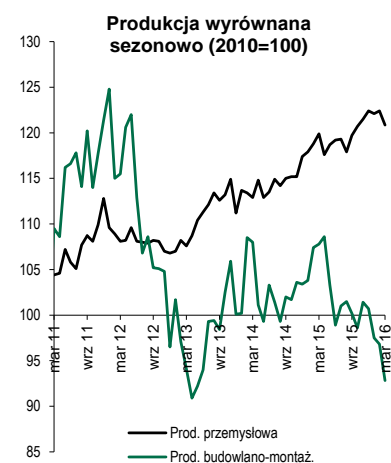
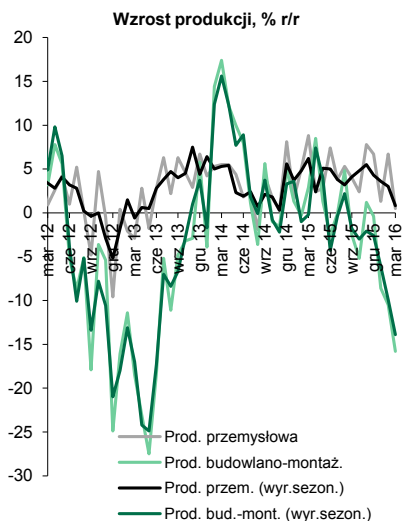


# KOMENTARZ NA GORĄCO

19 kwietnia 2016

## Zaskakująco słaby marzec

Marcowe wzrosty sprzedaży detalicznej (3% r/r w cenach stałych) oraz produkcji w przemyśle (0,5% r/r) i budownictwie (-15,8% r/r) mocno rozczarowały. Trudno na razie wskazać na źródło tego spowolnienia, ponieważ zarówno sytuacja w kraju – poprawa sytuacji na rynku pracy, wzrost dochodów i optymizmu konsumentów – jak i za granicą – poprawa aktywności ekonomicznej u naszych głównych partnerów handlowych, wzrost zamówień zagranicznych – wydają się sprzyjać utrzymaniu pozytywnych tendencji. Chociaż nie sposób bagatelizować słabych wyników z marca, to jednak zakładamy, że dynamika produkcji w przemyśle oraz sprzedaży detalicznej powinna w dalszej części roku odbić w górę, wspierana m.in. wzrostem aktywności ekonomicznej w Europie oraz wzrostem wydatków konsumentów po rozpoczęciu wypłat z programu 500+. GUS podwyższył tempo wzrostu PKB w IV kw. 2015 do 4,3%, głównie za sprawą wyższego spożycia publicznego. Naszym zdaniem w pierwszych kwartałach 2016 raczej nie uda się utrzymać wzrostu gospodarczego powyżej 4% r/r, chociaż w od III kwartału dynamika PKB będzie wspierana przez wyraźnie wyższe tempo wzrostu konsumpcji prywatnej.



### Produkcja mocno rozczarowała

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w marcu zaledwie o 0,5% r/r, wobec konsensusu rynkowego 3,9% i naszej prognozy 4,4% r/r. Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym wzrost produkcji wyniósł 0,8% r/r, najmniej od sierpnia 2014. Jeszcze bardziej rozczarowały wyniki budownictwa, gdzie produkcja spadła o 15,8% r/r, a po korekcie sezonowej o 13,9% r/r (najbardziej od czerwca 2013), przy oczekiwaniach rynkowych -8,7% i naszej prognozie -12,8% r/r). Tym razem – w odróżnieniu od dwóch poprzednich miesięcy – trudno widać efekt kalendarzowy za mocną zmianę rocznej dynamiki produkcji, ponieważ liczba dni roboczych była w marcu taka sama jak przed rokiem. Bardzo słaby wynik przemysłu jest o tyle zaskakujący, że większość badań koniunktury wskazywała na dość wysoki optymizm przedsiębiorstw oraz wzrost poziomu produkcji i zamówień, w szczególności zagranicznych. Jednocześnie ostatnio poprawiły się też indeksy aktywności w krajach strefy euro, będących naszymi głównymi partnerami handlowymi, a kurs złotego pozostaje na poziomie zapewniającym polskiemu eksportowi konkurencyjność. To wszystko powinno sprzyjać zwiększeniu dynamiki eksportu, a przez to również produkcji w przetwórstwie przemysłowym. Dlatego, chociaż nie sposób bagatelizować słabych wyników przemysłu w marcu, to jednak zakładamy, że dynamika produkcji w przemyśle powinna w dalszej części roku odbić w górę, wspierana m.in. wzrostem aktywności ekonomicznej w Europie oraz wzrostem zamówień krajowych pod wpływem przyspieszającego wzrostu konsumpcji. Nasze prognozy wzrostu gospodarczego dla większości krajów strefy euro są bardziej optymistyczne niż konsensus rynkowy.

