

RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Droższy frank nie jest dużym ciężarem dla gospodarki

Aprecjacja franka po zaskakującej decyzji SNB o porzuceniu obrony kursu była szokiem dla wielu gospodarstw domowych, podnosząc obawy o silnie negatywny wpływ na konsumpcję, która miał być motorem wzrostu w 2015 r. Jednak gdy kurz opadł, rynek walutowy odreagował, a w kraju dokonano procesów dostosowawczych, strach o zaprzepaszczenie ożywienia już nie jest tak wielki.

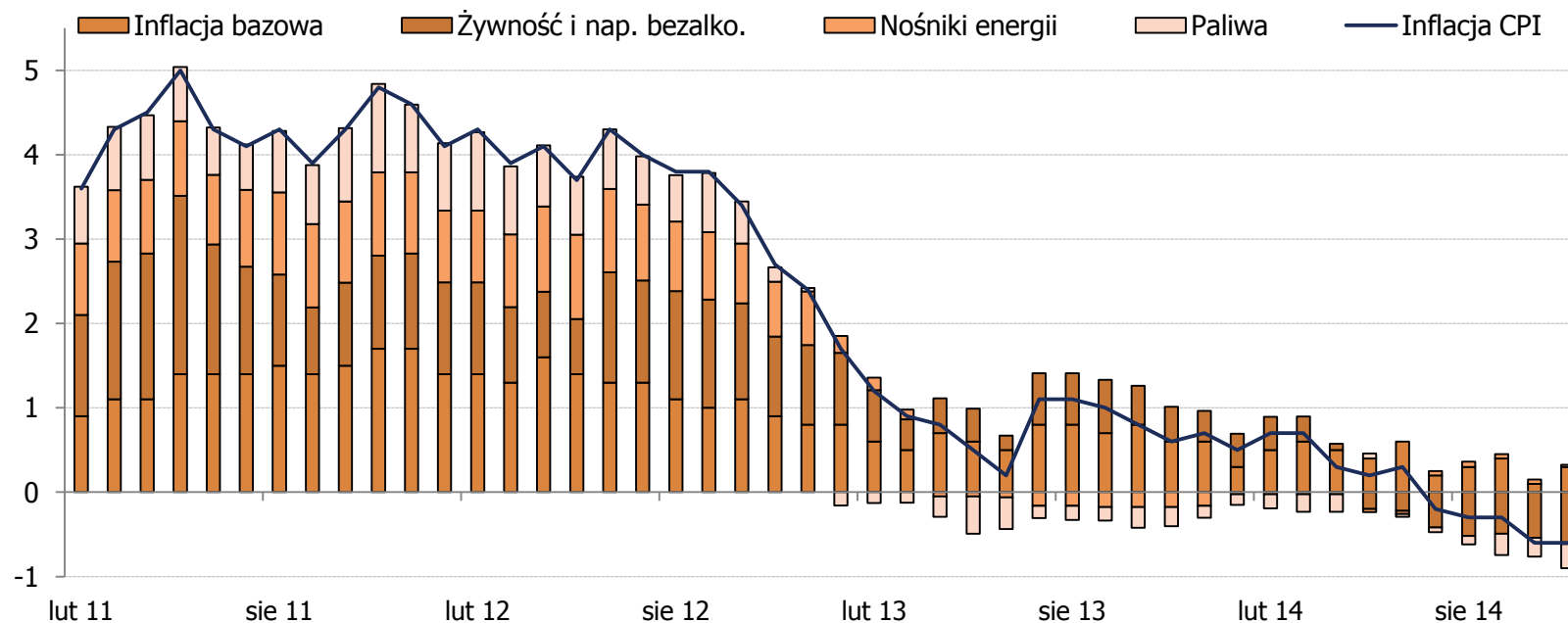
Przypominając, 15 stycznia Narodowy Bank Szwajcarski (SNB) zrezygnował z dalszej obrony franka szwajcarskiego przed umocnieniem poniżej 1,20 za euro. Taką niekonwencjonalną politykę kursową prowadził od września 2011 r. W dniu ogłoszenia zmian frank w szczytowym momencie umocnił się o prawie 30 proc. względem euro, ostatecznie korygując zyski do 15 proc. CHF/PLN z 3,55 chwilowo skoczył do rekordowego poziomu 4,90, a punkt równowagi znalazł bliżej 4,20.

