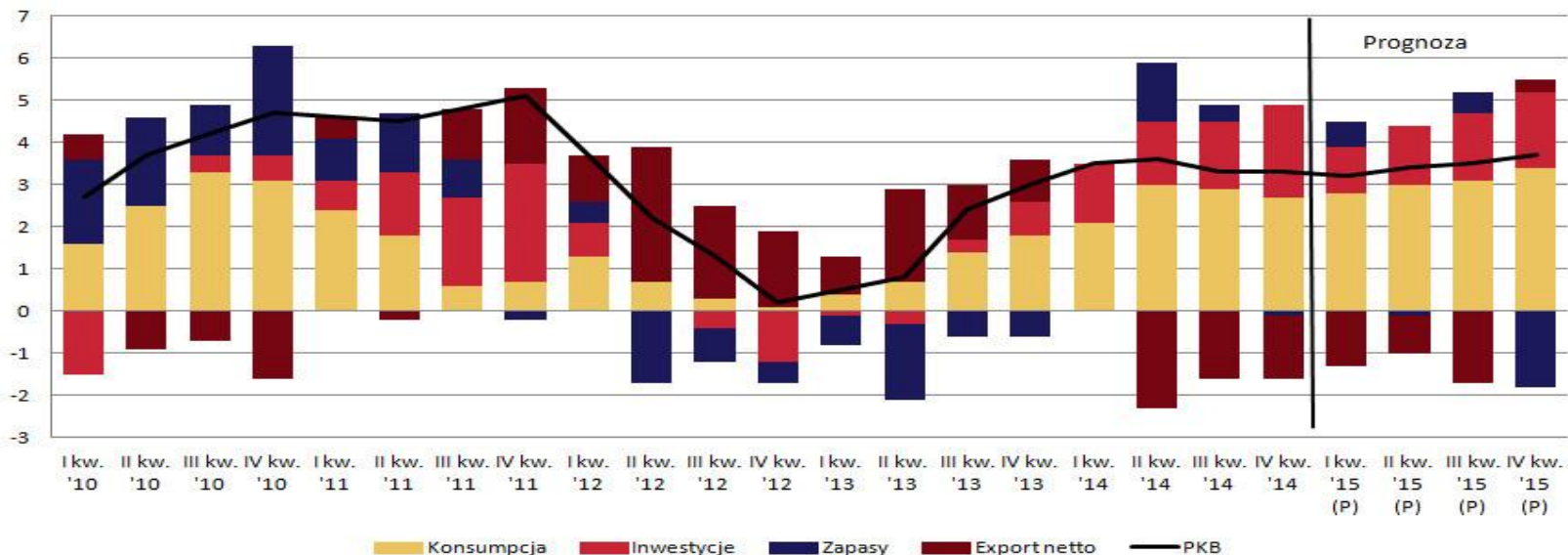


RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Ożywienie na dobrej drodze



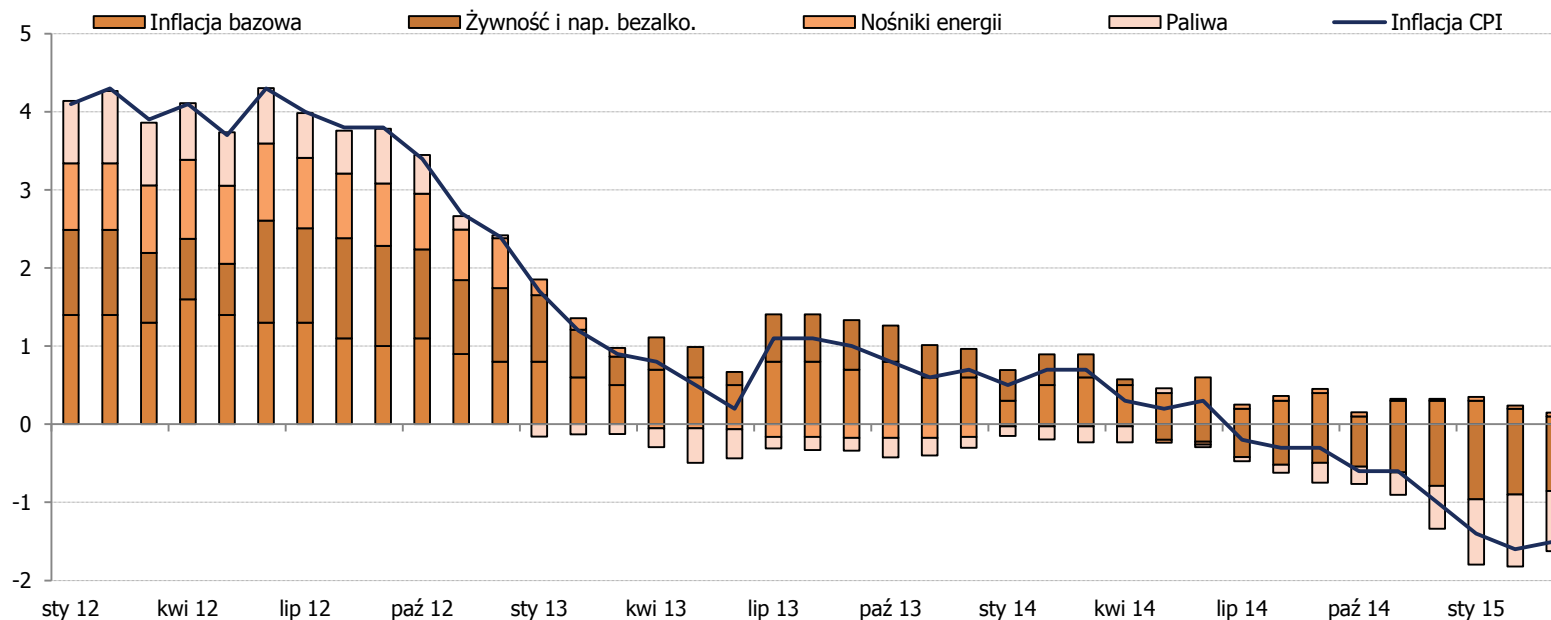
Rys. 1 PKB i jego komponenty

Źródło: GUS; TMS Brokers

Początek 2015 r. pokazuje, że polska gospodarka nie uległa problemom, jakie się przed nią rysowały na przełomie roku, i mierzy w podtrzymanie wysokiego wzrostu. Comiesięczne dane z rynku pracy, detalu, produkcji i handlu zagranicznego sugerują, że w Polsce drzemie potencjał do stopniowego rozpędzania z kwartału na kwartał. Największe zagrożenie w postaci ujemnej dynamiki cen nie przekłada się na wstrzymywanie zakupów przez gospodarstwa domowe. Przy rosnącym zatrudnieniu i płacach dochód rozporządzalny w coraz większym stopniu jest kierowany na konsumpcję, co w dalszym kroku skłania firmy do zwiększania produkcji i inwestycji. Rekordowo niskie stopy procentowe NBP (bez perspektyw ich szybkiego podwyższenia) nie stanowią bariery przy pozyskiwaniu kapitału na rozwój. Również poprawa koniunktury w strefie euro sprzyja wzrostowi zamówień eksportowych. Oczekujemy, że choć dynamika w pierwszym kwartale mogła zwolnić do 3,2 proc. r/r z 3,3 proc. w czwartym kwartale 2014 r., to tempo będzie systematycznie przyspieszać, by w całym 2015 r. wynieść 3,5 proc.

Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Prognoza TMS Brokers	Konsensus	Poprzednia wartość