Nieco inaczej wygląda sytuacja w budownictwie, na którym mocno ciąży prawdopodobnie przestój w inwestycjach publicznych i w realizacji projektów infrastrukturalnych współfinansowanych z UE. W firmach specjalizujących się we wznoszeniu obiektów inżynierii lądowej i wodnej produkcja spadła o prawie 22% r/r. Nie spodziewamy się szybkiej poprawy w budownictwie w kolejnych miesiącach.

### Sprzedaż detaliczna poniżej oczekiwań

Sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym wzrosła w marcu o 3,0% r/r (6,2% r/r w lutym) wobec oczekiwań rynkowych na poziomie 5,8% r/r i naszych 6,8% r/r. W ujęciu nominalnym sprzedaż wzrosła o 0,8% r/r.

Spodziewaliśmy się, że sprzedaży detalicznej sprzyjać będzie efekt Wielkanocy – w tym roku przypadała ona 27 marca, w zeszłym 5 kwietnia, w związku z czym część zakupów, zwłaszcza spożywczych, była dokonywana wcześniej. I faktycznie, nasze oczekiwania w tej kwestii sprawdziły się: sprzedaż żywności wzrosła o 6,4% r/r (wobec 5,8% r/r w lutym) a

#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzbwbk.pl Strona www: [skarb.bzbwbk.pl](http://skarb.bzbwbk.pl)

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luzziński 22 534 18 85

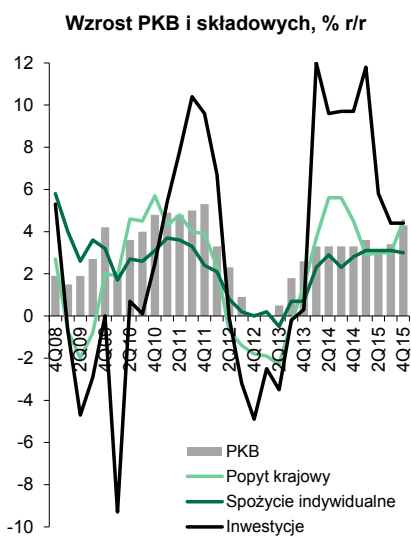
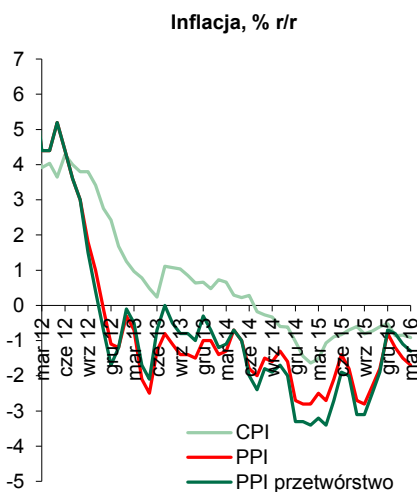
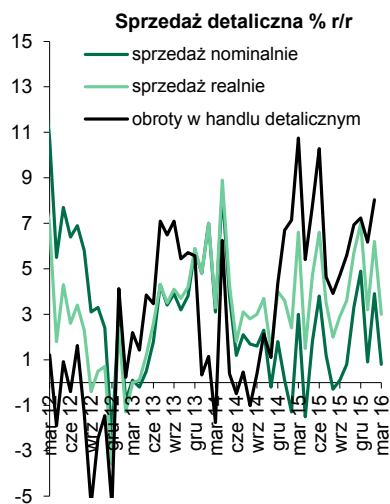
Marcin Sulewski 22 534 18 84

#### DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400



pozostała sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach o 9,7% r/r (wobec 8,5% r/r w lutym). Trafione były także nasze prognozy odnośnie do sprzedaży samochodów (11,9% r/r), paliw (-3,5% r/r) i farmaceutyków (10,6% r/r).

