

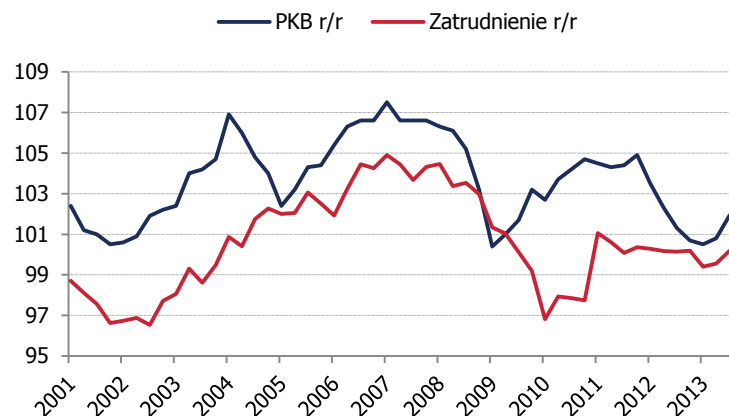
RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE

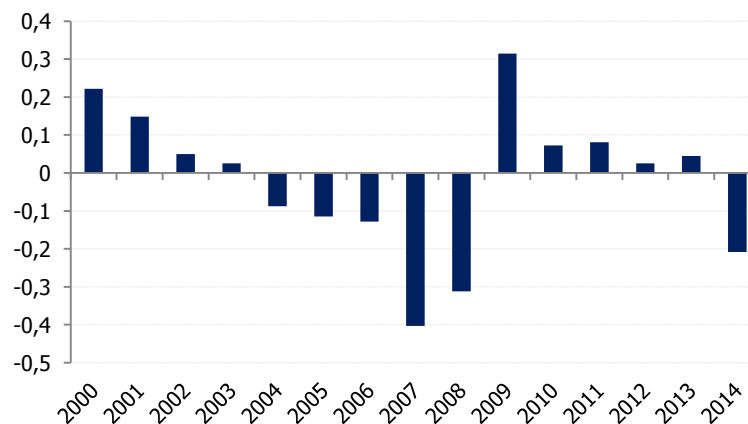


Rynek pracy wsparciem dla koniunktury

Rynek pracy jest największym pozytywnym zaskoczeniem w obecnej fazie cyklu koniunkturalnego. Do tej pory bezrobocie i zatrudnienie reagowały nawet rok później od wystąpienia poprawy w sferze realnej. Dane za III kw. 2013 r. pokazały natychmiastową reakcję stopy wzrostu liczby pracujących wg BAEL. Dodatkowo od września obserwujemy spadek stopy bezrobocia po odsezonowaniu, czyli w dużej mierze po zminimalizowaniu wpływu warunków pogodowych na liczbę bezrobotnych. W lutym stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 13,9 proc., co oznacza pierwszy spadek stopy w lutym od początku obecnego kryzysu i tym samym przyczynia się do umocnienia naszego scenariusza makroekonomicznego dla Polski, w którym rolę motoru napędzającego koniunkturę pełnić będzie spożycie indywidualne. Wzrost dochodów gospodarstw domowych będzie zwiększał popyt konsumpcyjny i presję na wzrost cen.



Rys. 1 Rynek pracy i PKB
Źródło: Eurostat

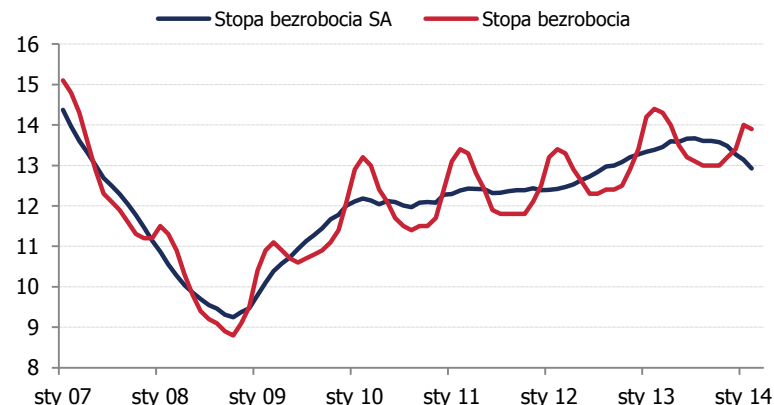


Rys. 2 Zmiany stopy bezrobocia SA w lutym (pkt.proc.)
Źródło: Bloomberg, obliczenia własne

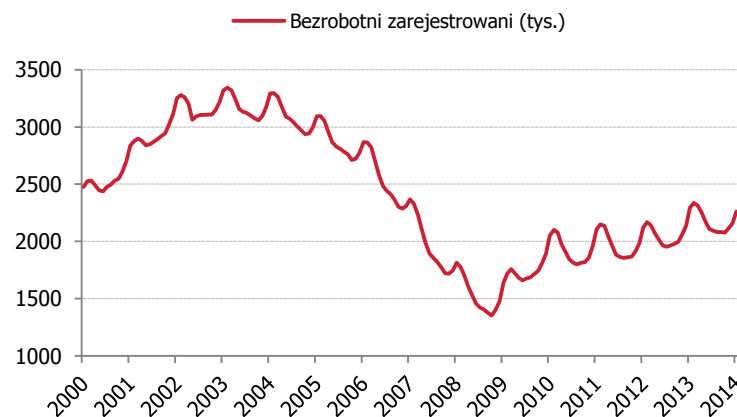
Rynek pracy wsparciem dla koniunktury

Szybka reakcja rynku pracy na poprawę koniunktury była powodem, który zdecydował o rewizji w górę projekcji PKB w marcowym raporcie o inflacji NBP. Czynniki, które wpływają na polepszenie sytuacji to uelastycznienie rynku pracy (wzrost udziału umów na czas określony) oraz wzrost optymizmu w badaniach ankietowych i rosnący udział sektora usługowego, który jest mniej wrażliwy na fluktuacje PKB.

