

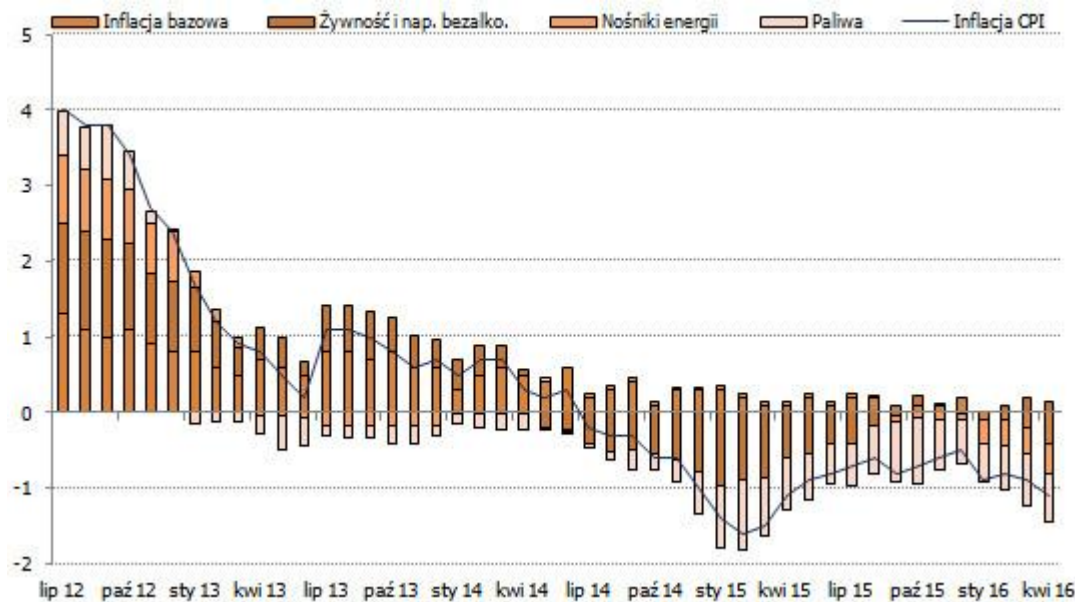
RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Data	Wskaźnik	Jednostka	Okres	Poprz. 2	Poprz.	TMS Brokers	Konsensus
8 cze	Decyzja ws. stóp procentowych	%	czerwiec	1.5	1.5	1.5	1.5
13 cze	Saldo rachunku obrotów bieżących	mln EUR	marzec	-383	-103	101	342
13 cze	CPI	% r/r	kwiecień	-0.9	-1.1	-1	-0.9
14 cze	Inflacja bazowa	% r/r	kwiecień	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3
14 cze	Podaż pieniądza M3	% r/r	kwiecień	9.0	11.5	11.7	11.3
16 cze	Wynagrodzenia	% r/r	kwiecień	3.3	4.6	4.7	4.6
16 cze	Zatrudnienie	% r/r	kwiecień	2.7	2.8	2.8	2.8
17 cze	Produkcja przemysłowa	% r/r	kwiecień	0.5	6.0	5.0	4.8
17 cze	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	kwiecień	-15.8	14.8	-9.8	-10.0
17 cze	PPI	% r/r	kwiecień	-1.7	-1.2	-1.2	-1.0
17 cze	Sprzedaż detaliczna	% r/r	kwiecień	0.8	3.2	3.6	3.0
22 cze	Stopa bezrobocia	%	kwiecień	10.0	9.5	9.2	9.1

Czy dołek już za nami?



