

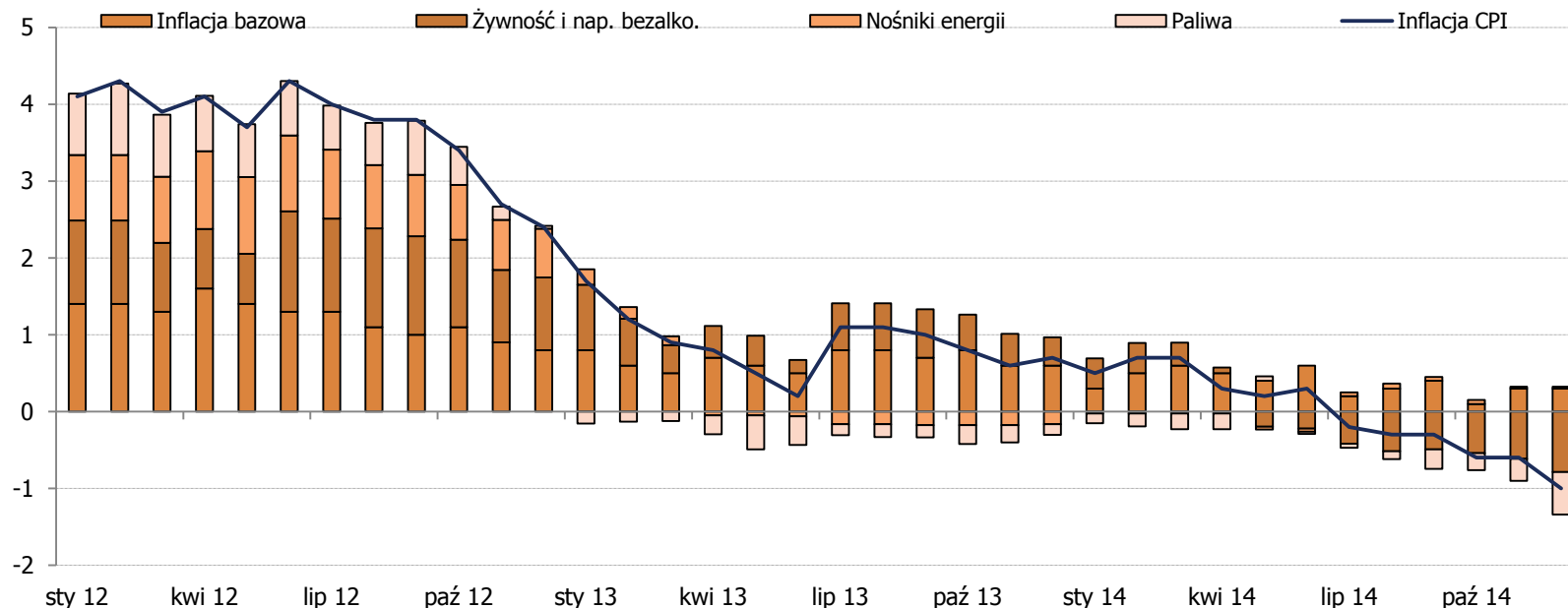
RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Prognoza TMS Brokers	Konsensus	Poprzednia wartość
Saldo rachunku bieżącego (mln EUR)	II 2015	2015-04-13	557	160	56
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	III 2015	2015-04-14	8,7	8,5	8,8
Decyzja ws. stóp proc. (%)	IV 2015	2015-04-15	1,5	1,5	1,5
Inflacja CPI (% r/r)	III 2015	2015-04-15	-1,5	-1,3	-1,6
Inflacja bazowa CPI (% r/r)	III 2015	2015-04-16	0,4	0,3	0,4
Zatrudnienie (% r/r)	III 2015	2015-04-17	1,2	1,1	1,2
Wynagrodzenia (% r/r)	III 2015	2015-04-17	2,1	3,3	3,2
Produkcja przemysłowa (% r/r)	III 2015	2015-04-20	4,4	7,2	4,9
Produkcja bud.-montaż. (% r/r)	III 2015	2015-04-20	-0,4	2,1	-0,3
Inflacja PPI (% r/r)	III 2015	2015-04-20	-2,5	-2,5	-2,7
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	III 2015	2015-04-20	1,8	1,7	-1,3
Stopa bezrobocia (%)	III 2015	2015-04-24	11,8	11,7	12,0