W najbliższych miesiącach decydujący wpływ na kształtowanie się stopy bezrobocia będą miały czynniki koniunkturalne. Należy jednak wspomnieć o możliwych ryzykach, które mogą spowolnić tę poprawę. Obecnie najbardziej problematyczne (ze względu na skalę i brak przewidywalności) jest wyhamowanie wymiany handlowej z Rosją i Ukrainą. Od początku roku do 18 III eksport do pierwszego z tych krajów spadł o 7,3 proc. r/r i był niższy o prawie 5 pkt. proc. Przedłużenie tej sytuacji nie pozostanie bez wpływu na rynek pracy.



Rys. 3 Stopa bezrobocia
Źródło: Bloomberg

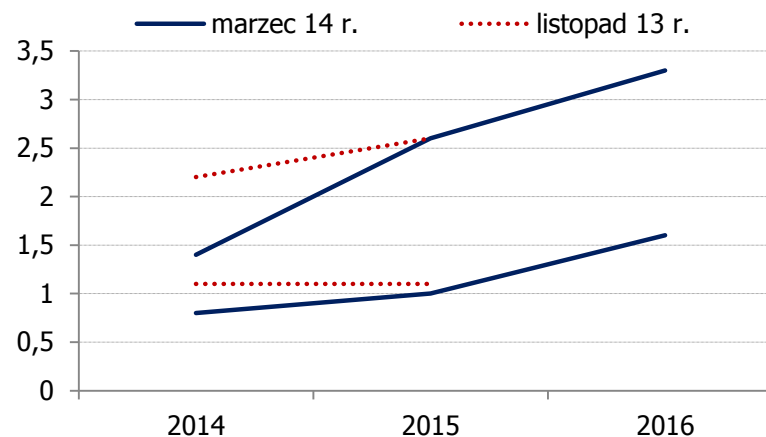


Rys. 4 Liczba bezrobotnych
Źródło: GUS

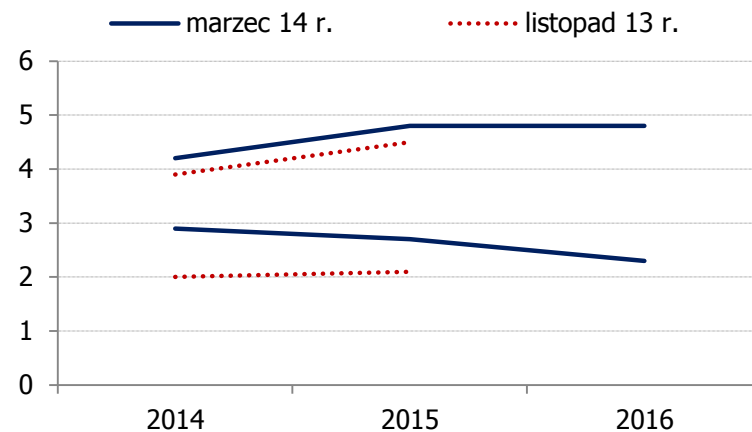
Raport o inflacji

Zaletą marcowej edycji raportu jest przede wszystkim wydłużenie horyzontu prognozy aż do 2016 r., który do tej pory nie był komentowany przez członków RPP, mimo że mieli oni dostęp do tych prognoz. Zdaniem NBP ostatni rok projekcji będzie pierwszym rokiem powrotu inflacji do celu. Zakładając, że zgodnie z szacunkami NBP opóźnienie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej wynosi od 4 do 6 kwartałów, należy przypuszczać, że stopy zostaną podniesione na przełomie tego i przyszłego roku.

W porównaniu z poprzednią rundą prognostyczną inflacja konsumencka została skorygowana w dół z uwagi na siły wpływające na kategorie bazowe. Do tych czynników należy zaliczyć obniżki kosztów leków refundowanych, efekt bazy związany z zeszłoroczną podwyżką cen za wywóz nieczystości. Dodatkowo niższe ceny energii (większy spadek niż wskazywały szacunki IE NBP) i paliw zmieniają scenariusz krótkookresowy (na 2014 r.). W następnych latach CPI będzie powoli rosło i wg NBP w 2016 r. wróci do celu.



