

RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Powyborcze perspektywy ekonomiczne Polski

Wygrana Andrzeja Dudy w wyborach prezydenckich wprowadziła sporą dozę nerwowości na rynek polskich aktywów i złotego, gdyż rozbudziła spekulacje o potencjalne konsekwencje obietnic wyborczych prezydenta-elekta (oraz partii, z której się wywodzi) dla budżetu. Fakty są jednak takie, że zagrożenie nadmierną ekspansją fiskalną w najbliższym czasie jest niewielkie.

W trakcie kampanii media prześcigały się w kwotach, ile mogłyby wynieść koszty obietnic wyborczych dla budżetu. Realizacja postulatów obniżenia wieku emerytalnego, podniesienie kwoty wolnej od podatku, dopłaty dla rodzin z dziećmi i przewalutowania kredytów walutowych według różnych szacunków mogło wynieść ok. 50 mld złotych rocznie. Jednakże wprowadzenie zmian do przyszłorocznego budżetu jest bardzo mało prawdopodobne.

Do czasu wyborów parlamentarnych (zaplanowanych na październik) projekty ustaw będą torpedowane w Sejmie przez koalicję rządzącą PO-PSL. Z kolei po wyborach (w przypadku wygranej PiS) zostanie bardzo mało czasu na nowelizację ustawy budżetowej. Według przepisów ustawa budżetowa musi zostać przedstawiona w Sejmie do końca września, a późniejsze prace parlamentarne muszą zostać zakończone w ciągu czterech miesięcy. Dodatkowo po wyborach realny jest wielotygodniowy proces formowania rządu, co opóźni ewentualne działania na rzecz modyfikacji budżetu. Jeśli nowy rząd będzie chciał wprowadzić zmiany w polityce fiskalnej, wpływ będzie odczuwalny dopiero od 2017 r.

Nawet jeśli nowy rząd agresywnie przystąpi do realizacji wyborczych prezydenta-elekta, będzie musiał stawić czoła regule budżetowej, która wprowadza górne ograniczenie dla wydatków budżetowych. Wzrost wydatków rok do roku nie może przekroczyć tempa średniorocznego wzrostu PKB skorygowanego o inflację z uwzględnieniem poprzedniego poziomu deficytu. Naturalnie nowy rząd może przegłosować zmiany w regule wydatkowej, co będzie pierwszym sygnałem zagrożenia dla stabilności finansowej Polski.