Kolejny miesiąc pogłębienia się deflacji



Rys. 7 Dekompozycja inflacja CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

Start 2015 r. przyniósł pogłębienie się deflacji ze wskaźnikiem CPI spadającym do -1,3 proc. r/r w styczniu. W ujęciu miesięcznym ceny spadły o 0,2 proc. Wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych o 0,7 proc. nie zdołał zrównoważyć dalszej obniżki cen w kategorii transport, gdzie odczuwalny jest spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych. Jednakże biorąc pod uwagę stabilizację na rynkach surowców energetycznych w ubiegłym miesiącu, sądzimy że wskaźnik inflacji osiągnął dno. Na stacjach paliw odnotowuje się wzrost cen czwarty tydzień z rzędu. W połączeniu z dalej rosnącymi cenami żywności oczekujemy wzrostu CPI w lutym o 0,1 proc. m/m. Pozwoli to na stabilizację wskaźnika rocznego na poziomie -1,3 proc., jednak w kolejnych miesiącach przewidujemy stopniowe słabnięcie trendów deflacyjnych.

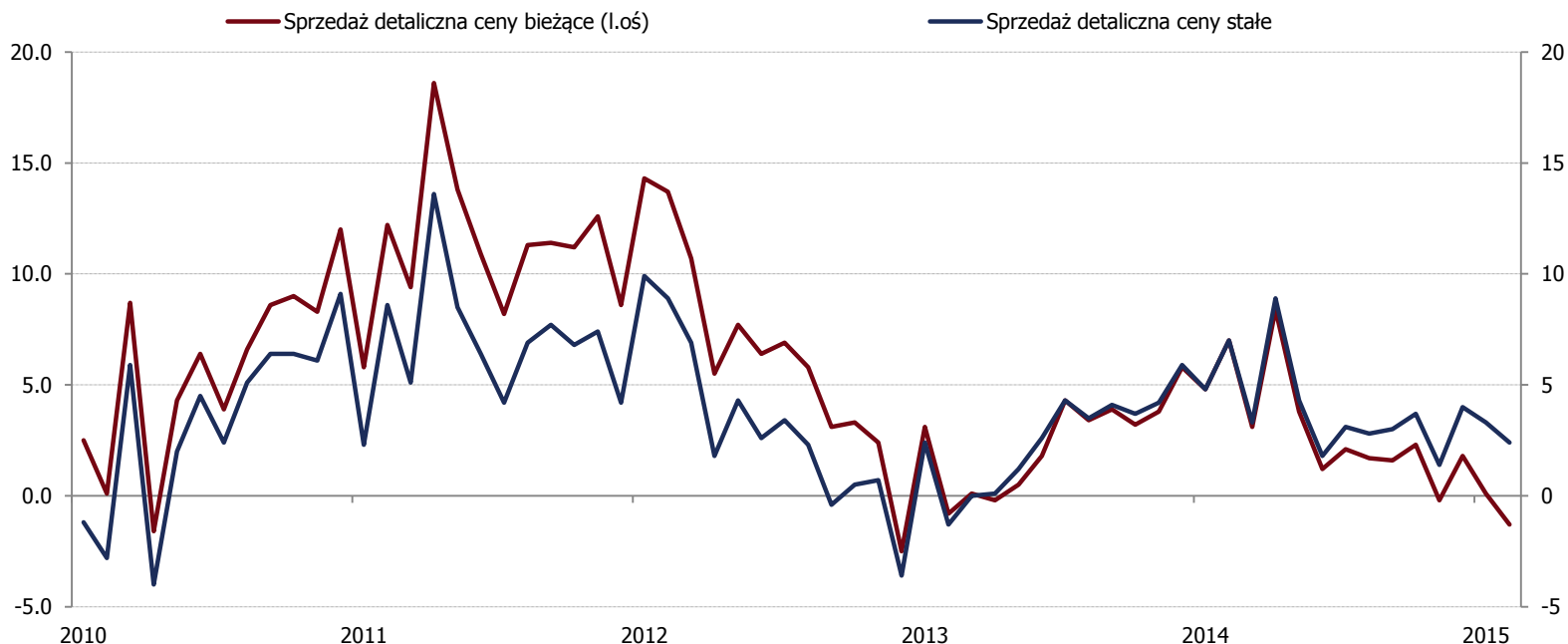
Branża eksportowa dobrze rokuje dla przyszłej produkcji