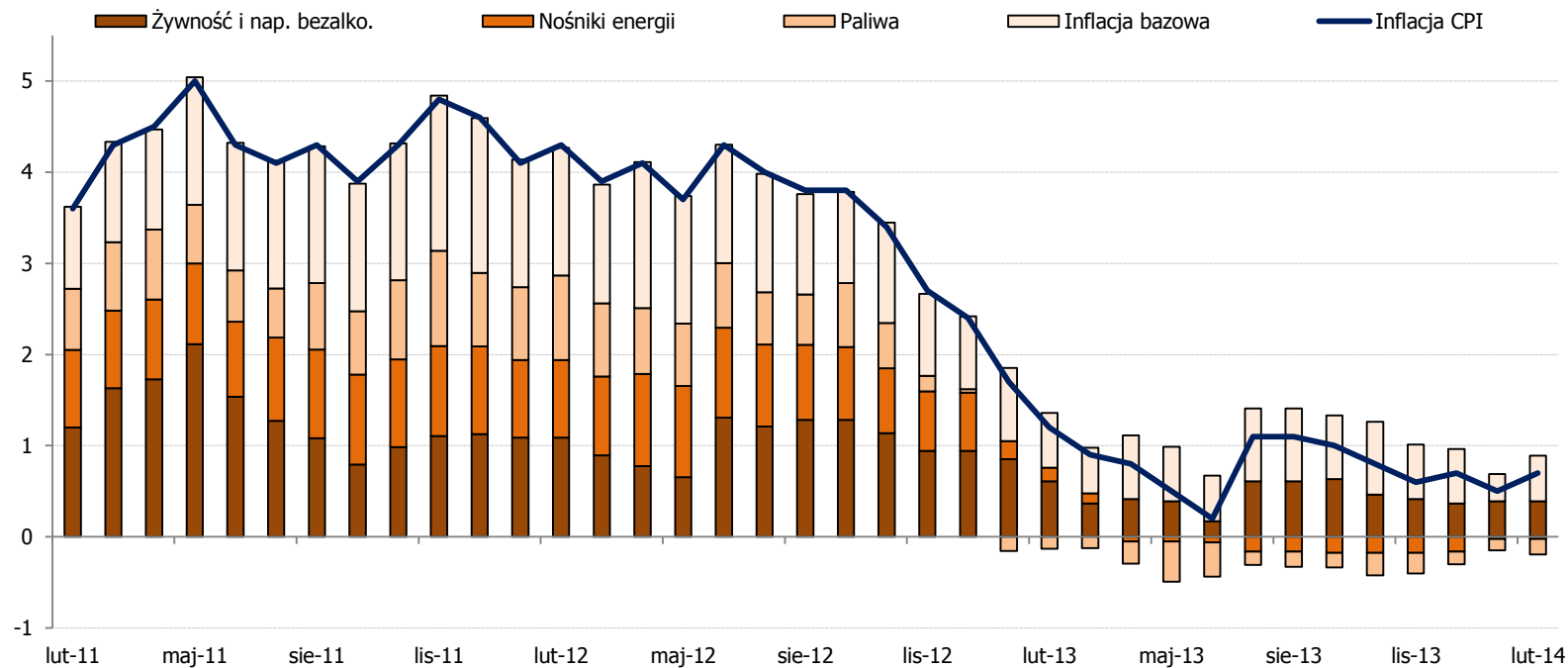
Rys. 5 Inflacja CPI z 50 proc. prawdopodobieństwem
Źródło: NBP



Rys. 6 Wzrost PKB z 50 proc. prawdopodobieństwem
Źródło: NBP

Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Poprzednia wartość	Prognoza TMS Brokers	Konsensus
PMI dla przemysłu	Marzec	1 kwietnia	55,9	56,2	55,2
Saldo rachunku bieżącego	Luty	11 kwietnia	-1135	-329	-533
Inflacja CPI	Marzec	15 kwietnia	0,7	0,8	0,8
Inflacja bazowa	Marzec	16 kwietnia	0,9	0,9	0,9
Zatrudnienie	Marzec	16 kwietnia	0,2	0,3	0,4
Wynagrodzenia	Marzec	16 kwietnia	4	3,9	3,9
Produkcja przemysłowa	Marzec	17 kwietnia	5,3	4,7	6,3
Produkcja budowlana	Marzec	17 kwietnia	14,4	22,5	13,9
Sprzedaż detaliczna	Marzec	-	7	4,8	5,9
Stopa bezrobocia	Marzec	-	13,9	13,6	13,6

