

RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Przed posiedzeniem RPP: nie ciąć, to jakby podnosić

- Oczekujemy obniżki stóp procentowych na marcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej o 25 pb do 1,75 proc. zgodnie z konsensusem rynkowym. Tym samym rewidujemy nasze wcześniejsze założenia stabilizacji kosztu pieniądza do końca trzeciego kwartału 2015 r.
- Jakkolwiek dalej podtrzymujemy zdanie, że luzowanie polityki monetarnej z ekonomicznego punktu widzenia nie przyniesie wymiernych korzyści po stronie wzrostu gospodarczego i inflacji, tak sygnały płynące z RPP oraz trendy w globalnej polityce monetarnej sugerują, że uda się uzyskać większość za minimalnym cięciem.
- Widzimy ryzyko kolejnego cięcia o 25 pb w pierwszej połowie roku, jednak nie jest to nasz bazowy scenariusz.
- Zakładamy stabilizację kosztu pieniądza do końca trzeciego kwartału i jedną podwyżkę o 25 pb w listopadzie.
- Rada Polityki Pieniężnej w środę 4 marca ogłosi swoją decyzję na koniec dwudniowego posiedzenia.

Obniżka mogła być już w lutym

Zmiana naszego nastawienia przede wszystkim związana jest z sygnałami napływającymi z RPP. Podczas konferencji po lutowym posiedzeniu prezes Marek Belka stwierdził, że Rada dokonałaby obniżki stóp procentowych już wtedy, gdyby nie zwiększona „zmienność na rynkach finansowych” związana z uwolnieniem kursu franka szwajcarskiego przez SNB. Dodatkowo z komunikatu po posiedzeniu usunięto warunek konieczny dla obniżki w postaci oznak spowolnienia gospodarczego i pozostawiono tylko ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie.

Nowa projekcja – inflacja niżej, wzrost wyżej

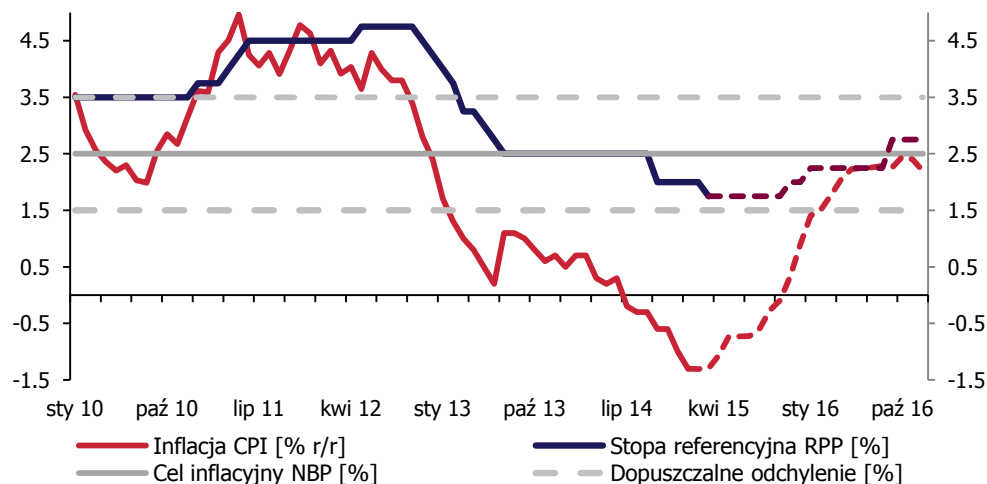
Kluczowa dla decyzji RPP będzie nowa projekcja makroekonomiczna NBP, gdzie z dużym prawdopodobieństwem ścieżka inflacji zostanie zrewidowana w dół przy nieznacznej korekcie w górę dynamiki wzrostu gospodarczego. Według wskazań ostatniej

Przed posiedzeniem RPP: nie ciąć, to jakby podnosić

projekcji z listopada 2014 r. średnioroczna inflacja w 2015 r. miała wynieść 1,2 proc. r/r. Biorąc pod uwagę głębszy spadek cen ropy naftowej na przełomie roku oraz średnią inflację w IV kwartale na poziomie -0,8 proc. (przy prognozie NBP -0,1 proc.), należy spodziewać się istotnej rewizji w dół prognoz na 2015 rok. Nasza prognoza zakłada inflację w tym roku średnio na poziomie -0,6 proc. r/r z wyjściem z deflacji w IV kwartale. PKB zostanie zrewidowane w górę w związku z uwzględnieniem m.in. silniejszego popytu wewnętrznego na bazie zmniejszonych wydatków na paliwa i ogólnie niższych cen w gospodarce. Prognozy wzrostu będą miały jednak drugorzędne znaczenie przy podejmowaniu decyzji w sprawie stóp procentowych.

