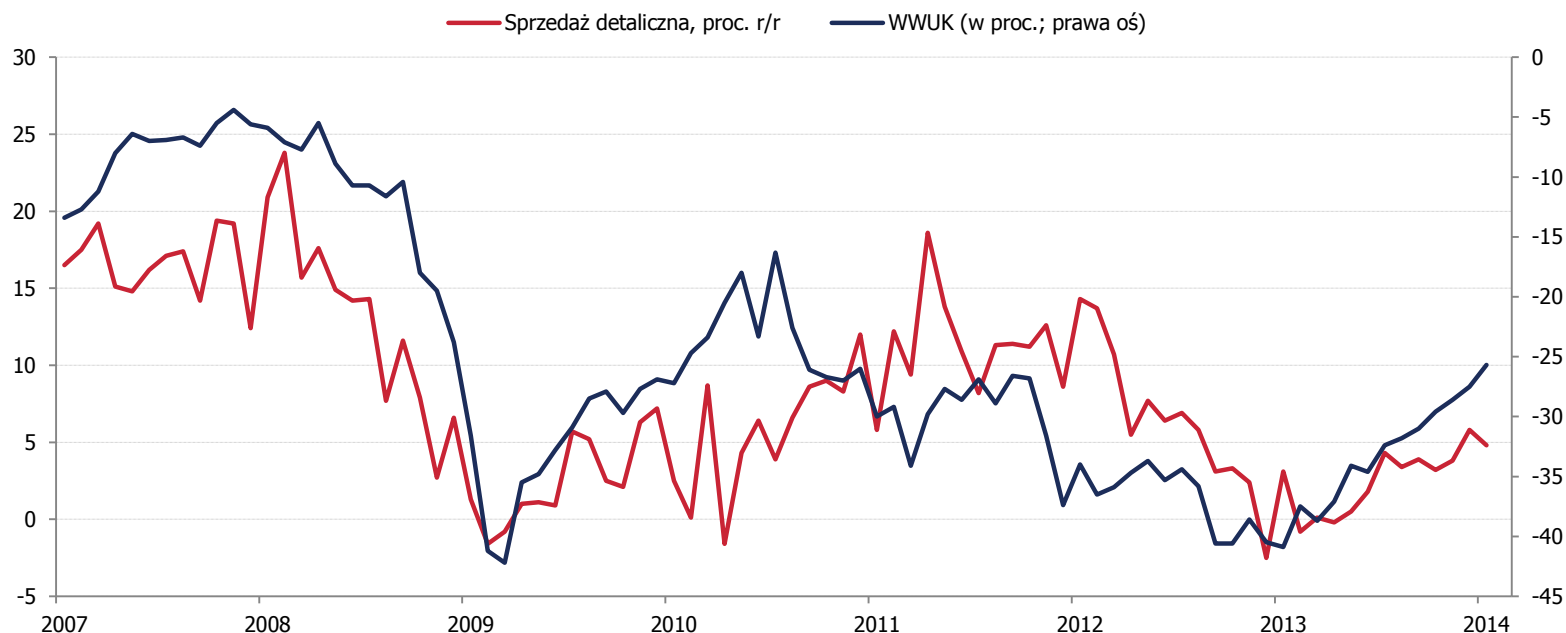
Produkcja wzrosła mocniej niż przed miesiącem



Rys. 8 Koniunktura w przemyśle
Źródło: GUS; obliczenia własne

Szacujemy wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w lutym na poziomie 4,7 proc. w ujęciu rocznym i spadek 2,3 proc. m/m. Argumentem wzmacniającym naszą prognozę jest wzrost wartości subindeksu „bieżąca produkcja” publikowanego przez GUS w ramach badań koniunktury. Komunikat Samar sprzed miesiąca o oczekiwanym wysokim popycie na auta „z kratką” stwarza przestrzeń do nieco wyższego odczytu niż nasza prognoza produkcji, choć jeszcze większy wpływ czynnik ten będzie mieć na sprzedaż detaliczną.