Wzrost kursu CHF/PLN o ok. 20 proc. oznaczał wzrost miesięcznej raty kredytu średnio o 400 zł, co przy ok. 600 tys. gospodarstw domowych zadłużonych w CHF w skali roku oznaczałoby ubytek w wydatkach konsumpcyjnych na poziomie 0,2 proc. PKB. Faktyczny wpływ na wzrost gospodarczy mógłby być większy, jeśli przyjąć efekty drugiej rundy w postaci pogorzenia nastrojów konsumentów i dodatkowe obniżenie się konsumpcji po stronie dóbr trwałego użytku.

Jednakże trzy tygodnie później sytuacja wygląda zgoła lepiej. Komitet Stabilności Finansowej wymusił na bankach konieczność uwzględnienia ujemnego Liboru w wyliczaniu oprocentowania, co prawdopodobnie ograniczy wpływ wyższego kursu o około 50 proc. Po drugie CHF/PLN znajduje punkt równowagi na niższym pułapie, stąd różnica między ratą kredytu przed i po decyzji SNB będzie niewielka i w naszej ocenie nie przyniesie wyraźnie negatywnych skutków po stronie zaufania konsumentów. Szacujemy, że umocnienie franka będzie miało negatywny wpływ na dynamikę PKB na poziomie 0,1 pkt proc. Biorąc pod uwagę pozytywny efekt spadku cen paliw, utrzymujemy naszą prognozę wzrostu gospodarczego w 2015 r. o 3,5 proc. r/r.

Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Prognoza TMS Brokers	Konsensus	Poprzednia wartość
PMI dla przemysłu	I 2015	2015-02-02	53,1	53	52,8
Decyzja ws. stóp proc. (%)	I 2015	2015-02-04	2,0	2,0	2,0
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	I 2015	2015-02-13	8,6	9,0	8,4
Saldo rachunku bieżącego (mln EUR)	XII 2014	2015-02-13	-628	-460	-268
Inflacja CPI (% r/r)	I 2015	2015-02-13	-0,9	-1,2	-1,0
Zatrudnienie (% r/r)	I 2015	2015-02-17	1,0	1,5	1,1
Wynagrodzenia (% r/r)	I 2015	2015-02-17	3,1	3,2	3,7
Produkcja przemysłowa (% r/r)	I 2015	2015-02-18	4,5	1,8	8,4
Inflacja PPI (% r/r)	I 2015	2015-02-18	-3,0	-2,8	-2,5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	I 2015	2015-02-18	1,4	0,4	1,8
Stopa bezrobocia (%)	I 2015	2015-02-23	12,0	11,9	11,5
PKB (% r/r)	IV kw. 2014	2015-02-27	3,2	3,1	3,3