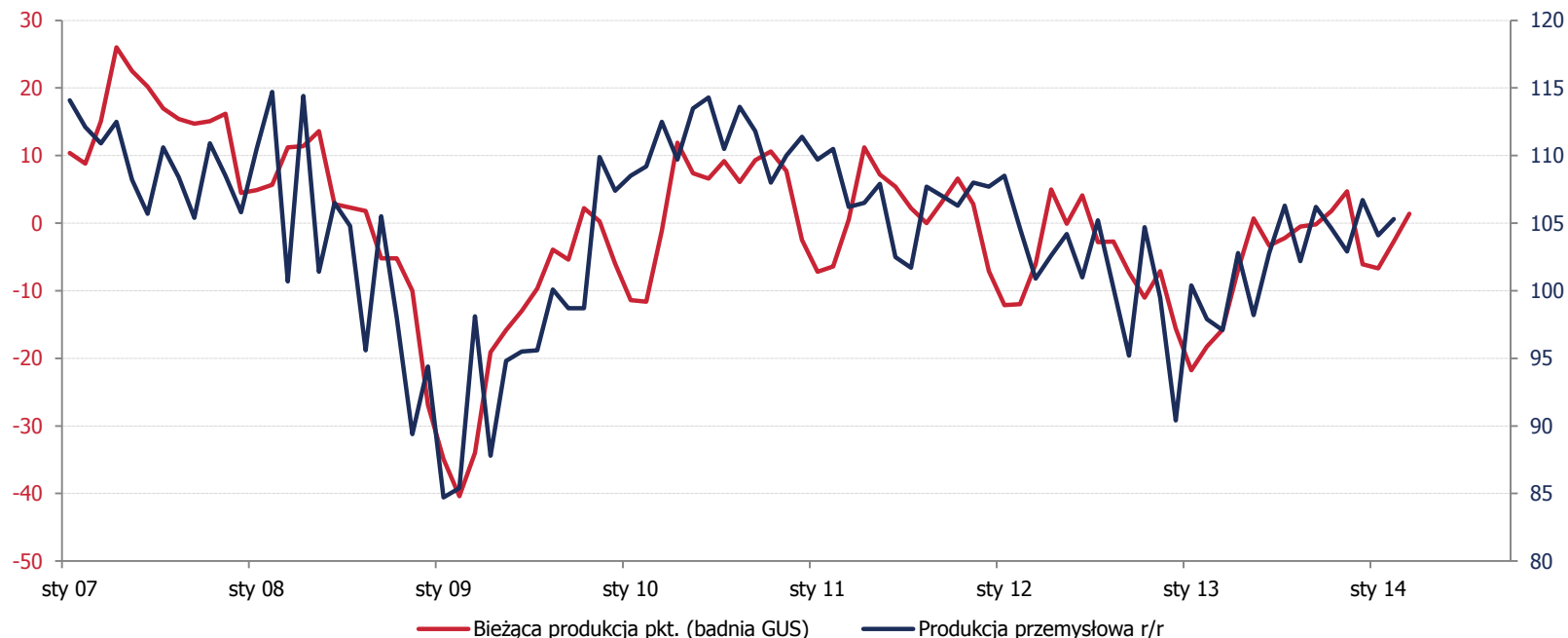
Wzrost cen będzie umiarkowany



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

Inflacja w lutym przyspieszyła do 0,7 proc. r/r, czyli o 0,2 pkt. proc. niżej niż wynosił konsensus rynkowy. Odchylenie się odczytu od prognozy było spowodowane zmianą struktury koszyka inflacyjnego (np. wzrost udziału łączności, w której od ponad roku trwa deflacja). W kolejnych miesiącach inflacja będzie przyspieszać, choć zagrożeniem pozostaje nadpodaż produktów żywnościowych wynikająca z embarga nałożonego przez Rosję.

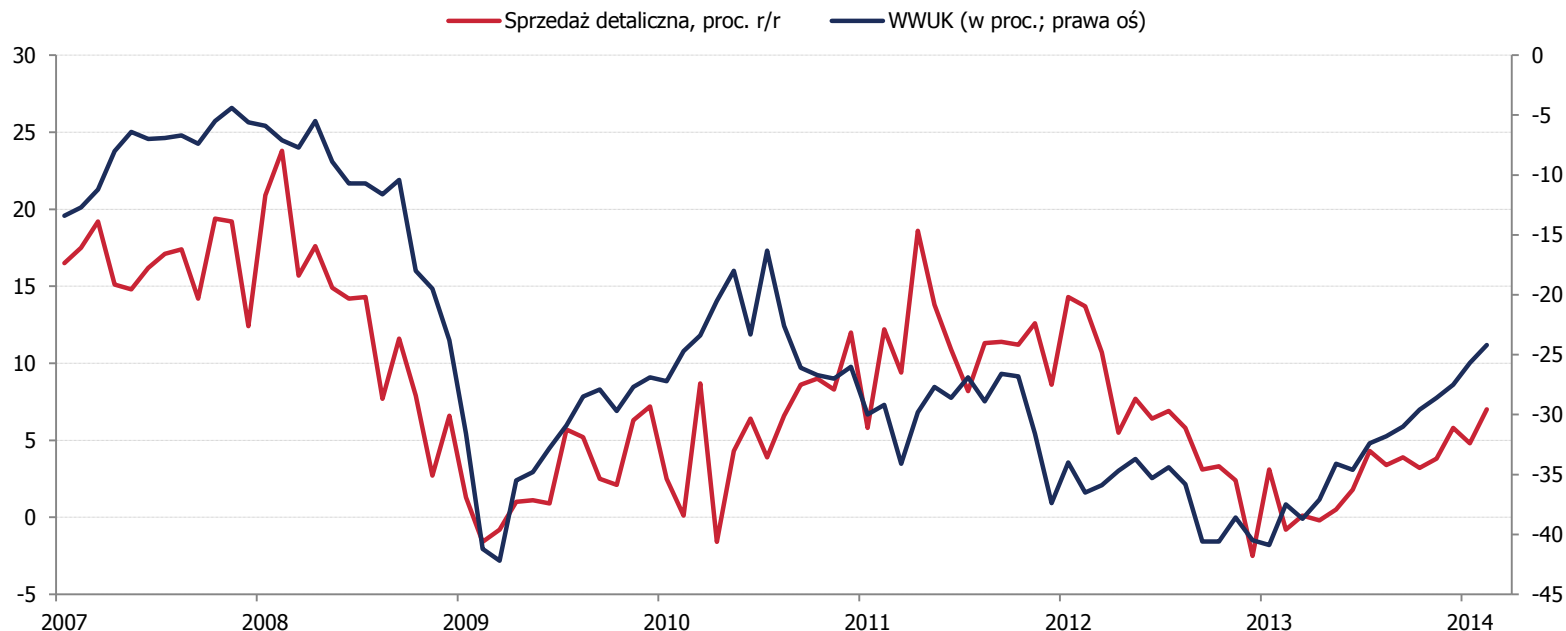
Produkcja utrzyma się na ścieżce wzrostu