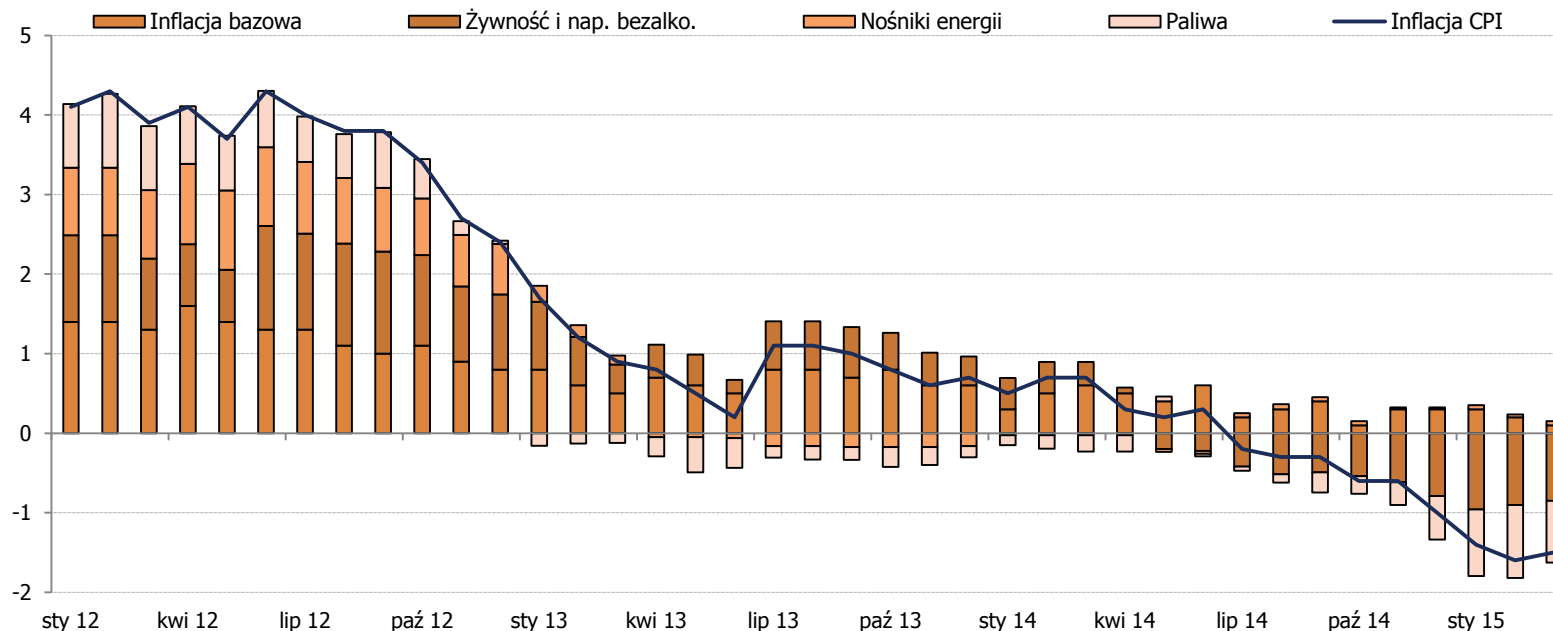
Powyborcze perspektywy ekonomiczne Polski

Mając powyższe na uwadze, bieżący rok może jednak przynieść wzrost wydatków fiskalnych powiązanych z kampanią wyborczą partii koalicyjnych. Jednakże skala potencjalnego poluzowania (z uwzględnieniem reguły wydatkowej oraz dążenia rządu do zdjęcia z Polski przez KE procedury nadmiernego deficytu) nie jest duża i nie powinna przekroczyć 0,5 proc. PKB.

Podsumowując, polityczne tło w krótkim terminie powinno stanowić wsparcie dla perspektyw wzrostu, gdyż rozsądne poluzowanie fiskalne w 2015 r. będzie podbijać dynamikę PKB. W oparciu o powyższe oraz silniejszy wzrost gospodarczy w I kwartale zrewidowaliśmy nasze prognozy na cały 2015 rok z 3,4 proc. do 3,7 proc.

Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Prognoza TMS Brokers	Konsensus	Poprzednia wartość
Decyzja ws. stóp proc. (%)	VI 2015	2015-06-03	1,5	1,5	1,5
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	V 2015	2015-06-12	7,8	7,7	7,2
Inflacja CPI (% r/r)	V 2015	2015-06-15	-0,7	-0,7	-1,1
Saldo rachunku bieżącego (mln EUR)	V 2015	2015-06-15	1132	1268	1938
Inflacja bazowa CPI (% r/r)	V 2015	2015-06-16	0,4	0,5	0,5
Zatrudnienie (% r/r)	V 2015	2015-06-17	1,2	1,1	1,1
Wynagrodzenia (% r/r)	V 2015	2015-05-19	3,6	3,7	3,7
Produkcja przemysłowa (% r/r)	V 2015	2015-06-18	5,8	3,9	2,3
Produkcja bud.-montaż. (% r/r)	V 2015	2015-06-18	7,0	8,5	8,5
Inflacja PPI (% r/r)	V 2015	2015-06-18	-2,1	-2,2	-2,6
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	V 2015	2015-06-18	2,1	1,5	-1,5
Stopa bezrobocia (%)	V 2015	2015-06-24	10,9	10,7	11,2