Kontynuacja deflacji

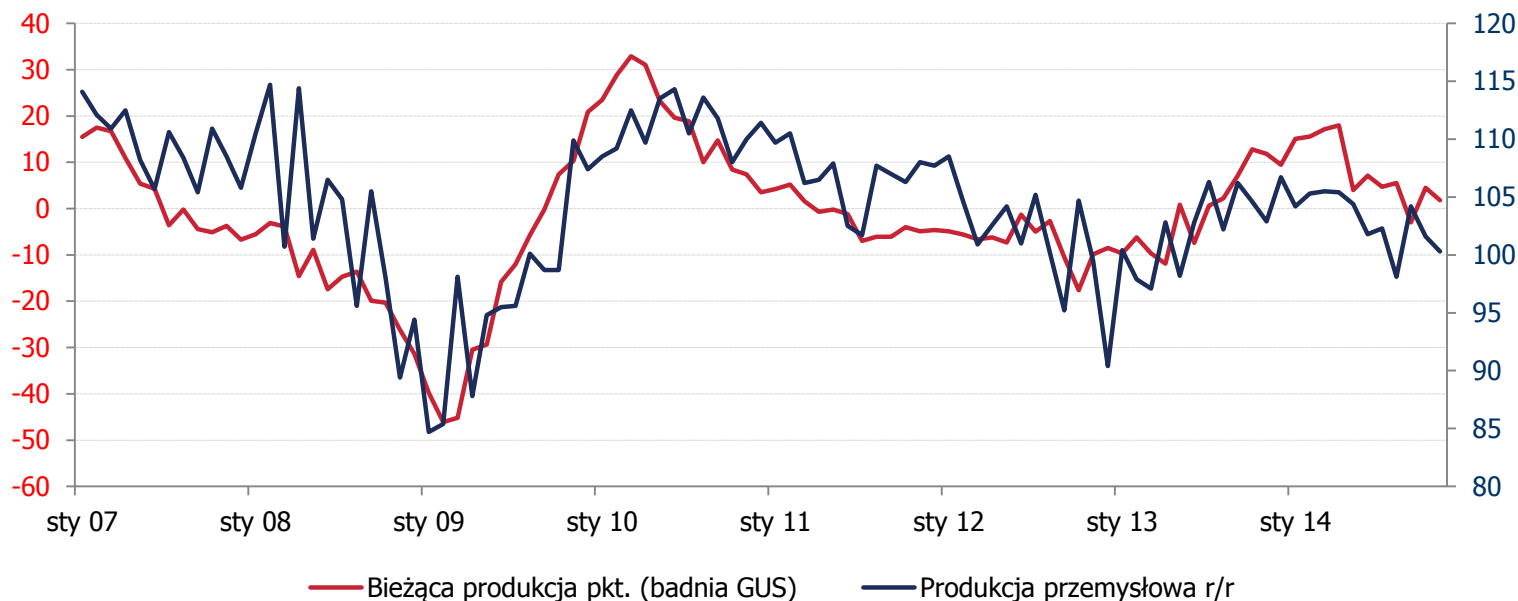


Rys. 7 Dekompozycja inflacja CPI
Źródło: GUS; obliczenia własne

W grudniu deflacja konsumencka pogłębiła się do 1 proc. r/r z 0,6 proc. W ujęciu miesięcznym najmocniej spadły ceny paliw, odzieży i obuwia, natomiast ceny żywności nie wzrosły (wbrew wzorcowi sezonowemu). Tymczasem inflacja bazowa kontynuuje wzrosty – w grudniu do 0,5 proc. r/r. Tym samym widzimy presję deflacyjną ze strony podażowych czynników zewnętrznych przy jednocześnie presji na wzrost ze strony czynników popytowych.

W styczniu oczekujemy wzrostu cen w ujęciu miesięcznym o 0,2 proc., gdyż naszym zdaniem wzrost cen żywności powinien bardziej niż zrównoważyć dalsze spadki cen paliw. Rok do roku deflacja powinna zmniejszyć się do -0,9 proc. Inflacja bazowa powinna być stabilna na poziomie 0,5 proc. r/r.