Sprzedaż rośnie najszybciej od dwudziestu miesięcy



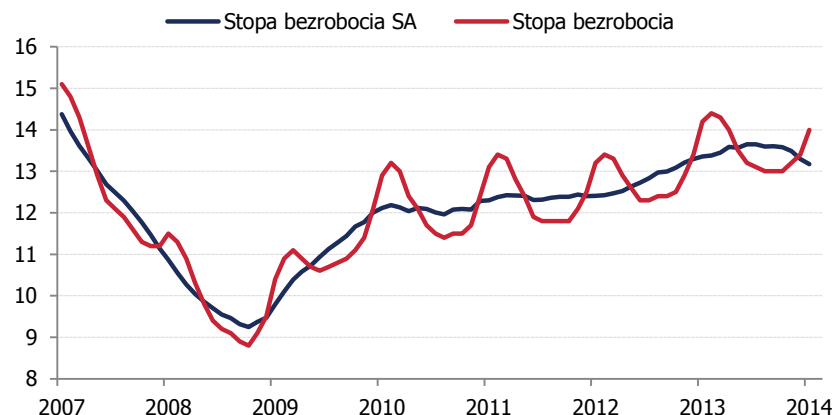
Rys. 9 Koniunktura konsumencka
Źródło: GUS

Nasza prognoza wzrostu sprzedaży detalicznej o 7,2 proc. w ujęciu rocznym bazuje na silnie rosnącym przez ostatni rok Wyprzedzającym Wskaźniku Ufności Konsumenckiej, który historycznie dobrze sprawdzał się jako predyktor tej zmiennej. Naszym zdaniem w lutym wzrost dodatkowo wspierała sprzedaż samochodów z homologacją ciężarową. Ożywienie koniunktury konsumenckiej staje się faktem – rosną szanse, że dynamika sprzedaży w horyzoncie kilku miesięcy powróci w okolice długookresowego poziomu 8 pkt. proc.

Stopa bezrobocia

- Na początku lutego MPiPS podał, że stopa bezrobocia w lutym wzrośnie o mniej niż 0,6 pkt. proc. Naszym zdaniem (podobnie wygląda konsensus) stopa wzrośnie do 14,1 proc. W zeszłym miesiącu duży wpływ miał efekt stycznia przejawiający się zakończeniem różnych form aktywizacji osób bezrobotnych oraz wygaśnięcie umów sezonowych i terminowych (często zawieranych do końca roku). Ponadto styczeń był dość mroźny, a luty nie, co pozwala na dość optymistyczną prognozę.

- Pozytywne informacje płyną z agencji pracy, które dostają coraz więcej sygnałów o zwiększonym popycie na pracę. Jeśli marzec nie zaskoczy gorszymi warunkami pogodowymi, to można założyć, że stopa bezrobocia już nie wzrośnie, co będzie stanowiło znaczną poprawę względem roku ubiegłego i pozwoli na dalszy spadek stopie bezrobocia po odsezonowaniu.



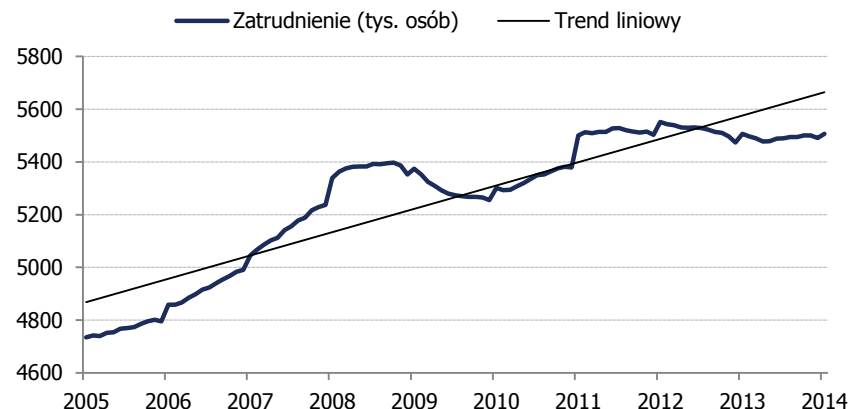
Rys. 10 Rynek pracy
Źródło: GUS; obliczenia własne