Wyższe ceny owoców i warzyw podbijają inflację



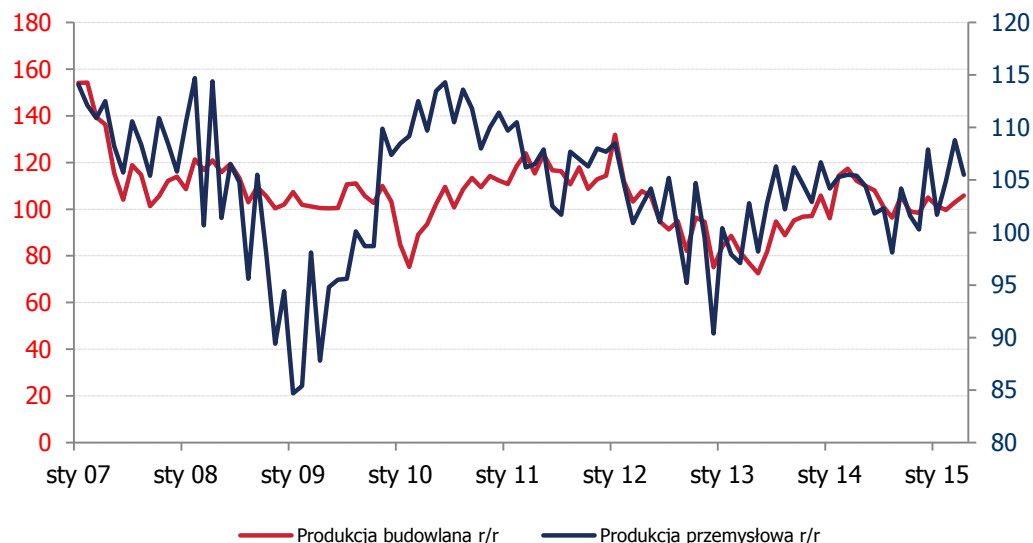
Rys. 1 Dekompozycja inflacji CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

W kwietniu ceny towarów i usług kontynuowały odbicie od dołka, niwelując roczny spadek do -1,1 proc. r/r z -1,5 proc. w marcu. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,4 proc. Za silny wzrost odpowiadało odbicie w cenach paliw oraz wzrost cen żywności, gdzie najmocniej drożały owoce i warzywa. Dane potwierdzają zanikanie wpływu rosyjskiego embarga, a polscy producenci żywności szybko dostosowali się do nowych warunków.

Zakładamy, że w maju ceny konsumenckie wzrosną o 0,2 proc. m/m, co pozwoli wskaźnikowi rocznemu dalsze oddalanie się od dna (do -0,7 proc. r/r). W kolejnych miesiącach efekt niskiej bazy statystycznej będzie coraz mocniej odznaczał się w CPI, a mocniejsze odbicie cen z kwietnia zmusza nas do rewizji prognozy na koniec 2015 roku do 0,9 proc. z 0,7 proc. r/r.