Zaskakująco silny wzrost produkcji

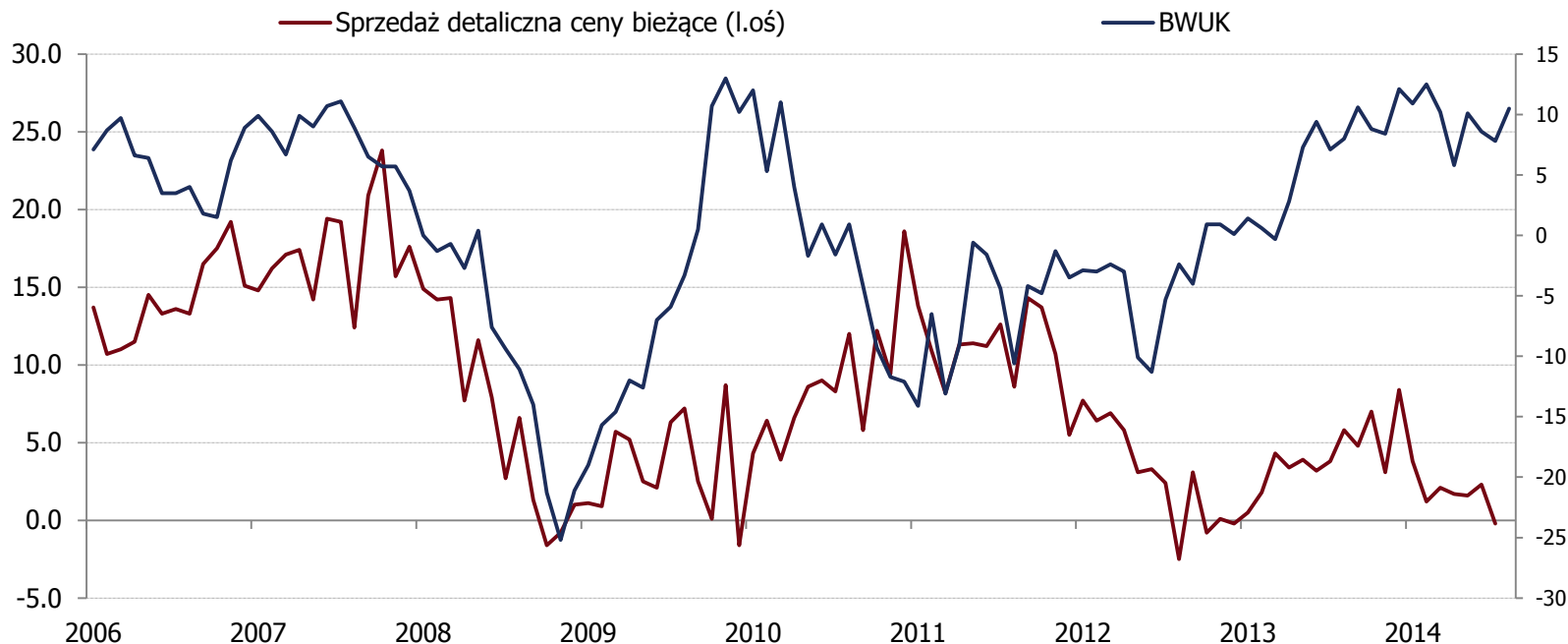


Rys. 8 Koniunktura w przemyśle
Źródło: GUS

Niska baza grudnia 2013 r. i korzystna różnica dni roboczych nie tłumaczą w pełni imponującego przyspieszenia dynamiki produkcji przemysłowej na koniec 2014 r. do 8,4 proc. r/r. Dobrze wypadła także dynamika produkcji budowlano-montażowej (+5 proc. r/r), za co zasługi można przypisać relatywnie ciepłej pogodzie. W danych z przetwórstwa wyróżnia się poprawa produkcji nastawionej na eksport pomimo anemicznej koniunktury w strefie euro i ograniczeniu sprzedaży na Wschód.

W styczniu oczekujemy ponownego wyhamowania dynamiki produkcji, jednakże będzie to przede wszystkim związane z niekorzystnym rozkładem dni roboczych. Oczekujemy wzrostu produkcji przemysłowej o 4,5 proc. r/r.

Deflacja zakłóca odbiór sytuacji w sprzedaży detalicznej



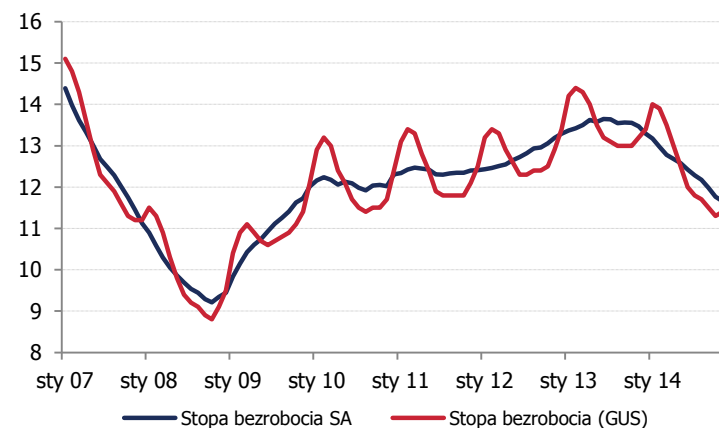
Rys. 9 Koniunktura konsumencka
Źródło: GUS