Rys. 11 Liczba osób bezrobotnych
Źródło: GUS

Zatrudnienie i wynagrodzenia

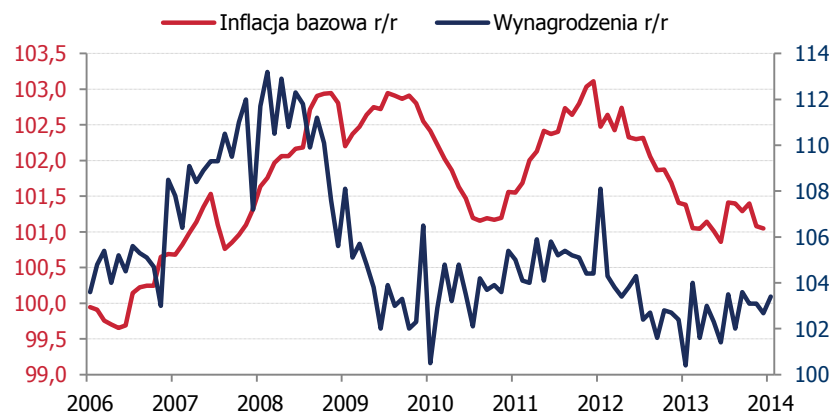
- Zatrudnienie w lutym powinno być podobne do wartości odnotowanej w lutym zeszłego roku. Zakładamy jednak, że jest to chwilowa stagnacja i wraz ze wzrostem mocy produkcyjnych firmy będą zgłaszać więcej popytu na pracę. Rys. 12 pokazuje, że zatrudnienie powoli zaczyna wzrastać, choć widać, że znajduje się znacznie poniżej długookresowego trendu wzrostowego, do którego obecnie brakuje ok. 200 tys. zatrudnionych.



Rys. 12 Liczba osób zatrudnionych

Źródło: GUS; obliczenia własne

- Brak różnicy dni roboczych pozwala przypuszczać, że dynamika wynagrodzenia znajdzie się w pobliżu średniej z ostatniego półrocza. Należy pamiętać, że każdy odczyt powyżej 3 pkt. proc. będzie prowadził do odrodzenia presji inflacyjnej, której na razie brak. W dłuższym horyzoncie spodziewamy się wzrostu wynagrodzeń powyżej 3,5 pkt. proc. co wpłynęłoby na wzrost inflacji w 2015 r. i powrót do celu NBP.