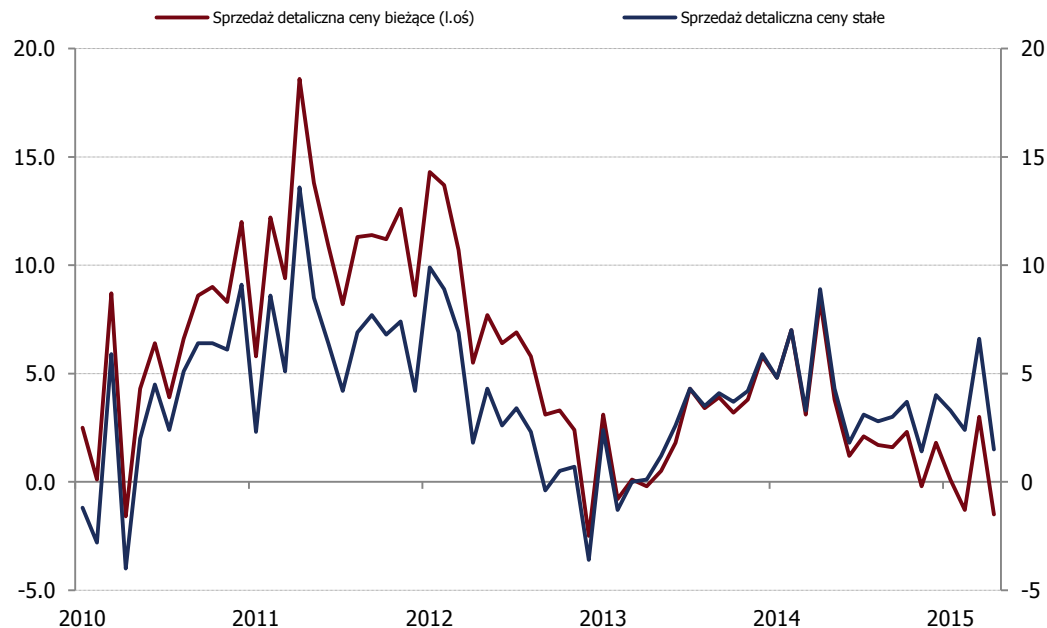
Spokojnie, to tylko efekty kalendarzowe



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

Po bardzo dobrym marcu, w kwietniu produkcja przemysłowa zwolniła. W ujęciu rocznym produkcja wzrosła o 2,3 proc. wobec 8,8 proc. miesiąc wcześniej. Odczyt był bliski naszym oczekiwaniom (2,9 proc.) i daleko od rynkowego konsensusu (5,6 proc.). Wyraźne pogorszenie względem marca powinno być jednak przyjmowane z rezerwą. Na wynik negatywnie odkłada się różnica dni kalendarzowych względem kwietnia 2014 r. 91 dzień mniej), jak również przesunięcie Świat Wielkanocnych, które nie tylko odbiera dni robocze, ale również wiąże się z ograniczeniem aktywności zakładów w dniach okalających okres świąteczny. Posiłkując się wskazaniem indeksów koniunktury w sektorze należy stwierdzić, że kwietniowa słabość jest jedynie zaburzeniem trendu i kolejne miesiące powinny przynieść przyspieszenie dynamiki produkcji. W maju wzrost naszym zdaniem powinien sięgnąć 5,8 proc. r/r.

Poświęteczna słabość



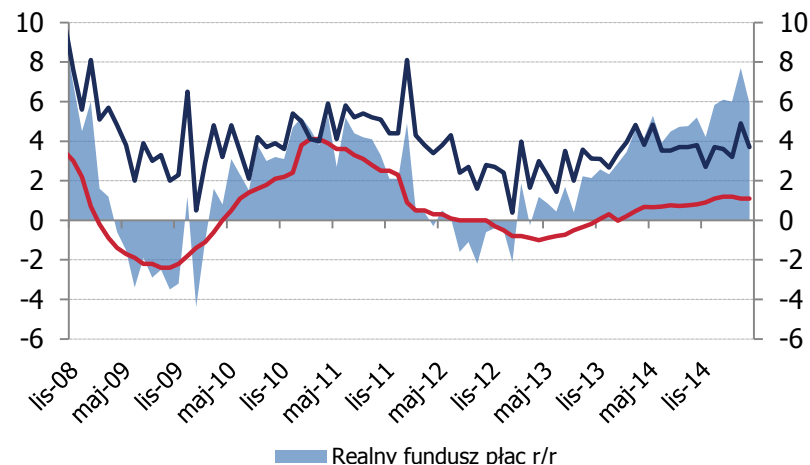
Rys. 3 Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