Sprzedaż detaliczna w grudniu wzrosła o 1,8 proc. r/r, poniżej konsensusu rynkowego 2,2 proc. Jednakże w ujęciu realnym wzrost sprzedaży sięgnął 4 proc., co jest wynikiem najwyższym od maja 2014 r. Jest to ważne rozgraniczenie, biorąc pod uwagę negatywny efekt zmiany cen w gospodarce, który zakłóca właściwy odbiór sytuacji po stronie konsumpcji. Biorąc pod uwagę poprawę kondycji rynku pracy i wzrost dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych, dynamika sprzedaży detalicznej powinna przyspieszać w kolejnych miesiącach. W styczniu przewidujemy wzrost sprzedaży (w cenach bieżących) o 1,4 proc. r/r.

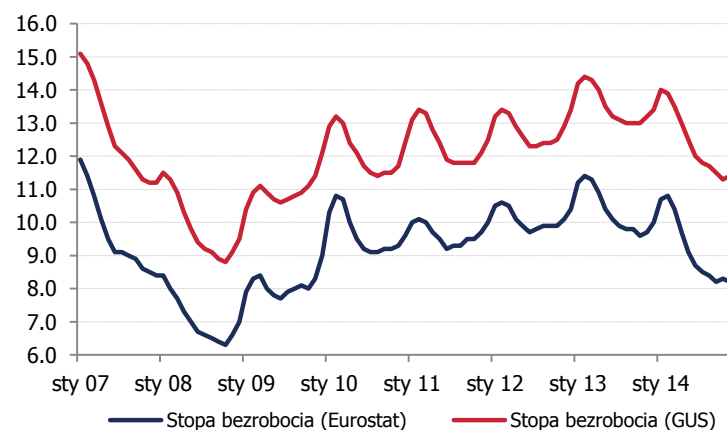
Rynek pracy

Grudniowe dane z rynku pracy podkreślają stopniowy wzrost zaufania przedsiębiorstw do trwałości ożywienia. Dynamika zatrudnienia przyspieszyła do 1,1 proc. r/r z 0,9 proc. w listopadzie, z kolei wzrost płac wyniósł 3,7 proc. wobec 2,7 proc. miesiąc wcześniej. Kondycja rynku pracy ulega dalszej poprawie. Realny fundusz płac w skali roku przyrasta już o prawie 6 proc., co z pewnością będzie silnym wsparciem dla konsumpcji indywidualnej. Tendencje te powinny utrzymać się w kolejnych kwartałach i wspierają nasze prognozy przyspieszenia wzrostu PKB w 2015 r. do 3,5 proc. r/r.

Sezonowy wzrost bezrobocia w grudniu okazał się niższy do prognoz – stopa bezrobocia wzrosła do 11,5 proc. z 11,4 proc., o 0,1 pkt proc. poniżej oczekiwań rynkowych. Według resortu pracy w styczniu będzie kontynuowany wzrost stopy bezrobocia, jednak wskaźnik powinien utrzymać się poniżej 12 proc. My jesteśmy mniej optymistyczni i spodziewamy się 12 proc.



Rys. 10 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS; obliczenia własne