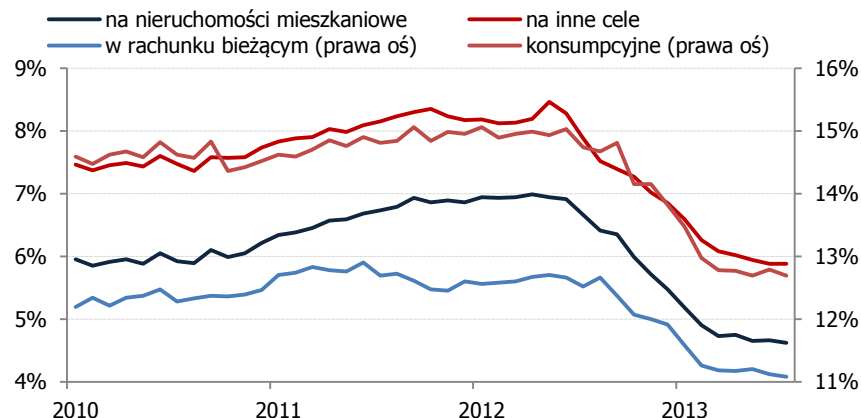


Rys. 13 Presja popytowa

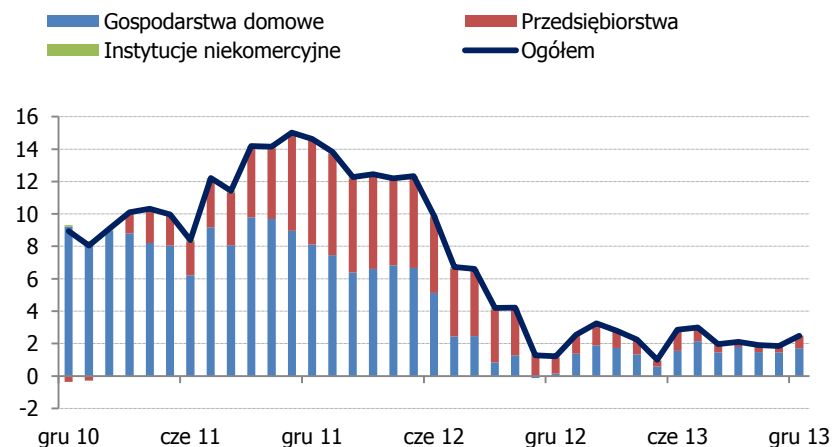
Źródło: GUS, NBP

Polityka pieniężna

- Art. 3 ustawy o NBP jasno definiuje podstawowy jego cel jako utrzymanie stabilności cen. Opisywana wcześniej przez nas poprawa koniunktury w przemyśle pozostaje dobrym prognostykiem na przyszłość, jednak obecnie inflacja czternasty miesiąc z rzędu utrzymuje się poniżej celu a nasza prognozy nie zakładają jej powrotu do 2,5 proc. w tym roku. Należy pamiętać, że decyzje RPP nie mogą być podejmowane na podstawie obecnej sytuacji gospodarczej, ponieważ nie mają wpływu, a prognozy, które są podstawą tych decyzji poznamy w tym miesiącu. Jeśli zdaniem IE NBP w 2015 r. inflacja wróci do celu, to stopy zostaną podniesione w czwartym kwartale.
- Poprzednia projekcja zakładała mocne odbicie inflacji w górę w pierwszym kwartale tego roku. Scenariusz ten się nie zrealizował, więc możliwe, że trajektoria CPI zostanie obniżona.



Rys. 14 Kredyty złote dla gospodarstw domowych
Źródło: NBP

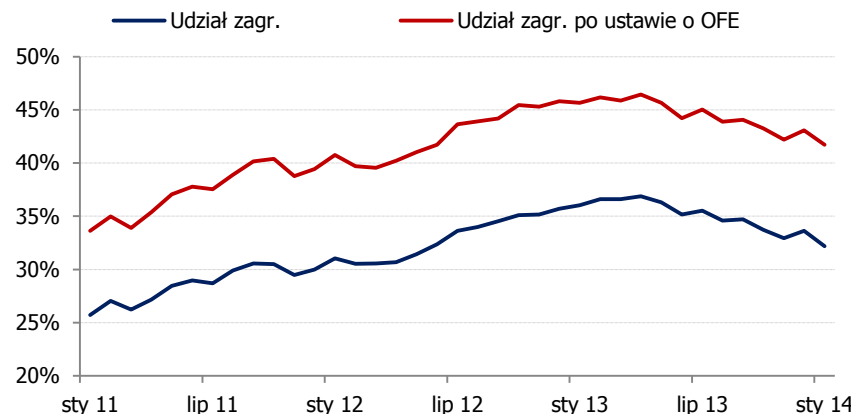


Rys. 15 Dynamika należności od sektora niefinansowego
Źródło: KNF

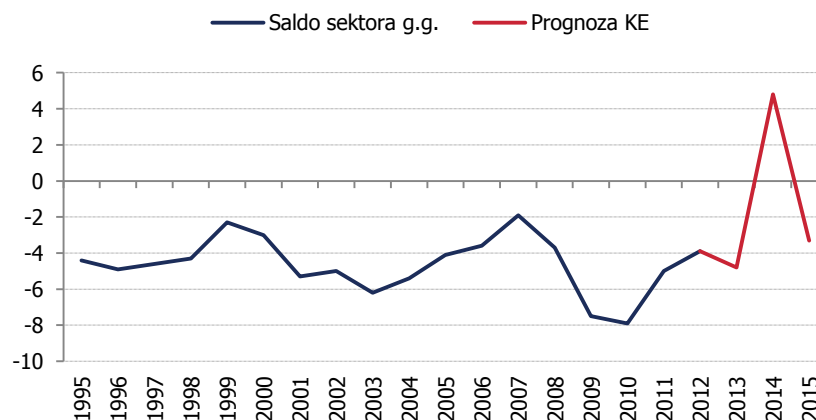
Polityka fiskalna

- Zgodnie z tradycją pierwsze miesiące roku będą oznaczały dość szybki przyrost deficytu sektora finansów publicznych, natomiast w drugiej połowie roku deficyt powinien się ustabilizować lub nawet zmniejszyć się. Ministerstwo Finansów spodziewa się, że deficyt sektora finansów publicznych w 2013 r. wyniesie 4,8 proc. PKB. Jest to zgodne z szacunkiem Komisji Europejskiej, która na kolejne dwa lata zakłada zamknięcie się salda nadwyżką 4,8 proc. PKB i deficytem 3,3 proc. PKB, czyli jedynie 0,3 pkt. proc. poniżej kryterium z Maastricht.

- Dochody podatkowe w styczniu poprawiły się względem sytuacji w latach ubiegłych. Szczególny wzrost wykazały dochody z VAT z uwagi na ograniczenie zwrotów środków za materiały budowlane i podwyżki podatku na alkohole wysokoprocentowe. W kolejnych miesiącach trudno spodziewać się tak dużej poprawy.