Rys. 8 Konjunktura w przemyśle
Źródło: GUS

Wzrost produkcji będzie utrzymywał się na podobnym poziomie – szacujemy, że w marcu wzrosła ona o 4,7 proc. r/r. Szereg badań ankietowych postuluje przestrzeń do pozytywnego zaskoczenia odczytem. Utrzymanie wysokiej dynamiki wskazuje wzrost wskaźnika koniunktury w przemyśle IRG SGH, wzrost składowej bieżącej produkcji z badań GUS. O nieco wolniejszym wzroście świadczy natomiast mniejszy przyrost subindeksu produkcji wskaźnika PMI.

Sprzedaż rośnie najszybciej od dwudziestu miesięcy



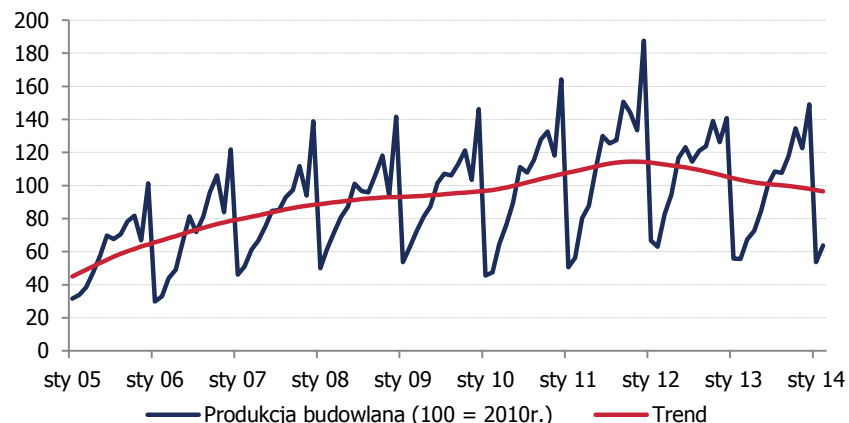
Rys. 9 Koniunktura konsumencka
Źródło: GUS

Prognozujemy utrzymanie wysokiej dynamiki sprzedaży detalicznej. W lutym sprzedaż wzrosła o 7 proc. r/r, natomiast w marcu szacujemy przyrost o 4,8 proc. Wyprzedzający Wskaźnik Ufności Konsumenckiej nakreśla dość optymistyczny scenariusz dla sprzedaży, która za kilka miesięcy mogłaby wrócić do dwucyfrowych dynamik. Szanse na taki bieg zdarzeń będą rosły wraz z postępującą poprawą na rynku pracy.

Sektor budowlany w odbudowie

- Kilkunastoprocentowy wzrost produkcji budowlano-montażowej w lutym to efekt bardzo korzystnej bazy statystycznej, która będzie zwiększać wartość odczytów w kilku najbliższych miesiącach. Badania koniunktury w tej gałęzi gospodarki pokazują, że dołek koniunktury już za nami a od połowy 2013 r. następuje poprawa. Maleją trudności z uzyskaniem kredytu, niepewność ogólnej sytuacji gospodarczej, rośnie odsezonowany portfel zamówień i wykorzystywanych mocy produkcyjnych, a sytuacja finansowa przedsiębiorstw jest najlepsza od ponad dwóch lat.

- Spodziewamy się, że korzystne warunki pogodowe oraz efekty bazy będą czynnikiem, który pozwoli produkcji budowlano-montażowej na wzrost o ponad 20 proc. r/r. w marcu.



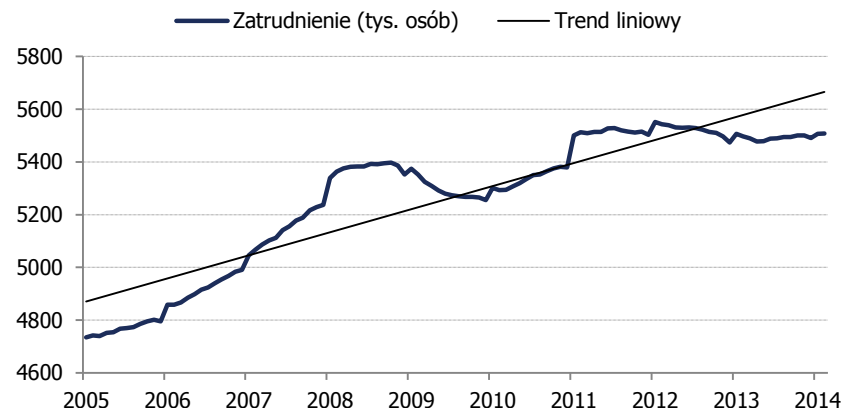
Rys. 10 Sektor budowlany
Źródło: GUS; obliczenia własne