Rys. 2 Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa
Źródło: GUS, TMS Brokers

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 kolejnych miesiącach będzie przekładał się na przyspieszenie dynamiki produkcji. W lutym prognozujemy wzrost produkcji (nieodsezonowanej) o 4,1 proc. r/r.

Przedświąteczne zakupy podbija sprzedaż w marcu



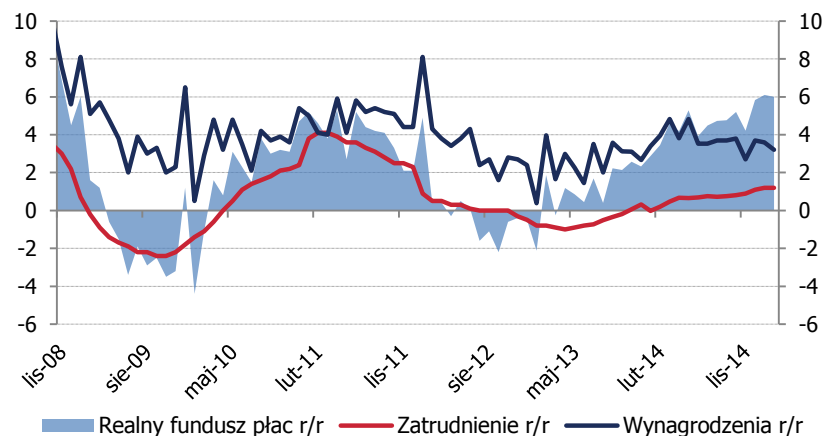
Rys. 3 Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

W lutym kolejny raz faktyczny stan strony konsumenckiej jest zamaskowany delatorem cen. Sprzedaż w ujęciu nominalnym nieoczekiwanie spadła o 1,3 proc. r/r (prog. 0 proc.), jednakże w ujęciu realnym wzrosła o 2,4 proc. r/r. Odczyt jest niższy niż w styczniu (3,3 proc. r/r), ale wynika to z wpływu wysokiej sprzedaży samochodów „z kratką” w ubiegłym roku. W marcu dynamika sprzedaży powinna przyspieszyć za sprawą przedświątecznych zakupów. Prognozujemy, że względem lutego sprzedaż wzrośnie o 16 proc., wynosząc roczną (nominalną) dynamikę do 1,6 proc. W dalszym horyzoncie zakładamy wzrost konsumpcji z pomocą niskich cen w gospodarce i poprawy sytuacji na rynku pracy.

Rynek pracy dalej mocny

W lutym dynamika płac spowolniła do 3,2 proc. r/r z 3,6 proc. w styczniu, jednakże słabszy odczyt związany był z czynnikami jednorazowymi, m.in. rozłożeniem na raty wypłat premii w górnictwie. W ujęciu realnym wzrost płac pozostaje silny (4,8 proc.), a przy pozytywnym trendzie zatrudnienia (1,2 proc. r/r) realny fundusz płac notuje aż 6 proc. Zakładamy, że przy rosnących zamówieniach dla polskich firm od partnerów handlowych z Eurolandu oraz przyspieszeniu dynamiki inwestycji krajowe przedsiębiorstwa będą tworzyć miejsca pracy, a stopniowe wyczerpywanie się wykwalifikowanej siły roboczej utrzyma umiarkowaną presję płacową. Wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych będzie wpływał na wzmocnienie konsumpcji, budując silny wewnętrzny rynek zbytu i domykając koło rozwoju gospodarczego. W marcu prognozujemy utrzymanie dynamiki zatrudnienia na 1,2 proc. przy nieco słabszej dynamice płac (2,1 proc.).