Obniżka przejdzie stosunkiem głosów 5:5 (lub 6:4)

Na konferencji po lutowym posiedzeniu prezes Marek Belka stwierdził, że jest w stanie uzyskać większość wymaganą do przeforsowania obniżki. W styczniu wniosek o obniżkę o 25 pb poparli tylko Bratkowski i Osiatyński, jednakże nie powinno to



Rys. 1 Prognoza CPI i RPP

Źródło: NBP, TMS Brokers

Przed posiedzeniem RPP: nie ciąć, to jakby podnosić

sugerować, jakoby zapał pozostałych gołębi osłabł – prezes Belka i Zielińska-Głębocka prawdopodobnie chcieli wstrzymać się z decyzją do projekcji. Nie ma jeszcze informacji o rozkładzie głosów w lutym, ale na podstawie poprzednich głosowań można przyjąć, że z dotychczasowych przeciwników najbliższej poparcia obniżki są Chojna-Duch i Hausner. Chojna-Duch jako ostatnia (w listopadzie) przestała głosować za obniżkami. W ostatnim wywiadzie 23 lutego złagodziła swoje nastawienie, stwierdzając, że jeszcze nie wie, jak zagłosuje, wcześniej powiedział, że może podążyć za wskazaniem prezesa Belki. Odnosnie Hausnera przytoczyć należy jego wypowiedź jeszcze ze stycznia, gdzie wyrażał on otwartość do redukcji stóp procentowych, o ile obniżka nie zdestabilizuje rynków.

Pozostała część obozu jastrzębi (Winiecki, Rzońca, Kaźmierczak) prawdopodobnie pozostanie przy swoich argumentach, widząc w obniżce stóp procentowych zagrożenie dla stabilności systemu finansowego. Silny w ich mniemaniu pozostaje także argument podażowego charakteru deflacji, czyli wywołanego czynnikami, na które Rada nie ma wpływu (niskie ceny ropy naftowej i żywności). Dane dotyczące aktywności gospodarczej, choć podlegające silnym wahaniom w skali miesięcznej (w związku ze zmianą liczby dni roboczych), także przemawiają za utrzymaniem kosztu pieniądza bez zmian. Wyższy od oczekiwań odczyt PKB za IV kwartał wskazuje na solidne ożywienie, a przyspieszająca wzrost zatrudnienia przy pozytywnym tempie wynagrodzeń sugerują brak zagrożenia efektami drugiej rundy z obecnego okresu deflacji.

Będzie wniosek o głębsze cięcie

Nie wykluczamy, że na marcowym posiedzeniu pojawi się wniosek o obniżkę stóp procentowych o 50 pb, jednak nie sądzimy, aby znalazł on większość. W naszej ocenie jednak nie znajdzie on poparcia wśród członków dotychczas będących przeciwnikami luzowania: Chojna-Duch i Hausner. Obniżka o więcej niż 25 pb niesie ze sobą sygnał agresywnej reakcji na sytuację w gospodarce (z którą może dziać się coś złego), co będzie solidnym motywem tych członków Rady, którzy obawiają