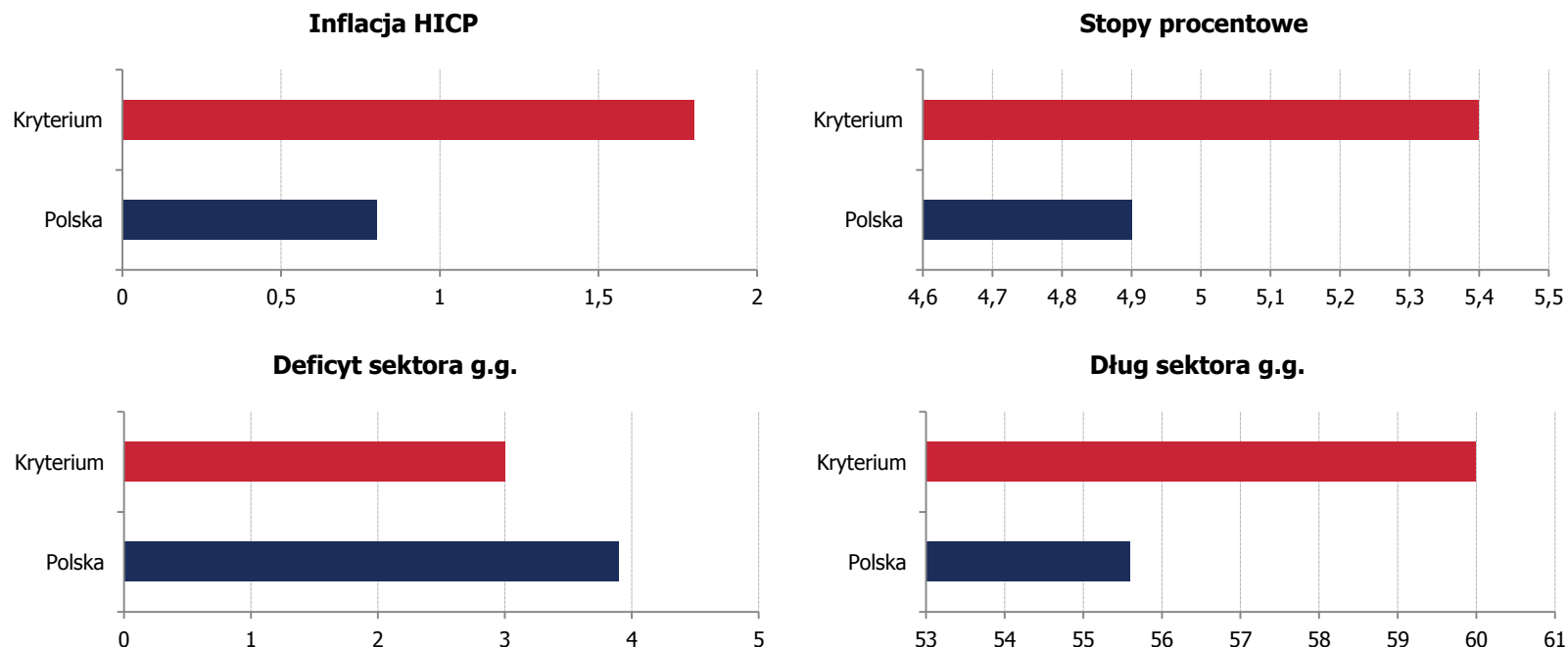


Rys. 16 Struktura podmiotowa zadłużenia
Źródło: MF



Rys. 17 Saldo sektora *general government*
Źródło: Eurostat, KE

Euromonitoring



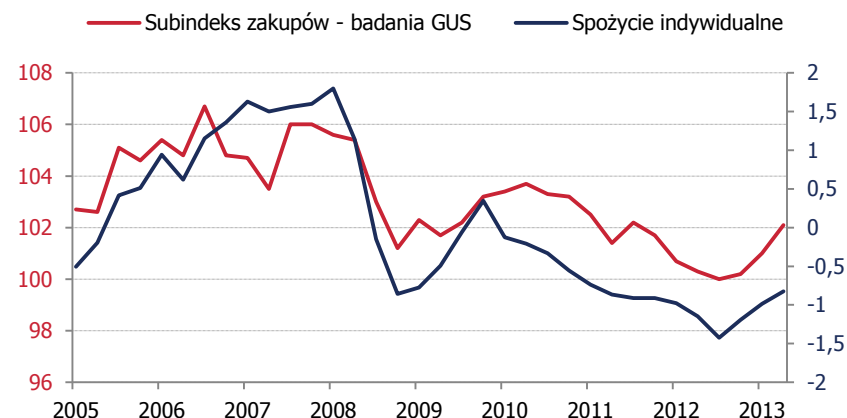
Rys. 18 Kryteria konwergencji z Maastricht, Źródło: MF