Utrzymanie się stopy bezrobocia na 12 proc. w lutym oznacza spadek bezrobocia po oczyszczeniu wahań sezonowych i świadczy o dalszej poprawie sytuacji na rynku pracy. Kolejne miesiące powinny przynieść spadek stopy bezrobocia z dołkiem na poziomie 10,5 proc. w sezonie wakacyjnym. W marcu szacujemy spadek do 11,8 proc.



Rys. 4 Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



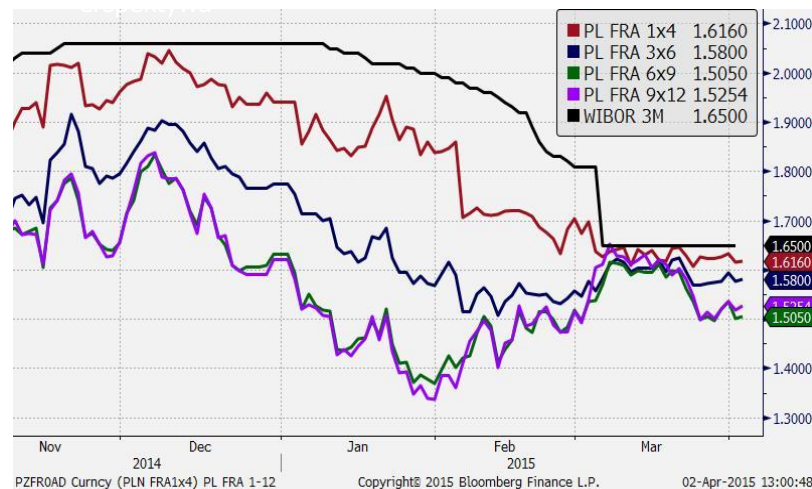
Rys. 5 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna

Kwietniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej będzie pierwszym od wielu miesięcy, które nie będzie się cieszyć dużym zainteresowaniem inwestorów i analityków. Po tym, jak przed miesiącem prezes NBP Marek Belka ogłosił koniec cyklu obniżek stóp procentowych, jest mało prawdopodobne, aby najbliższe posiedzenie przyniosło zmiany w polityce monetarnej. Wprawdzie ostatnie dane o CPI za luty wskazały na pogłębienie deflacji (do -1,6 proc. r/r), jednakże w Radzie panuje zgodne przekonanie (podparte najnowszą projekcją), że kolejne miesiące powinny przynieść odbicie w dynamice cen i dalsze łagodzenie polityki monetarnej z tego punktu widzenia nie jest konieczne. Z kolei wskaźniki aktywności gospodarczej potwierdzają kontynuację solidnego ożywienia z celem ponad 3,5 proc. w całym 2015 r.

Tematem ostatnio poruszonym w wywiadach z członkami RPP stała się kwestia aprecjacji złotego i prawdopodobnie będzie stanowić istotną część konferencji prasowej po posiedzeniu. Naszym zdaniem kurs walutowy obecnie nie jest czynnikiem, który może determinować kształt polityki monetarnej. Według badań NBP polscy eksporterzy uznają poziom EUR/PLN 3,90 jako próg opłacalności eksportu i dopiero perspektywa aprecjacji złotego do tego poziomu może skłonić NBP do interwencji. Na ten moment jedynie Jerzy Osiatyński wskazał na możliwość kolejnych obniżek stóp procentowych, „jeśli złoty zostanie wciągnięty w wojny walutowe”. Z kolei Andrzej Bratkowski, dotychczas najzagorzalszy zwolennik luzowania, wyklucza dalsze obniżki, a aprecjacja złotego nie jest argumentem za zmianom parametrów polityki pieniężnej.