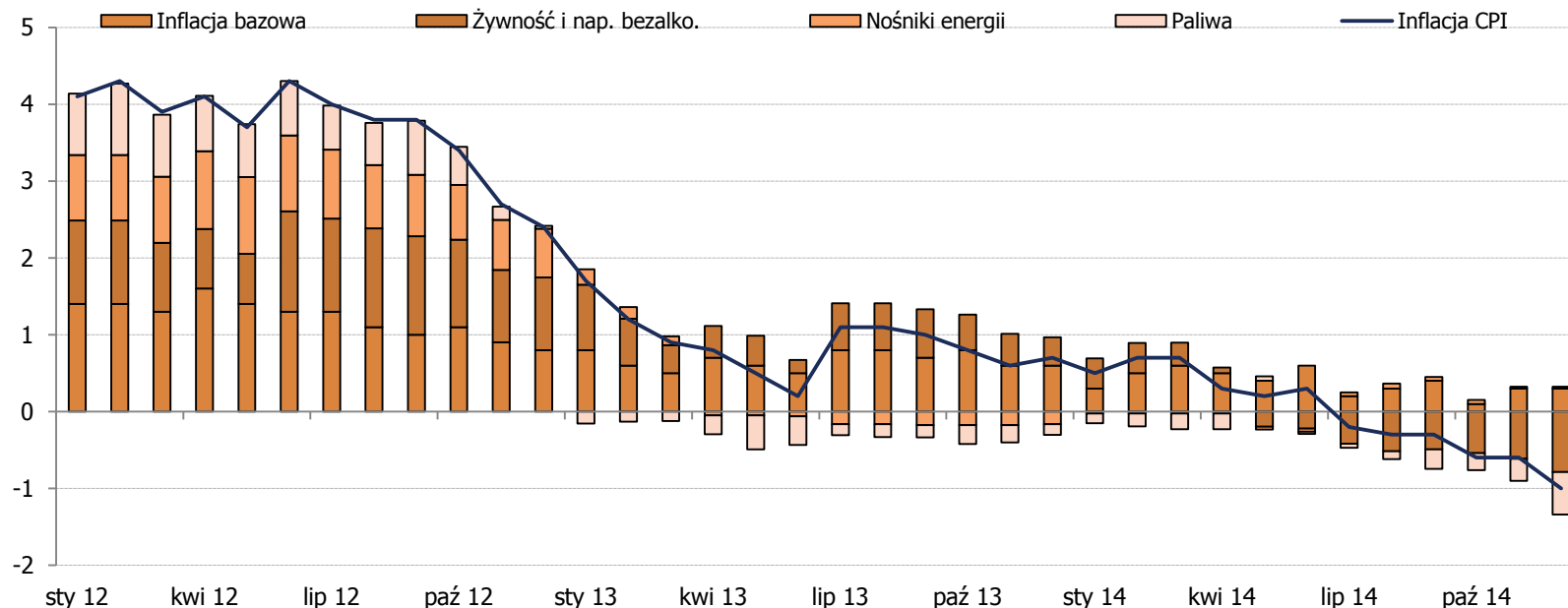
Przed posiedzeniem RPP: nie ciąć, to jakby podnosić

się destabilizacji systemu finansowego. Po drugie, projekcja inflacji, choć będzie wyraźnie zaniżona w porównaniu do wskazań z listopada, jednocześnie będzie wskazywać na wygasanie czynników podażowych, które przyczynią się do silnego odbicia inflacji na początku 2016 r., a zatem w okresie, kiedy dzisiejsze zmiany w polityce pieniężnej będą faktycznie oddziaływać na gospodarkę.