Poświęteczne wyhamowanie sprzedaży detalicznej okazało się dużo silniejsze niż zakładaliśmy – w kwietniu zamiast wzrostu o 1,9 proc. r/r otrzymaliśmy spadek o 1,5 proc. Wpływ wahań sezonowych potwierdza spadek realnej sprzedaży żywności i napojów (-2,2 proc. r/r, poprz. 14,1 proc.) i w supermarketach. O utrzymującej się solidnej sile konsumpcji świadczy fakt, że, za wyjątkiem żywności i paliw, w pozostałych kategoriach notowane jest utrzymanie dodatniej dynamiki wzrostu sprzedaży. Sugeruje to, że gospodarstwa domowe nie rezygnują z zakupów, a poprawa sytuacji na rynku pracy i niskie ceny zachęcają do wydatkowania. Sądzymy, że kolejny miesiąc przyniesie poprawę we wskaźniku bazowym do 2,1 proc. r/r.

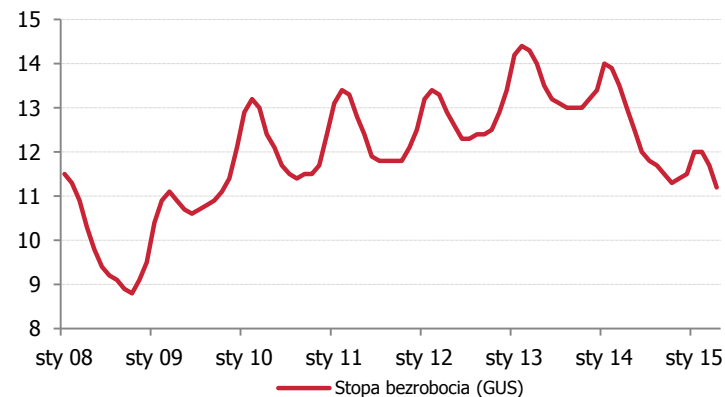
Rynek pracy dalej mocny

W kwietniu dynamika płac powróciła do przeciętnej dynamiki bliskiej 4 proc. r/r, oczyszczając się z wahań wynikających z wypłat premii rocznych w górnictwie. Wynagrodzenia wzrosły o 3,7 proc. r/r i oczekujemy, że maj przyniesie podobny odczyt (3,6 proc. r/r). Realny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw pozostaje mocny na poziomie 6 proc. r/r. Będzie on wspierał wzrost konsumpcji, co wymusi na firmach zwiększenie mocy wytwórczych, a w konsekwencji dalszy przyrost miejsc pracy. Oznaki przyspieszenia inwestycji prywatnych również przemawiają za kontynuowanym wzrostem zatrudnienia. Oczekujemy przyspieszenia dynamiki zatrudnienia do 1,2 proc. r/r z 1,1 proc. w kwietniu.

Stopa bezrobocia rejestrowanego w kwietniu spadła do 11,2 proc. z 11,7 proc. w marcu. W ujęciu rocznym stopa bezrobocia obniżyła się o 1,8 pkt proc., a liczba bezrobotnych spadła o ok. 300 tys. osób do 1,78 mln. Wejście w okres letni będzie sprzyjać dalszemu spadkowi liczby osób bez pracy – w maju spodziewamy się odczytu na poziomie 10,9 proc.