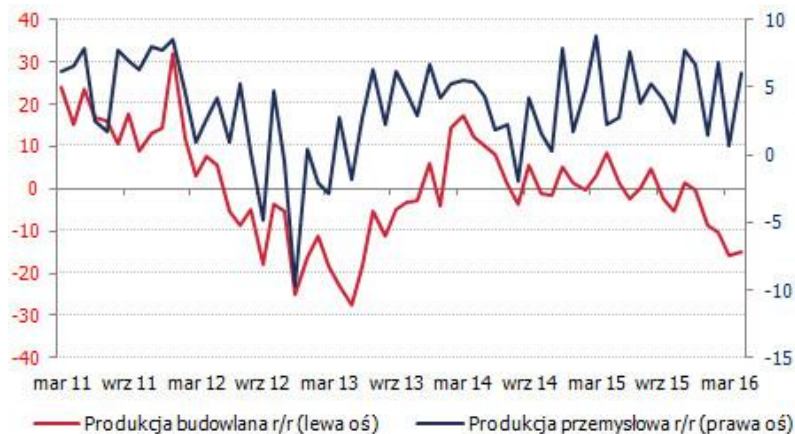
Dekompozycja inflacji CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

Wstępny szacunek CPI za maj wskazuje na delikatne odbicie inflacji w górę do -1 proc. r/r z -1,1 proc. w kwietniu. Na ten moment nie znamy szczegółowego rozbicia inflacji (GUS poda dane 13 czerwca), ale nasze szacunki wskazują, że wzrost wynika z wyższych cen paliw. Rosnące ceny ropy naftowej oraz innych surowców powinny (z pewnym opóźnieniem) przekładać się na wzrost cen w gospodarce. Wyższe koszty transportu pośrednio będą odkładać się w szerszej gamie dóbr. Dodatkowo odbicie inflacji w kolejnych miesiącach powinno być wzmocnione przez korzystny efekt bazy statystycznej (niskie ceny w analogicznym okresie roku poprzedniego). Podtrzymujemy oczekiwania, że Polska wyjdzie z deflacji w czwartym kwartale i na koniec roku wzrost cen wyniesie 0,5 proc.

Mocne wejście produkcji i sprzedaży w drugi kwartał

Po rozczarowujących odczytach z przemysłu i handlu w marcu, kwiecień przyniósł poprawę. Dynamika roczna produkcji przemysłowej skoczyła z 0,7 proc. do 6 proc., a wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył z 0,8 proc. do 3,2 proc. W zmienności miesięcznych odczytów duży udział ma przesunięcie świąt wielkanocnych. Słabo natomiast w dalszym ciągu wypada produkcja budowlano-montażowa (-14,8 proc. r/r), co jednak związane jest przestojem w projektach współfinansowanych ze środków UE. Jakkolwiek inwestycje mogą nie być silną stroną wzrostu PKB w drugim kwartale, tak konsumpcja i produkcja notują silny start i tym samym wskazują na przejściowy charakter spowolnienia w pierwszych trzech miesiącach roku. Podtrzymujemy opinie, że poprawa sytuacji na rynku pracy i wsparcie rządowych programów będzie w kolejnych miesiącach napędzać popyt konsumpcyjny. Przemysł także pozostaje na ścieżce wzrostowej, choć tutaj problemem dla przyspieszenia dynamiki może pozostać niepewna sytuacja u głównych partnerów handlowych (hamulec dla eksportu) oraz problemy niektórych branż (np. górnictwo).



Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa
Źródło: GUS; TMS Brokers



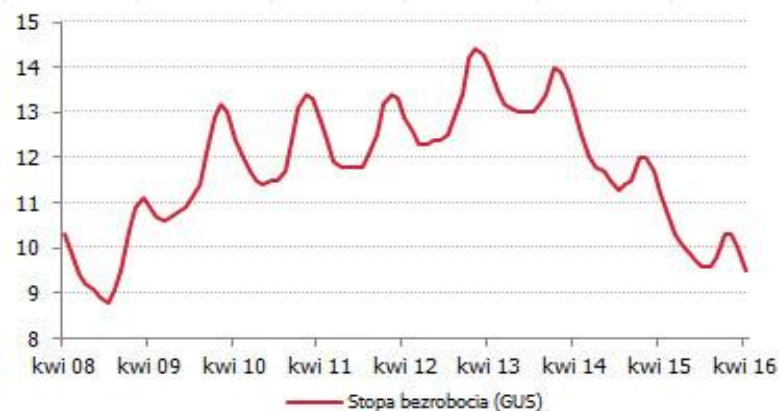
Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