Decyzja ws. stóp proc. (%)	V 2015	2015-05-06	1,5	1,5	1,5
Inflacja CPI (% r/r)	IV 2015	2015-05-14	-1,3	-1,2	-1,5
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	IV 2015	2015-05-14	8,4	8,5	8,8
Saldo rachunku bieżącego (mln EUR)	III 2015	2015-05-15	139	1052	116
Inflacja bazowa CPI (% r/r)	IV 2015	2015-05-15	0,1	0,2	0,1
Zatrudnienie (% r/r)	IV 2015	2015-05-19	1,2	1,1	1,1
Wynagrodzenia (% r/r)	IV 2015	2015-05-19	2,8	3,9	4,9
Produkcja przemysłowa (% r/r)	IV 2015	2015-05-20	2,9	5,6	8,8
Produkcja bud.-montaż. (% r/r)	IV 2015	2015-05-20	2,2	5,9	2,9
Inflacja PPI (% r/r)	IV 2015	2015-05-20	-2,0	-2,3	-2,4
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	IV 2015	2015-05-20	1,9	1,0	3,0
Stopa bezrobocia (%)	IV 2015	2015-05-26	11,5	11,2	11,7
PKB (% r/r)	I kw. 2015	2015-05-29	3,2	3,4	3,3

Inflacja odbija od dna



Rys. 2 Dekompozycja inflacji CPI
Źródło: GUS; TMS Brokers

W marcu ceny towarów i usług konsumpcyjnych pierwszy raz od listopada 2014 r. wzrosły w ujęciu miesięcznym (0,2 proc.). W ujęciu rocznym ceny spadły o 1,5 proc. wobec -1,6 proc. w lutym. Za odbicie odpowiadał wzrost cen paliw, który przełożył się na wzrost cen w kategorii „Transport” o 1,9 proc. m/m. Silnie wzrosły też ceny odzieży i obuwni (0,8 proc.), natomiast spadki dominowały w kategorii „Żywność” (-0,1 proc.) oraz „Rekreacja i kultura” (-0,2 proc.).