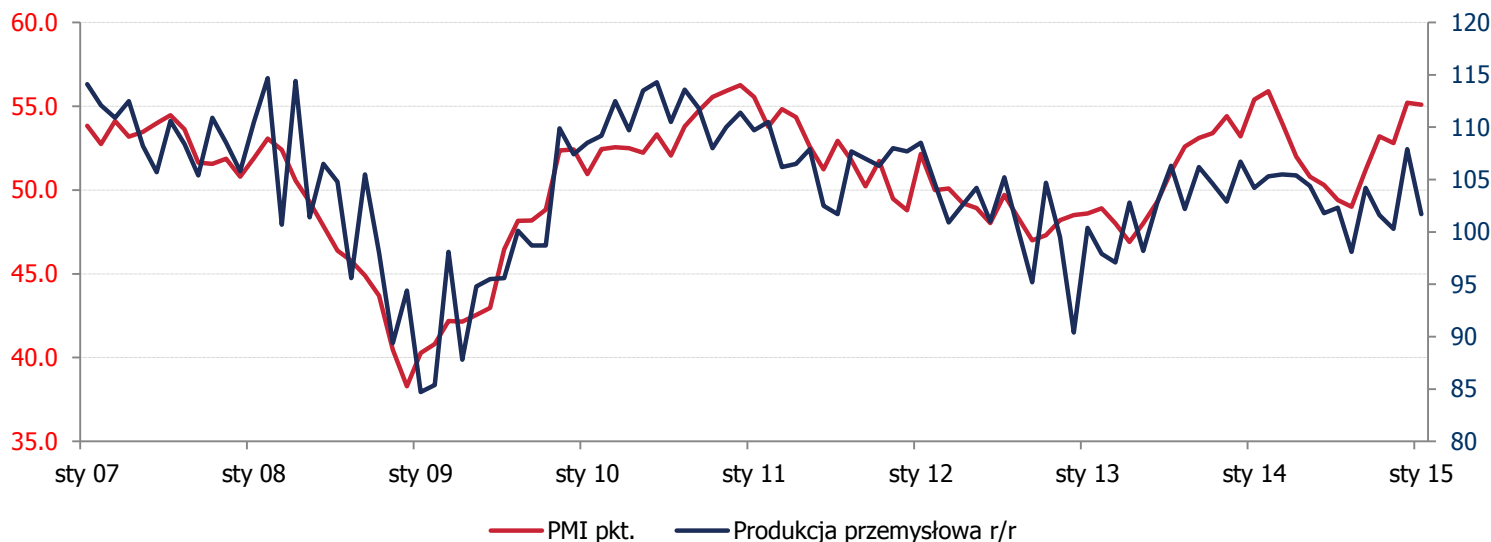
W naszej ocenie jest to wystarczający argument, by Rada powstrzymała się od obniżek, jednak dopuszczamy dodatkowy argument, który może przechylić szalę na rzecz obniżek, w postaci polityki monetarnej prowadzonej przez inne banki centralne na świecie. W dobie masowych obniżek stóp procentowych (od początku roku obniżki stóp procentowych dokonały banki centralne m.in. Australii, Chin, Danii, Indii, Izraela, Kanady, Szwajcarii, Szwecji i Turcji) utrzymywanie stop procentowych bez zmian jest właściwie względnym zacieśnianiem. Przypuszczamy, że w obawie przed wzmocnieniem napływu kapitału spekulacyjnego na polski rynek (carry trade), Rada może rozważać dostosowanie polityki monetarnej do aktualnej sytuacji w polityce pieniężnej na świecie. W dalszym ciągu nie przemawia to za cięciem o więcej niż 25 pb, jednakże prezes Belka podtrzyma gotowość do dalszych obniżek stóp procentowych na kolejnych posiedzeniach. Z naszego punktu widzenia stopniowe łagodzenie deflacji w kolejnych miesiącach stonuje zapędy zwolenników obniżek (a przynajmniej powstrzyma od popierania dalszego cięcia Chojnę-Duch i Hausnera), a wskazania projekcji w listopadzie 2015 r. dokonają zwrotu w nastawieniu członków RPP na rzecz podwyżek.