Rys. 11 Sektor budowlany
Źródło: GUS

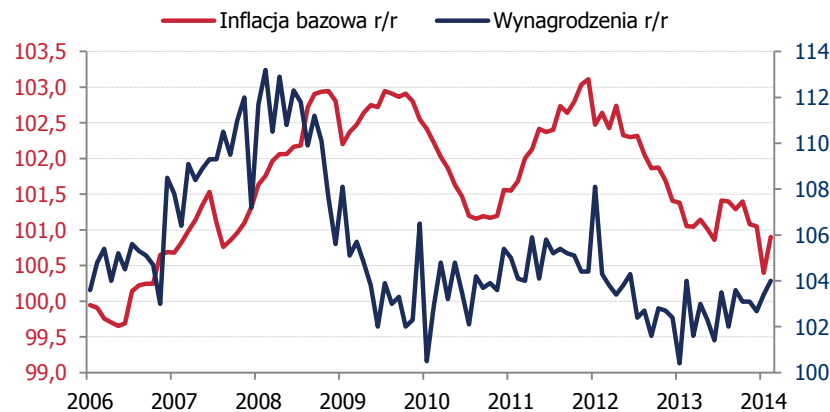
Zatrudnienie i wynagrodzenia

- Od ponad roku kontynuowana jest sytuacja, gdy zatrudnienie znajduje się niżej od długookresowego trendu liniowego. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego w strefie euro, do której trafia ok. połowa polskiego eksportu oraz polepszenie koniunktury w kraju skłoni przedsiębiorstwa do zwiększenia zatrudnienia. W ciągu najbliższych dwóch kwartałów zatrudnienie powinno rosnąć w tempie zbliżonym do długookresowej średniej.



Rys. 12 Liczba osób zatrudnionych
Źródło: GUS; obliczenia własne

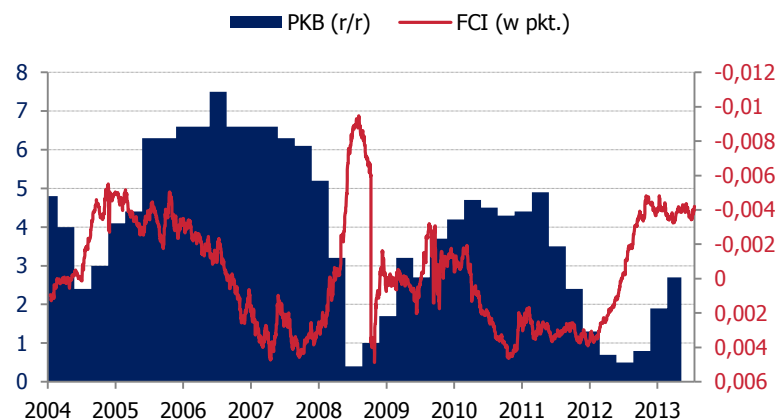
- Brak różnicy dni roboczych pozwala przypuszczać, że dynamika wynagrodzenia znajdzie się w pobliżu średniej z ostatniego półrocza. Należy pamiętać, że każdy odczyt powyżej 3 pkt. proc. będzie prowadził do odrodzenia presji inflacyjnej, której na razie brak. Z drugiej strony przyjmując kilkumiesięczne opóźnienie reakcji inflacji bazowej na wzrost wynagrodzeń można zakładać trwały wzrost presji inflacyjnej.



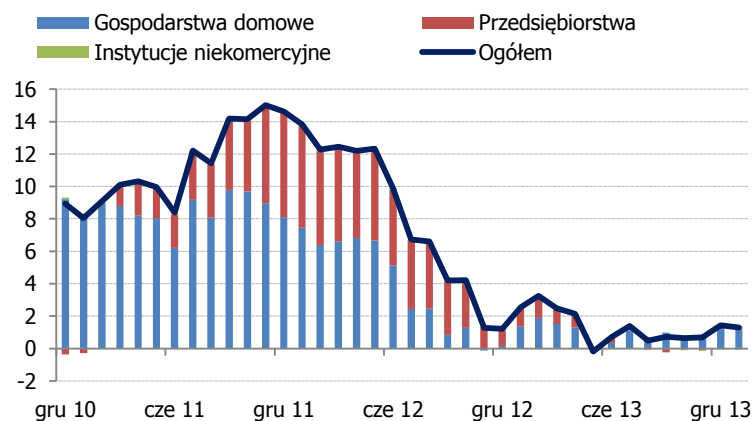
Rys. 13 Presja popytowa
Źródło: GUS, NBP

Polityka pieniężna

- Piętnasty miesiąc z rzędu inflacji poniżej celu i brak perspektyw na jego osiągnięcie w tym roku powoduje, że Rada Polityki Pieniężnej będzie chciała utrzymać stopy na obecnym poziomie dłużej niż do końca września tego roku. Przemawiają za tym projekcje inflacji i PKB, które są sporządzane przy założeniu pozostawienia stóp na niezmiennym poziomie. Oznacza to, że zaostrzenie polityki monetarnej oddaliłoby w czasie osiągnięcie celu inflacyjnego.
- Badania NBP wskazują, że opóźnienie transmisji impulsów polityki monetarnej wynosi od 4 do 6 kwartałów, więc powrót inflacji do celu w drugiej połowie 2016 r. powinien skłonić Radę do rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych pomiędzy pierwszym a trzecim kwartałem 2015 r. Naszym zdaniem nastąpi to na początku tego przedziału.