Kontynuacja poprawy warunków na rynku pracy

Kwietniowe dane z rynku pracy potwierdzają kontynuację poprawy warunków. Wzrost wynagrodzeń przyspieszył z 3,3 proc. r/r w marcu do 4,6 proc. Zatrudnienie także rośnie i w kwietniu roczna dynamika sięgnęła 2,8 proc. (poprz. 2,7 proc.). W rezultacie przy deflacji -1,1 proc. realny fundusz płac wzrósł o 8,5 proc. r/r, podkreślając mocne wsparcie dla dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych. Uwzględniając wypłaty z rządowego programu „Rodzina 500+” dane wskazują na podtrzymanie wzrostu konsumpcji i argumentują za oczekiwaniami przyspieszenia dynamiki PKB w kolejnych kwartałach. Spadająca stopa bezrobocia (9,5 proc. w kwietniu) dodatkowo pokazuje, że wolnych rąk do pracy w gospodarce jest coraz mniej, a stąd znalezienie odpowiedniego pracownika będzie wiązało się z koniecznością podwyższania warunków płacowych. Wzrost presji płacowej powinien być dodatkowym czynnikiem wyciągającym inflację powyżej zera.



Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna: pożegnanie prezesa Belki

Ostatnie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej pod wodzą prezesa Marka Belki powinno przynieść kontynuację nastawienia "wait-and-see". Stopa referencyjna powinna pozostać utrzymana na 1,5 proc. przy praktycznie nie zmienionej komunikacji. Naszym zdaniem niezagrożone jest utrzymanie stwierdzenia, że „w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.” Jakkolwiek wzrost gospodarczy za I kwartał wypadł poniżej oczekiwań (3 proc. r/r), dane za kwiecień i maj sugerują, że mieliśmy do czynienia z przejściowym osłabieniem, z którego nie można wnioskować wzrostu zagrożeń dla przyszłej perspektywy. Takiego zdania powinni być też członkowie Rady Polityki Pieniężnej, a przynajmniej wstrzymać się z analizą danych do czasu zapoznania z nowymi prognozami makroekonomicznymi NBP, które będą do dyspozycji Rady na lipcowym posiedzeniu.

Koniec kadencji prezesa Belki także wskazuje na beznamiętne posiedzenie. Jest bardziej prawdopodobne, że Belka będzie unikał istotnych zmian w stanowisku, pozostawiając pole do manewru dla swojego następcy – Adama Glapińskiego. Mimo to nie oczekujemy, aby z Glapińskim u steru Rada miała zmienić kurs. Zakładając przyspieszenie wzrostu gospodarczego pod presją polityki gospodarczej oraz stopniowe odbijanie inflacji, dalej uważamy, że następnym korkiem RPP będzie podwyżka niż obniżka stóp procentowych. Taki ruch przewidujemy jednak dopiero na lipiec 2017 r.

Polityka fiskalna: niski wymiar ary od Moody's

Agencja Moody's zgodnie z naszymi oczekiwaniami utrzymała rating Polski na A2, obniżając jedynie perspektywę ze stabilnej do negatywnej. Analitycy Moody's doceniają silne fundamenty wzrostu polskiej gospodarki, ale mimo to wysyłają sygnał ostrzegawczy. Zaniepokojenie przekładające się na obniżenie perspektyw ratingu wynika z antycypowanego pogorszenia kondycji finansów publicznych. Chodzi zarówno o już dokonane poluzowanie fiskalne, jak również o pozostające w sferze planów rządowe projekty – przede wszystkim obniżenie wieku emerytalnego. Po drugie, Moody's dostrzega zagrożenia dla międzynarodowych inwestorów wynikające z możliwości wprowadzenia przez obecny rząd kolejnych kontrowersyjnych zmian legislacyjnych w przyszłości, także tych związanych z kredytami we frankach.