Oczekujemy, że stopa referencyjna RPP zostanie utrzymana na poziomie 1,50 proc. do drugiego kwartału 2016 r. w obliczu prognozowanego stopniowego wzrostu inflacji i przyspieszającego wzrostu gospodarczego. Tymczasem rynek stopy procentowej w ostatnich dniach zaczął dyskontować większe prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w przeciągu następnych sześciu miesięcy.



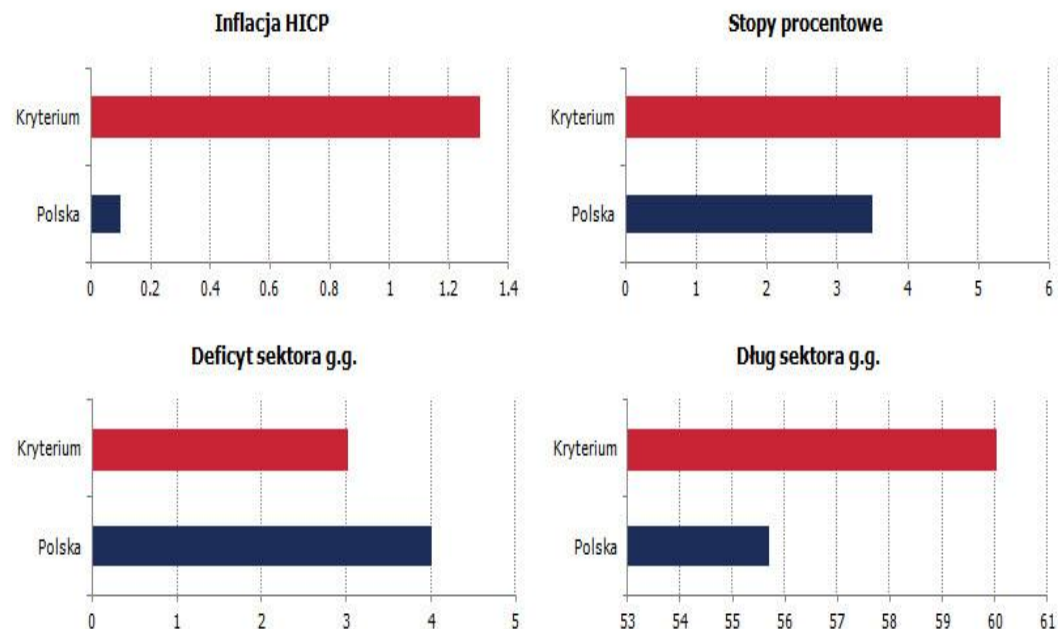
Rys. 6 Rynek stopy proc. wycenia kolejne obniżki (kontrakty FRA poniżej WIBORU)

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Polityka fiskalna

Na koniec marca Ministerstwo Finansów sfinansowało 57 proc. potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na 2015 r. Jest to wzrost z 47 proc. na koniec lutego i 30 proc. na koniec ub.r. Ministerstwo wyprzedzająco korzysta z niskich kosztów finansowania będących skutkiem ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez RPP oraz silnego popytu podmiotów zagranicznych. Zakończenie cyklu obniżek stwarza ryzyko wzrostu rentowności w drugiej części roku, dlatego rozsądnym wydaje się skumulowanie emisji długu w pierwszej części roku.

MF korzysta też z trendów na rynkach zagranicznych i sprzedało 12-letnie benchmarkowe euroobligacje o wartości nominalnej 1,0 mld euro przy rentowności 1,022% (najniższej w historii dla polskich papierów w euro). Tym samym powoli następuje proces zmiany waluty finansowania z USD (gdzie stopy procentowe wkrótce zaczną rosnać) i wykorzystanie efektów luzowania ilościowego ECB.