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

Kolejny miesiąc pogłębienia się deflacji



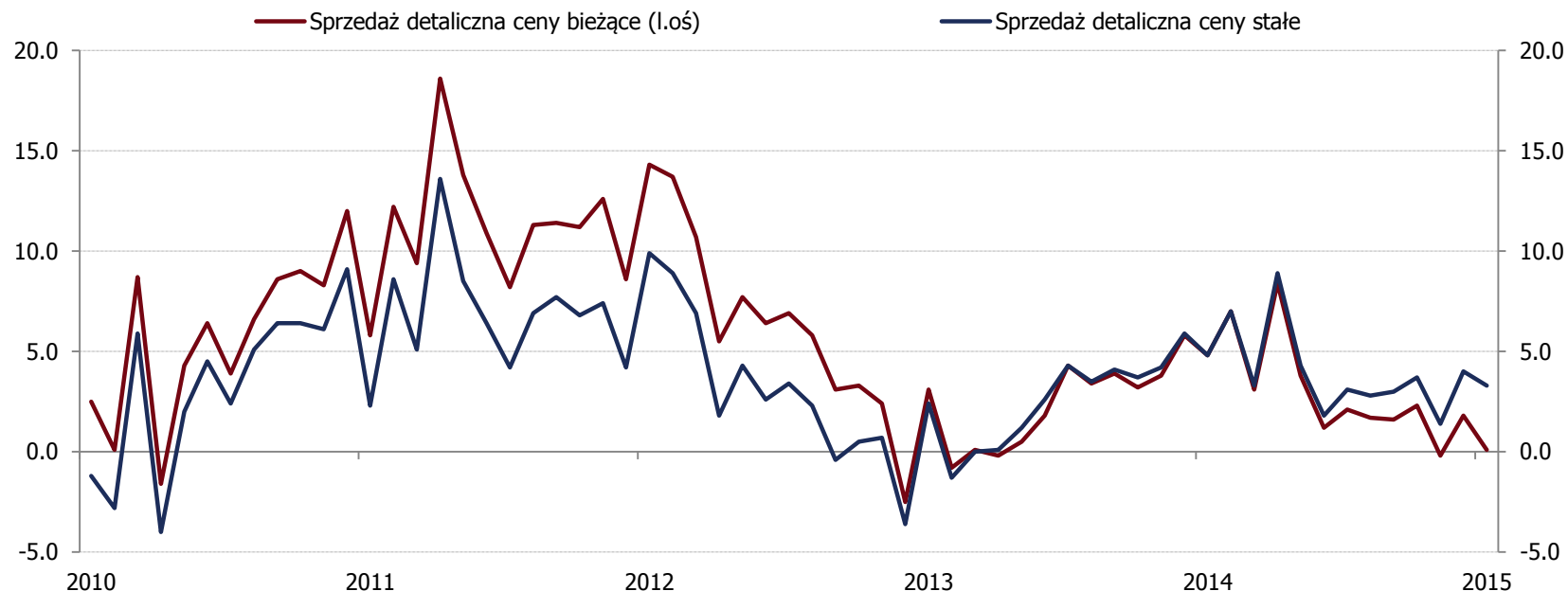
Produkcja ma się lepiej, niż widać na pierwszy rzut oka



Rys. 8 Koniunktura w przemyśle
Źródło: GUS, HSBC, TMS Brokers, Bloomberg

W styczniu wzrost produkcji przemysłowej zwolnił do 1,7 proc. r/r, co wygląda rozczarowująco na tle grudniowego odczytu (7,9 proc.), jednak na tak duże rozbieżności wpływ miał efekt kalendarzowy (mniejsza liczba dni roboczych w styczniu 2015 r. w porównaniu zarówno ze styczniem, jak i grudniem 2014 r.). Po odsezonowaniu danych wzrost produkcji wyniósł zdrowe 4,0 proc. r/r wobec 4,9 proc. miesiąc wcześniej. Słabszy wynik to głównie zasługa mniejszej produkcji przedsiębiorstw użyteczności publicznej (ciepła zima) oraz strajkami w górnictwie. Z kolei branże nastawione na eksport utrzymują dodatnią dynamikę. Uważamy, że sugerowany przez wysokie odczyty indeksów PMI wzrost zamówień w kojonych miesiącach będzie przekładał się na przyspieszenie dynamiki produkcji. W lutym prognozujemy wzrost produkcji (nieodsezonowanej) o 4,1 proc. r/r.

Dane o sprzedaży przemawiają za podtrzymaniem tempa ożywienia



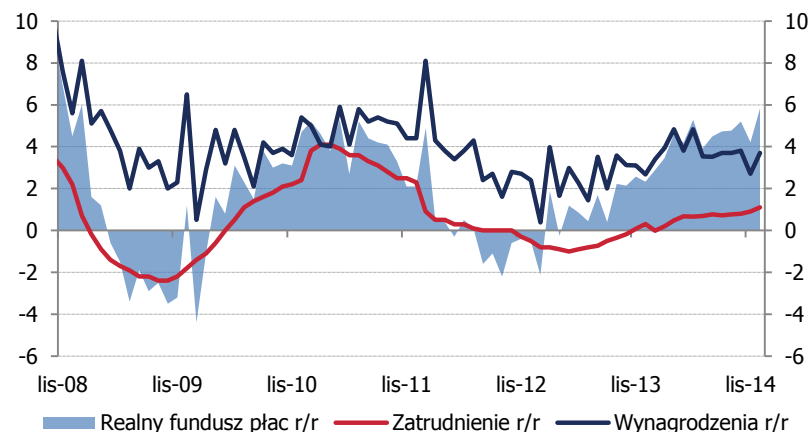
Rys. 9 Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