Kryteria konwergencji nominalnej to:

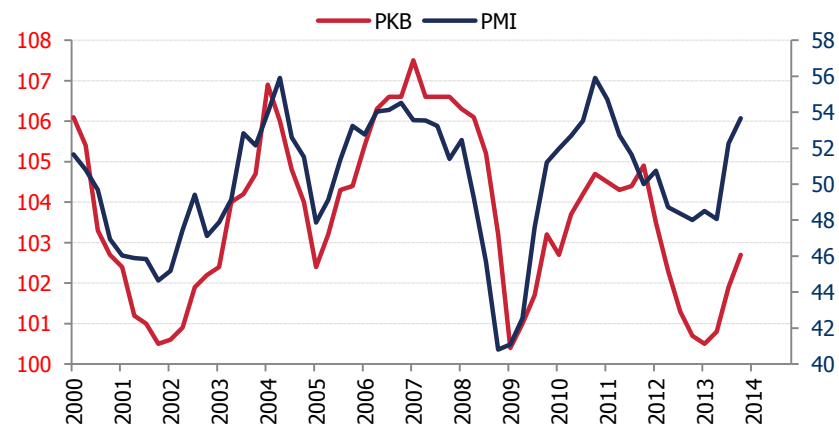
- HICP; w ciągu roku nie może przekraczać o więcej niż 1,5 pkt. proc. wzrostu cen 3 państw UE o najniższym wzroście cen,
- stopa procentowa; w ciągu roku nie może przekraczać stopy w/w 3 państw o więcej niż 2 pkt. proc.
- deficyt i dług sektora g.g. powinny być niższe od 3 i 60 proc. PKB a kurs walutowy musi przez 2 lata być w ERM II

Rachunki narodowe za IV kwartał 2013 r.

- Wzrost gospodarczy w Polsce w czwartym kwartale wyniósł 2,7 proc. w ujęciu rocznym i 0,6 proc. w ujęciu kwartalnym po odsezonowaniu. Poprzedni odczyt kw/kw skorygowano do 0,7 proc.
- Odczyt wartości PKB był równy naszej prognozie i tym samym wpisuje się w nasz scenariusz stopniowego ożywienia koniunktury napędzanego absorpcją krajową, a szczególnie spożyciem indywidualnym i nakładami brutto na środki trwałe.
- Analizując PKB od strony wartości dodanej zauważalny jest szybki wzrost w sektorze przemysłowym, w transporcie i finansach. Drugi z tych komponentów jest dość dobrym predyktorem dla całej gospodarki.
- Przyspieszenie PKB pozostaje bez wpływu na presję inflacyjną. Pod koniec tego roku powinno się to zmienić, jednak na razie wzrostowi gospodarczemu będzie towarzyszyć pełzający wzrost inflacji CPI.