Rys. 7 Kryteria konwergencji z Maastricht, Źródło: MF, TMS Brokers

Kryteria konwergencji nominalnej to:

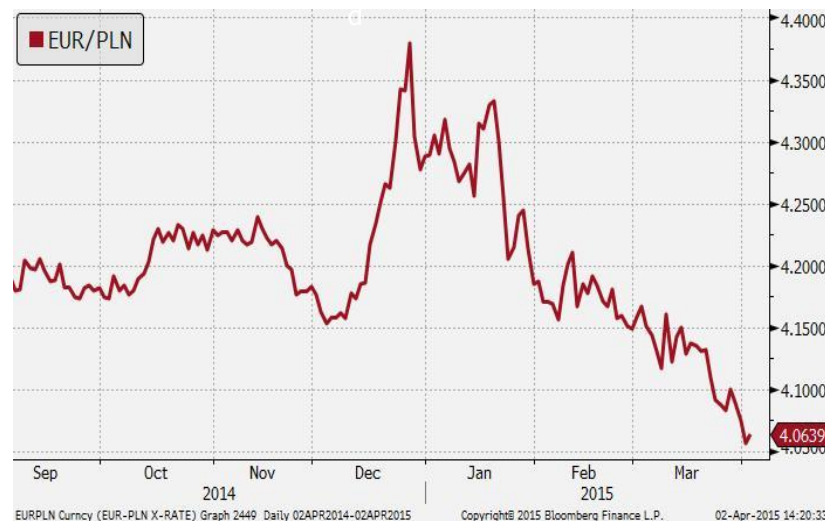
- HICP; w ciągu roku nie może przekraczać o więcej niż 1,5 pkt. proc. wzrostu cen 3 państw UE o najniższym wzroście cen,
- stopa procentowa; w ciągu roku nie może przekraczać stopy w/w 3 państw o więcej niż 2 pkt. proc.
- deficyt i dług sektora g.g. powinny być niższe od 3 i 60 proc. PKB a kurs walutowy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

Polityka pieniężna

Po niemal jednostajnej aprecjacji złotego do euro w marcu, w kolejnych tygodniach spodziewamy się częściowego wygaszenia ruchu. Jakkolwiek dane krajowe pozostaną wspierające złotego i będą wskazywać na kontynuację solidnego ożywienia gospodarczego, tak czynniki zewnętrzne mogą psuć sentyment wobec ryzykownych aktywów, w tym walut rynków wschodzących.

Widzimy przereagowanie na aktywach rynków wschodzących wynikające z „zadowolenia” odsunięcia w czasie oczekiwań dotyczących startu podwyżek stóp procentowych Fed. W naszej ocenie publikowane w kwietniu dane makro z amerykańskiej gospodarki będą argumentować za poglądem, że słabość w danych ze stycznia i lutego była wynikiem oddziaływania surowych warunków klimatycznych i pozytywne zaskoczenia w odczytach marcowych danych na powrót wzmocnią oczekiwania zaostżenia nastawienia Fed. Przy wzrostach rentowności amerykańskich obligacji skarbowych tracić na wartości będą silnie skorelowane z nimi waluty o wysokich nominalnych stopach procentowych (m.in. lira turecka, rand południowoafrykański, real brazylijski). Dodatkowo spodziewana przez nas korekta ostatnich wzrostów na globalnych rynkach akcji będzie osłabiać apetyt na aktywa ryzykowne. Kwiecień może także przynieść świeże sygnały spowolnienia gospodarki Chin oraz wzrost napięć w negocjacjach o przedłużenie pomocy finansowej dla Grecji. Uważamy, że wystąpienie chociażby jednego z powyższych czynników jest wysoce prawdopodobne i w takim otoczeniu kontynuacja umocnienia złotego stoi pod dużym znakiem zapytania.

Na koniec kwietnia spodziewamy się wzrostu EUR/PLN do 4,12. Widzimy większą skalę wzrostów USD/PLN (do 3,87) w ślad za obniżeniem EUR/USD (przy powyższych założeniach co do sytuacji makro w USA), a także mniejszy zakres wahań CHF/PLN (do 3,92) przy konsolidacji EUR/CHF wokół 1,05.



Rys. 8 EUR/PLN - wykres dzienny
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

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”.