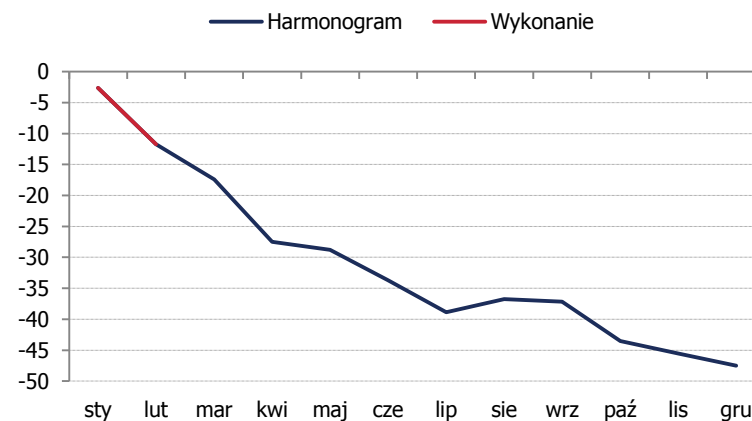
Rys. 14 Financial Conditions Index
Źródło: Bloomberg; obliczenia własne



Rys. 15 Dynamika należności od sektora niefinansowego
Źródło: KNF; obliczenia własne

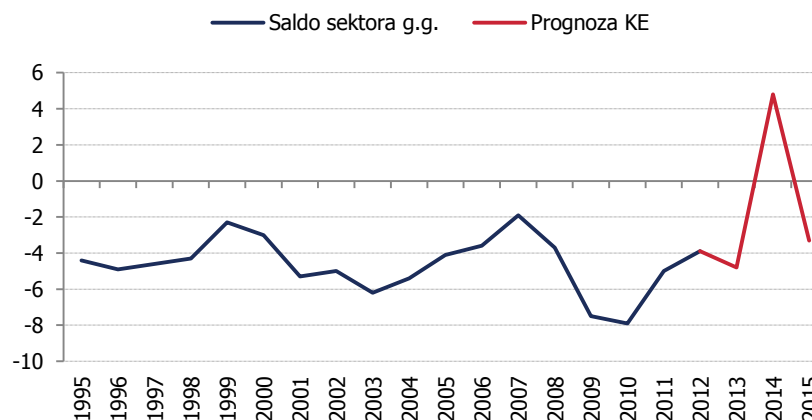
Polityka fiskalna

- Pierwsze dwa miesiące 2014 r. dla budżetu państwa minęły bez zaskoczeń i wykonanie budżetu, a w szczególności salda pomiędzy dochodami i wydatkami odbywa się zgodnie z harmonogramem zawartym w ustawie budżetowej na ten rok. Na koniec roku deficyt budżetu państwa ma wynieść 47,5 mld zł.
- Relatywnie gołębie wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej w mediach oraz zapowiadane ograniczenie podaży pozwalają na przeprowadzanie stosunkowo udanych aukcji polskiego długu.
- Rada Ministrów nie planuje zmian w funkcjonowaniu podatku od kopalin, który w tym roku ma przynieść 2 mld zł dodatkowych dochodów w budżecie państwa.
- Zobowiązania Skarbu Państwa na 2014 r. denominowane w zł wynoszą 27 mld.
- Polska w lutym wypełniała kryterium stabilności cen oraz kryterium stóp procentowych.



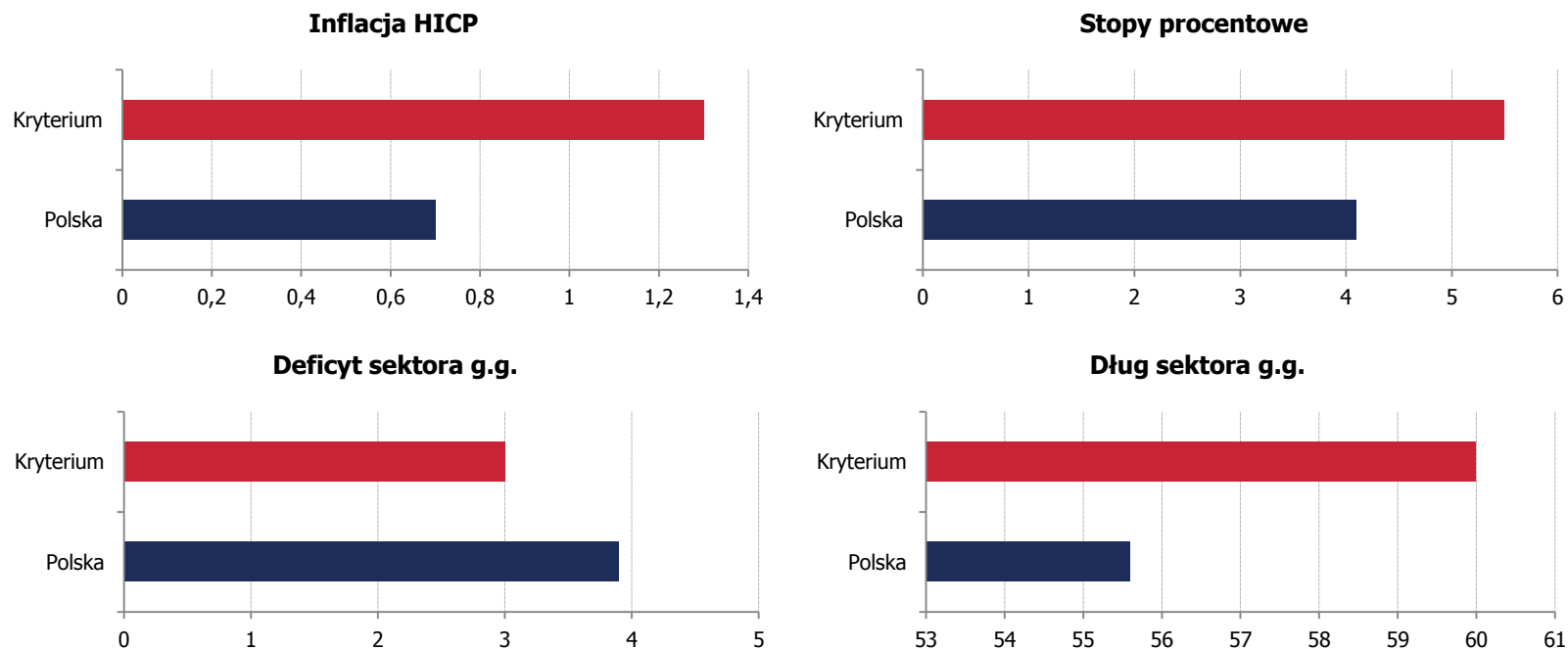
Rys. 16 Wykonanie budżetu państwa (saldo w mld zł)