Rys. 11 Stopa bezrobocia wg metodologii GUS i Eurostatu
Źródło: GUS, Eurostat

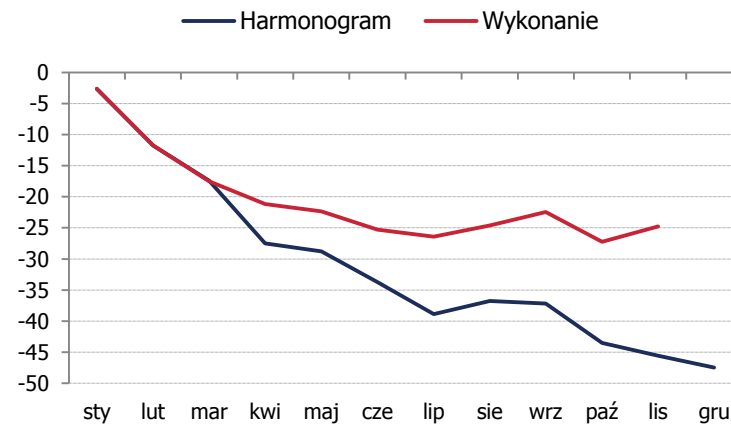
Polityka pieniężna

Oczekujemy, że w lutym Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Opublikowany od ostatniego posiedzenia zestaw danych na temat aktywności gospodarczej był wspierający dla jastrzębiego skrzydła Rady. Wstępny szacunek PKB za 2014 r. na poziomie 3,3 proc. implikuje utrzymanie solidnego wzrostu 3,2 proc. w IV kwartale. W grudniu szybciej przyrastały płace i zatrudnienie, na plus zaskoczyła dynamika produkcji przemysłowej. Styczniowy odczyt indeksu PMI dla przemysłu wskazuje na poprawę po stronie produkcji, zamówień i zatrudnienia. Indeks PMI jest szczególnie istotny w kontekście głosu Elżbiety Chojnej-Duch, która jako ostatnia przeszła z obozu gołębi do przeciwników obniżek stóp procentowych i jej głos na najbliższych posiedzeniach może być decydujący. W chwili zmiany nastawienia Chojna-Duch w komentarzach podkreślała pozytywne perspektywy sygnalizowane przez PMI.

Nie wszystkie jednak dane za grudzień były pozytywne. W ostatnim miesiącu 2014 r. pogłębiła się deflacja po stronie konsumenckiej (-1,0 proc. r/r) i producenckiej (-2,5 proc. r/r), utrzymując w mocy argumenty gołębi. Bez oznak wyhamowania spadku cen w styczniu, baza dla marcowej projekcji makroekonomicznej NBP będzie na tyle niska, by wykazać w całym horyzoncie prognozy nieosiągnięcie celu NBP, co może przechylić szalę na rzecz obniżek. W lutym jednak prawdopodobieństwo obniżki jest naszym zdaniem niskie, a dodatkowym argumentem za utrzymaniem kosztu pieniądza może być chęć do niewpływania negatywnie na kurs złotego (ograniczenie czynników wpływających na obciążenie kredytowe gospodarstw domowych wyrażonych w obcej walucie).

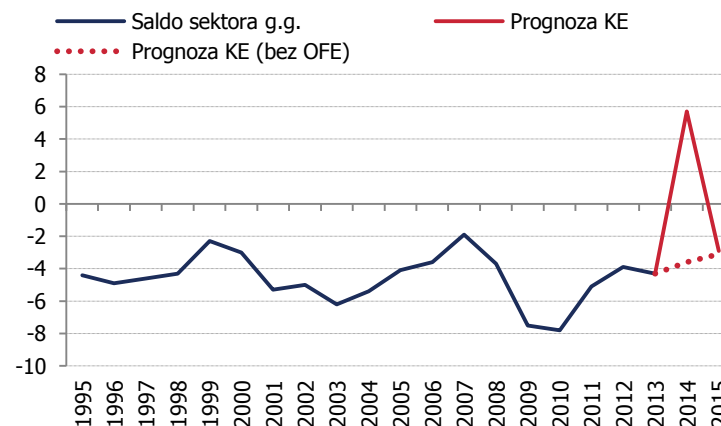
Polityka fiskalna

Według informacji z Ministerstwa Finansów w budżecie na 2015 r. dochody państwa zaplanowano na 297,2 mld zł (wobec 277,8 mld zł zaplanowanych na 2014 r.), a wydatki na 343,3 mld zł (wobec 325,3 mld zł przewidzianych na br.). Deficyt budżetowy w przyszłym roku ma wynieść maksymalnie 46,08 mld zł. Ponadto przewiduje się wzrost produktu krajowego brutto o 3,4 proc., spadek deficytu sektora finansów publicznych poniżej 2,8 proc. PKB oraz 1,2 proc. inflację. Zdaniem ministra finansów Mateusza Szczurka jest to „budżet, który pozwoli Polsce wyjść z procedury nadmiernego deficytu, a jednocześnie będzie nadal wspierał polskie możliwości rozwojowe”.