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



Rys. 5 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna

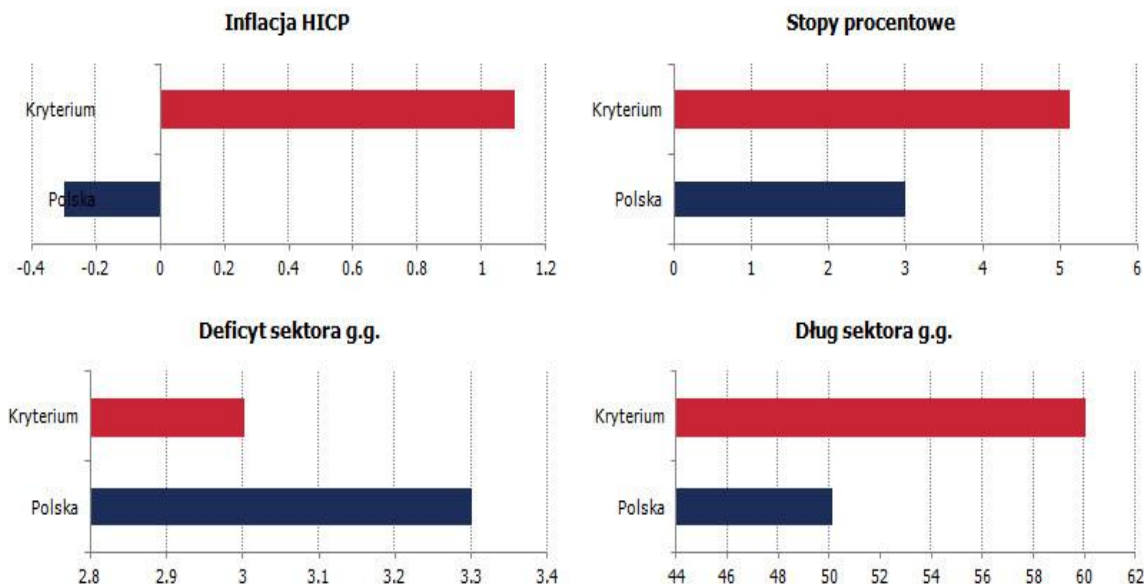
Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej utrzyma stopę referencyjną na poziomie 1,5 proc. zarówno dziś, jak i do końca roku. W ostatnich wypowiedziach członków Rady panowała zgodność, że obecnie nie ma potrzeby zmiany kosztu pieniądza. Część członków (Zielińska-Głębocka, Hausner) stwierdzili nawet, że taka potrzeba nie zaistnieje również w pierwszej połowie 2016 r.

Ostatnie słabsze dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej są silnie obciążone wahaniami sezonowymi (przesunięcie Świąt Wielkanocnych) i nie oddają pełnego obrazu ożywienia gospodarczego. Bazowy trend PKB pozostaje solidny, a inflacja odbija od dna, co powstrzymuje Radę przed interwencją. Komunikat po posiedzeniu powinien być zbliżony treścią do tego z poprzedniego miesiąca sugerujący, że tylko gwałtowne pogorszenie perspektyw wzrostu może skłonić Radę do powrotu do zacieśniania.

Naszym zdaniem wyniki wyborów prezydenckich powinny mieć neutralny wpływ na politykę monetarną. Ponieważ potencjalne powiększenie wydatków finalnych (bazując na obietnicach wyborczych prezydenta-elekta) nie zostanie zaimplementowane do przyszłorocznego budżetu, dostosowanie polityki monetarnej do ekspansji fiskalnej nie jest pilną sprawą. Rada może jednak zwrócić uwagę na potencjalny wzrost zmienności na rynku złotego w związku ze wzrostem ryzyka politycznego przed wyborami parlamentarnymi.

Polityka fiskalna

Podwyższona zmienność na rynkach finansowych w ostatnich tygodniach skłoniła Ministerstwo Finansów do ograniczenia podaży obligacji w czerwcu. Jednakże biorąc pod uwagę, że MF sfinansowało już 70 proc. tegorocznych potrzeb pożyczkowych, wypłacalność Polski nie jest zagrożona. Jak pisaliśmy w poprzednich raportach, resort popisał się strategicznym wykorzystaniem niskich rynkowych stóp procentowych na początku roku, kiedy rynek długu wyceniał głębokie luzowanie monetarne RPP. Zwiększona podaż obligacji w tamtym okresie pozwoliła Ministerstwu zagwarantować poduszkę finansową przy jednoczesnym plasowaniu papierów po atrakcyjnej cenie. Podwyższona zmienność na rynkach finansowych nie wpływa istotnie na zmianę zainteresowania inwestorów zagranicznych polskimi obligacjami skarbowymi. Odpływ papierów z funduszy inwestycyjnych i ubezpieczeniowych spotyka się z popytem ze strony banków centralnych i komercyjnych.