Źródło: MF

Rys. 17 Saldo sektora *general government*

Źródło: Eurostat, KE

Euromonitoring

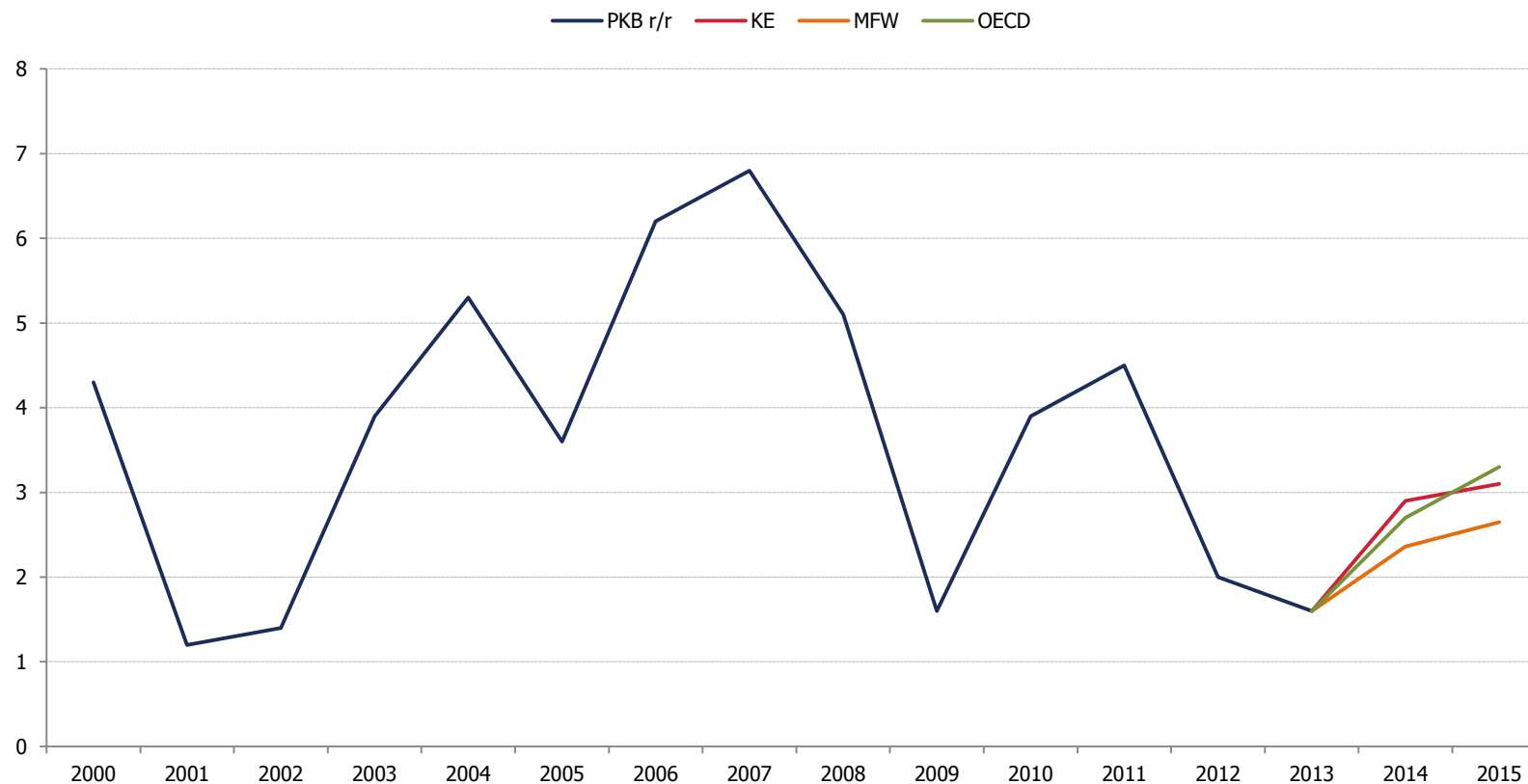


Rys. 18 Kryteria konwergencji z Maastricht, Źródło: MF

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

Projekcje wzrostu PKB



Rys. 19 Prognozy wzrostu PKB
Źródło: GUS

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”.