Decyzja Moody's wydaje się być zdecydowanie rozsądniejsza niż styczniowa radykalna decyzja S&P. Wokół ryzyk jest dużo znaków zapytania. Wiele kwestii jest jeszcze w fazie projektów, których wpływ na gospodarkę w dalszym ciągu nie jest łatwy do dokładnego oszacowania, stąd nie ma twardych podstaw do cięcia ratingu. Jednak wystarczy jeden szkodliwy dla budżetu (lub banków) krok, by Polska straciła rating i przez to w cenach krajowych aktywów będzie obecna dodatkowa premia za ryzyko. Następną agencją, która przeprowadzi rewizję ratingu Polski, będzie Fitch 15 lipca. Oczekujemy utrzymania ratingu na A-, ale z obniżeniem perspektywy do negatywnej.

Rynek walutowy

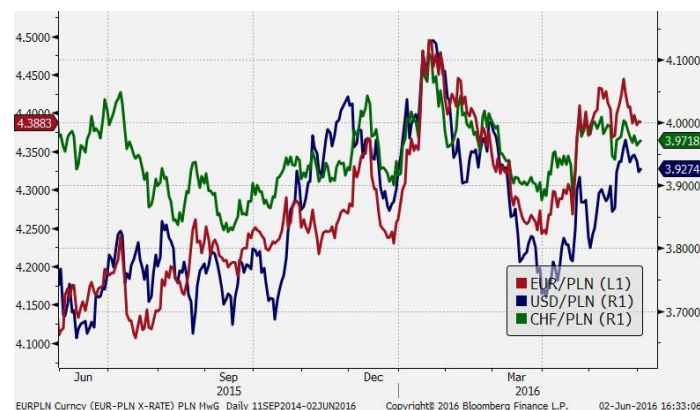
Decyzja agencji Moody's o podtrzymaniu ratingu dla Polski (ale z obniżką perspektywy) była mniej negatywnym scenariuszem niż zakładał rynek, jednak złoty tylko przez pierwsze dwa dni odczuwał efekt ulgi. Dalej presja polityczna wokół sporu rządu z Komisją Europejską o Trybunał Konstytucyjny uderzyła w polskie aktywa. Sądzymy, że w kolejnych tygodniach złoty pozostanie pod wpływem przeciwnie oddziaływujących czynników wewnętrznych. Każdy pozytywny czynnik dla złotego (fundamenty, apetyt na ryzyko, pozytywne oddziaływanie wzmocnienia ekspansji monetarnej ECB) prawdopodobnie będzie równoważony przez podwyższone ryzyko polityczne. Wydarzenia na rynkach zewnętrznych (decyzja FOMC, referendum UE w Wielkiej Brytanii) również będą mieć znaczenie, ale w mniejszym stopniu. Złoty jest zbyt wyprzedany, aby tracić mocniej przy wzroście awersji do ryzyka, a nerwowa sytuacja krajowa będzie go ustawiać na końcu kolejki do zakupu w okresach apetytu na ryzyko.

Nie oczekujemy, aby w krótkim terminie poziomy par złotych uległy wyraźnej zmianie. Zmienność pozostanie podwyższona, co w przypadku EUR/PLN oznacza zahaczanie na przestrzeni miesiąca o 4,32, jak i o 4,43. Oczekujemy, że notowania EUR/CHF pozostaną równie nudne, co ostatnio, ale przy utrzymaniu stopniowej deprecjacji franka. Dolar z kolei szykuje się na podwyżkę Fed (naszym zdaniem w lipcu), ale ma już za sobą większość z dyskontowania ruchu banku centralnego. Na koniec czerwca zakładamy euro po 4,35, franka po 3,94 i dolara po 3,94.

Prognozy kursów złotych na koniec okresu

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2017
EUR/PLN	4.35	4.25	4.25	4.18	4.10
USD/PLN	3.94	3.90	3.94	3.87	3.73
CHF/PLN	3.94	3.83	3.79	3.73	3.45
GBP/PLN	5.69	5.69	5.82	5.73	5.54

Źródło: TMS Brokers



EUR/PLN, USD/PLN, CHF/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****Główny Ekonomista****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Maciej Morawski****Analityk Techniczny****e-mail:**mmo@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”.