Sezonowość i spadki cen stoją za słabym wynikiem sprzedaży detalicznej w styczniu (0,1 proc. r/r, poprz. 1,8 proc.). Spadki sprzedaży paliw ciążą na ogólnym wyniku sprzedaży i maskują pozytywne zachowanie po stronie kategorii lepiej odzwierciedlających nastroje konsumentów, tj. odzieży. W ujęciu realnym dynamika sprzedaży utrzymuje się na dobrym poziomie 3,3 proc., co dobrze rokuje dla dynamiki PKB w I kw. 2015 r. Biorąc pod uwagę poprawę kondycji rynku pracy i wzrost dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych, realna dynamika sprzedaży detalicznej powinna przyspieszać w kolejnych miesiącach. W lutym przewidujemy spadek sprzedaży (w cenach bieżących) o 2,1 proc. r/r.

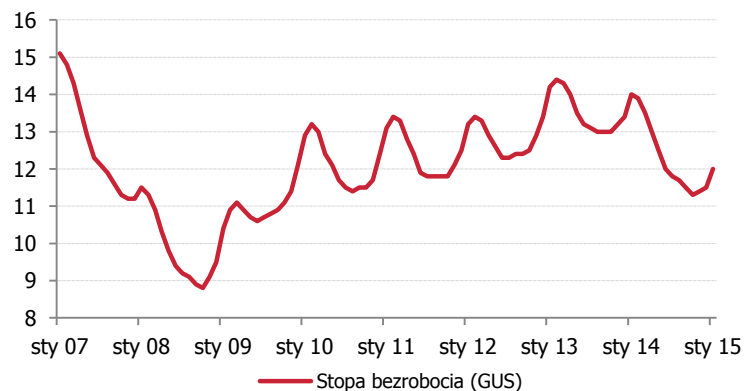
Rynek pracy

Dynamika zatrudnienia w przedsiębiorstwach w styczniu przyspieszyła do 1,2 proc. r/r z 1 proc. w grudniu, z kolei tempo wzrostu płac wyniosło 3,6 proc. r/r, nieco słabiej od 3,7 proc. w grudniu. W ujęciu realnym wynagrodzenia rosną o 5 proc., co jest najwyższym wynikiem do 2009 r. Realny fundusz płac rośnie o 6,1 proc. r/r, najmocniej od 2008 r. Dane wskazują na solidne ożywienie na rynku pracy, które powinno przekładać się na wsparcie dla konsumpcji indywidualnej w kolejnych miesiącach. Od strony inflacji dane podkreślają brak ryzyka tzw. spirali deflacyjnej (niskie ceny utrzymują w ryzach wzrost płac, co osłabia konsumpcję i pcha ceny jeszcze niżej). W lutym prognozujemy dalsze przyspieszenie wzrostu zatrudnienia do 1,3 proc. przy nieco słabszej dynamice palca (2,5 proc.).

Sezonowy wzrost bezrobocia w styczniu okazał się zgodny z prognozami – stopa bezrobocia wzrosła do 12 proc. z 11,5 proc. W porównaniu z sytuacją rok temu wzrost jest mniejszy – wyniósł 0,5 pkt proc. wobec 0,6 pkt proc. na przełomie 2013/14 r. W lutym wzrost będzie kontynuowany do 12,2 proc.