Tymczasem, nasze prognozy w pozostałych kategoriach były zupełnie błędne – sprzedaż odzieży wzrosła o 4,2% r/r (20,6% r/r w lutym, nasza prognoza: 19,9% r/r), mebli, rtv i agd 0,9% r/r (15,1% r/r lutym, nasza prognoza: 14,1% r/r), prasy wzrosła o 0,6% r/r (7,0% r/r w lutym, nasza prognoza: 5,9% r/r) a pozostała sprzedaż spadła o 14,1% r/r (-7,4% r/r w lutym, nasza prognoza: -7,9% r/r). Uważamy, że w sprzedaży detalicznej nastąpiło złamanie wzorca sezonowego, w związku z czym część zakupów dokonywana zwykle w marcu uległa przesunięciu, m. in. na luty, który był znacznie lepszy niż oczekiwano. Warto przypomnieć, że podobne zjawisko można było zauważyć w lutowych danych o bilansie płatniczym – import zaskoczył w górę, głównie pod wpływem sprzedaży artykułów elektronicznych. Naszym zdaniem jest to przesłanka do obniżenia prognoz importu na marzec.

W całym I kw. sprzedaż detaliczna wzrosła o ok. 4,1% r/r i spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach będzie ona oscylowała nieco powyżej tego poziomu, co będzie wyrazem przyspieszenia konsumpcji prywatnej.

### Pogłębienie deflacji w cenach producentów

W marcu ceny producentów spadły o 1,7% r/r (po spadku o 1,5% r/r w lutym – dane po rewizji), znacząco mocniej od naszych (-1,3% r/r) i rynkowych (-1,4% r/r) oczekiwań. W skali miesiąca spadek cen producentów wyniósł 0,1%. Co ciekawe, w poprzednich miesiącach inflacja PPI była obniżana głównie przez spadki cen ropy i innych surowców, tymczasem, w marcu ceny w kategorii produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej wzrosły aż o 6,6% m/m a w górnictwie rud metali o 6,5% m/m. Mimo tych silnych wzrostów, ceny ogółem obniżyły się, na co wpływ miał spadek cen w pozostałych kategoriach, przede wszystkim w produkcji chemikaliów (-1,3%), produkcji papieru (-1,2%), komputerów (-0,9%) czy samochodów (-0,8%). Wygląda na to, że tendencje deflacyjne nasilają się w sektorach, w których dotychczas pozostawały słabe lub umiarkowane.

Marcowe dane o PPI potwierdziły wcześniejsze sygnały płynące z danych o wskaźnikach wyprzedzających – wg danych PMI dla sektora przemysłowego marzec był siódmym miesiącem z rzędu spadku kosztów produkcji. Spodziewamy się, że roczny wzrost PPI pozostanie ujemny do końca br., choć tempo spadku powinno spowalniać z miesiąca na miesiąc.

### Wyższy wzrost PKB w IV kw. 2015

GUS zrewidował kwartalne szacunki PKB za ostatnie trzy lata, w wyniku czego tempo wzrostu PKB w IV kw. 2015 zostało podniesione z 3,9% do 4,3% r/r. Jednocześnie, poprzednie kwartały nieznacznie skorygowano w dół, w wyniku czego dynamika wzrostu w całym 2016 roku pozostała na poziomie 3,6%. Wyrównane sezonowo tempo wzrostu w IV kw. 2015 skorygowano w górę do 1,5% kw/kw, najwyższego poziomu od ok. 5 lat (poprzedni szacunek wynosił 1,1%). Co ciekawe, rewizja PKB w górę w IV kw. wynikała przede wszystkim z bardzo mocnego podwyższenia dynamiki spożycia publicznego – z 4,8% r/r do 8,7% r/r, przez co ta kategoria dodała do wzrostu PKB 1,7 pkt proc. (przed rewizją 0,9 pkt.). Jednocześnie nieco obniżono dynamikę inwestycji (z 4,9% do 4,4% r/r) oraz dynamikę eksportu i importu (ale wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał bez zmian).

Naszym zdaniem w pierwszych dwóch kwartałach 2016 nie uda się utrzymać tempa wzrostu gospodarczego powyżej 4% r/r, chociaż w od III kwartału dynamika PKB będzie wspierana przez wyraźnie wyższe tempo wzrostu konsumpcji prywatnej, po rozpoczęciu wypłat z programu 500+.