Rys. 6 Kryteria konwergencji z Maastricht, Źródło: MF, TMS Brokers

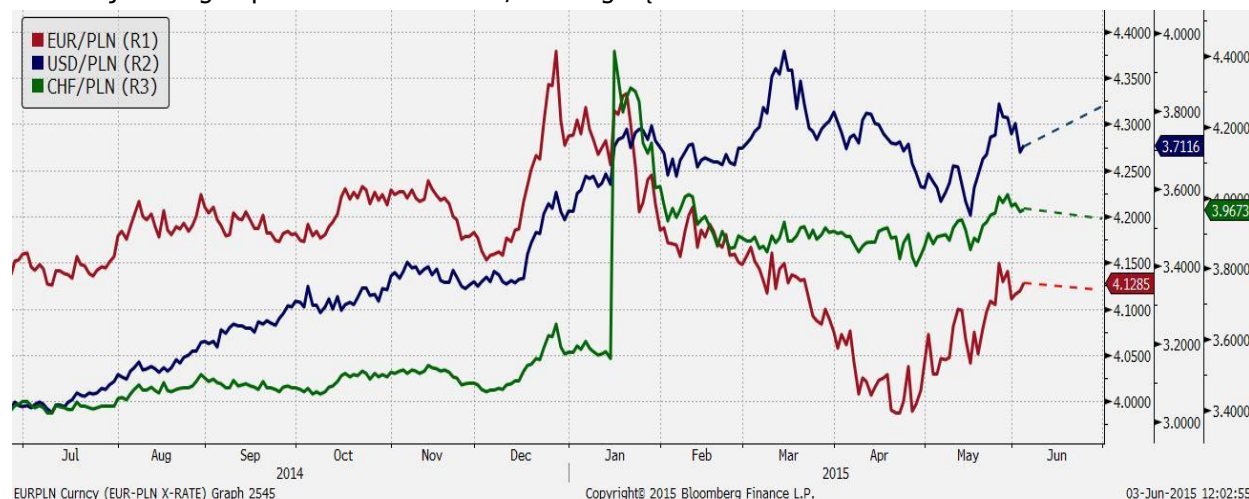
Kryteria konwergencji nominalnej to:

- 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 odpowiednio 3 i 60 proc. PKB a kurs walutowy musi przez 2 lata być w ERM II

Rynek walutowy

Na koniec czerwca przewidujemy EUR/PLN na poziomie 4,12 przy kontynuacji wzrostów USD/PLN do 3,81 oraz umocnieniu złotego do 3,94 za franka szwajcarskiego. Uważamy, że wraz z poprawą danych makro z USA, na rynku ożywią się spekulacje odnośnie startu podwyżek Fed już we wrześniu, co będzie negatywnie oddziaływać na złotego i pozostałe waluty rynków wschodzących. Efekt ten będzie się częściowo zniósł z pozytywnym wpływem programu skupu aktywów ECB, jednak finalnie „strach przed Fed” będzie silniejszy. Przy zakończonym cyklu obniżek RPP pole do dalszego wzrostu cen polskich obligacji jest ograniczone i z tego powodu napływ zagranicznego kapitału na polski rynek długu powinien słabnąć, oferując mniejszy popyt na złotego.

Podkreślenie determinacji Europejskiego Banku Centralnego do kontynuacji programu skupu aktywów będzie miało istotniejsze implikacje dla wartości euro niż zakładane zakończenie negocjacji na linii Grecja-troika. Przy powrocie zaufania inwestorów do dolara, EUR/USD będzie systematycznie kierował się na niższe poziomy. Jednocześnie złagodzenie obaw o bankructwo Grecji powinno zahamować napływ kapitału do bezpiecznego franka szwajcarskiego i pomóc w odbiciu EUR/CHF w górę.



Rys. 7 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****Strateg Walutowy****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Błażej Kiermasz****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”.