Rys. 10 Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



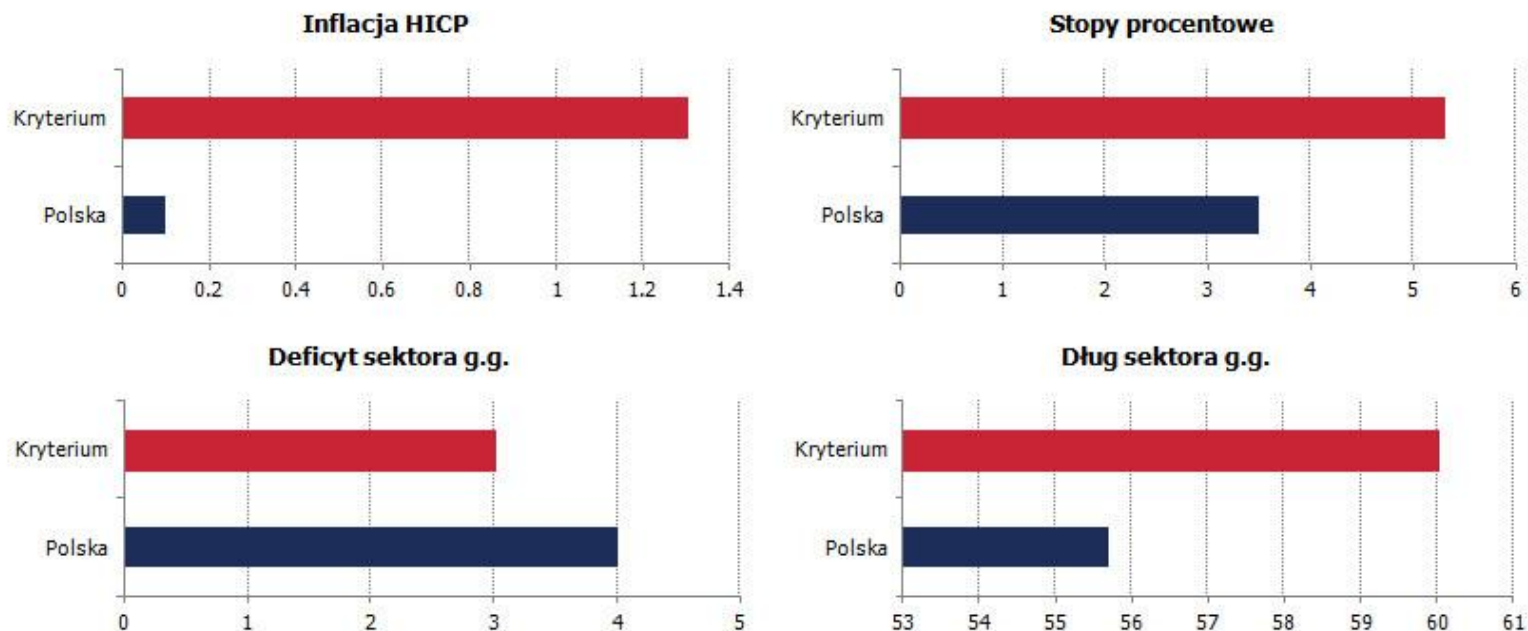
Rys. 11 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka fiskalna

Minister finansów Mateusz Szczurek powiedział, że deficyt budżetowy na koniec 2014 r. może wynieść powyżej 3,3 proc. PKB. Ma to związek z wpływem zdarzeń jednorazowych, tj. przeniesieniem projektów PKP PLK do sektora finansów publicznych oraz wypłatą 3,2 mld zł klientom dwóch upadłych SKOK-ów przez BFG. Minister dodał, że niekorzystnie odbiją się stosunkowo słabe dochody z VAT w styczniu w związku z przesunięciem między styczniem a lutym (według zasad unijnych styczniowe dochody są wliczane do wyników poprzedniego roku).

Przy zastosowaniu metodologii unijnej ESA2010 deficyt sektora finansów publicznych może jednak zmieścić się poniżej 3 proc. PKB, co pozwoli Polsce wyjść z procedury nadmiernego deficytu. Zdaniem ministra zdjęcie procedury umożliwiłoby obniżenie stawki VAT, jednak szanse na taki scenariusz traktujemy jako małe. Szczurek przekazał, że celem resortu jest osiągnięcie deficytu finansów publicznych na poziomie 1% PKB w 2018 r.

Euromonitoring



Rys. 18 Kryteria konwergencji z Maastricht, Źródło: MF, TMS Brokers

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”.