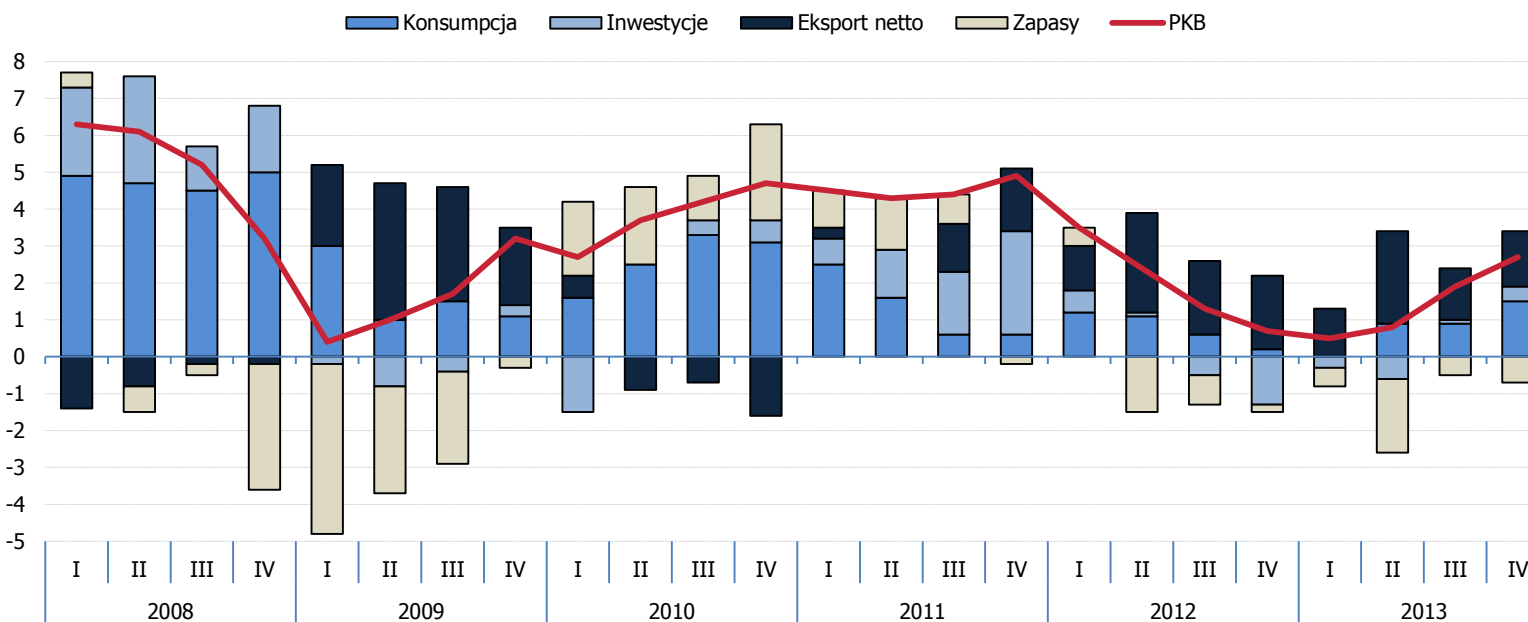


Rys. 19 Koniunktura konsumencka
Źródło: GUS



Rys. 20 Wzrost gospodarczy
Źródło: GUS, Markit

Dekompozycja wzrostu PKB



Rys. 21 Dekompozycja wzrostu PKB
Źródło: GUS

Utrzymuje się wysoka kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB – w czwartym kwartale wyniosła ona 1,5 pkt. proc. Drugim mocno pro wzrostowym czynnikiem było spożycie ogółem, które dodało 1,5 pkt. proc. w tym spożycie indywidualne 1,1 pkt. proc. (najwięcej od dwóch lat). Inwestycje powoli zaczynają wspomagać wzrost – w czwartym kwartale ich kontrybucja wyniosła 0,4 pkt. proc. (najwyżej od siedmiu kwartałów).

DEPARTAMENT ANALIZ TMS BROKERS**Bartosz Sawicki****Kierownik Departamentu Analiz****e-mail:** bs@tms.pl; **tel.** 603307161**Szymon Zajkowski****Analityk****e-mail:** sz@tms.pl; **tel.** 225367888**Marcin Pietrzak****Młodszy Analityk****e-mail:** mpi@tms.pl; **tel.** 22536788**Błażej Kiermasz****Młodszy Analityk****e-mail:** bk@tms.pl; **tel.** 22536788**da@tms.pl****22 5367888**

Prezentowany raport jest wynikiem analiz prowadzonych przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. i, choć sporządzony został na podstawie wiarygodnych źródeł informacji, TMS Brokers nie gwarantuje kompletności, dokładności i poprawności danych w nich zawartych. Dystrybucja raportu ogranicza się do klientów, z którymi TMS Brokers podpisał odpowiednie umowy świadczenia usług, jak również użytkowników serwisów informacyjnych, w tym serwisów internetowych udostępnianych przez TMS Brokers. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za działania podjęte na podstawie rekomendacji, prognoz, przewidywań i jakichkolwiek informacji zawartych w prezentowanym raporcie o ile przy ich przygotowaniu TMS Brokers dołożył należytej staranności. Szczegółowe informacje dotyczące TMS Brokers, zasad sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji, źródeł informacji, określenia odbiorców rekomendacji, terminologii fachowej, konfliktów interesów, jak również częstotliwości wydawania i ważności rekomendacji, wskazane zostały na stronach internetowych www.tms.pl w części „zastrzeżenia”.