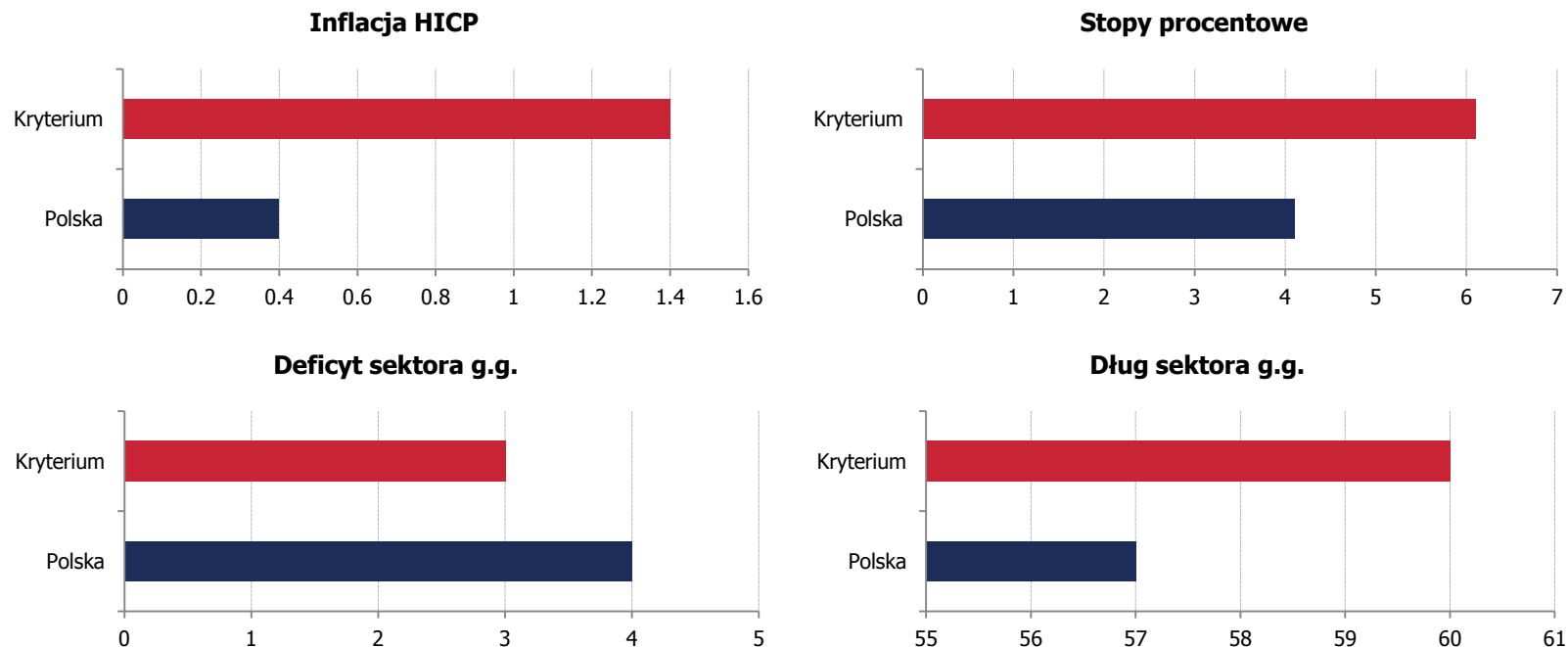
Rys. 10 Wykonanie budżetu państwa (saldo w mld zł)

Źródło: MF

Rys. 11 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

DEPARTAMENT ANALIZ TMS BROKERS**Bartosz Sawicki****Kierownik Departamentu Analiz****e-mail:** bs@tms.pl; **tel.** 603307161**Konrad Białas****Strateg Walutowy****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Błażej Kiermasz****Młodszy Analityk****e-mail:** bk@tms.pl; **tel.** 222766243**da@tms.pl****22 276 62 43**

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”.