Zakładamy, że kwiecień również przyniesie wzrost cen o 0,2 proc. m/m, co pozwoli wskaźnikowi rocznemu dalsze oddalanie się od dna (do -1,3 proc. r/r). W kolejnych miesiącach efekt niskiej bazy statystycznej będzie coraz mocniej odznaczał się w CPI i podtrzymujemy naszą prognozę 0,7 proc. r/r na koniec 2015 r.

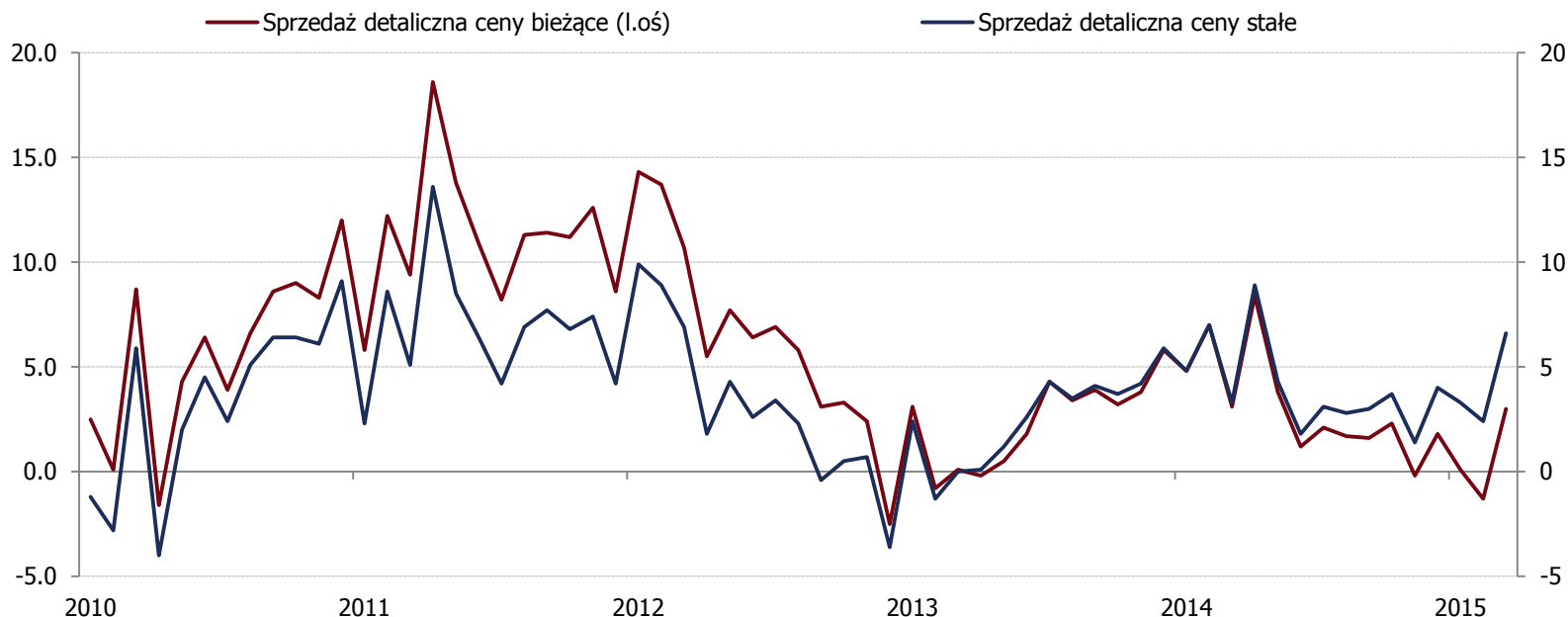
Coraz lepsza postawa krajowego przemysłu



Rys. 3 Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa
Źródło: GUS, TMS Brokers

Marzec był kolejnym miesiącem poprawy w polskim przemyśle. Produkcja wzrosła o 8,8 proc. r/r przy prognozie 7,2 proc. i po 4,9 proc. w lutym. Miesięczna dynamika wyniosła 13,4 proc., za co odpowiadał silny wzrost przetwórstwa przemysłowego (14,4 proc. m/m), do którego dołączyło górnictwo (+32,4 proc.) odrabiające spadek z lutego. Różnica dni roboczych (o 2 dni więcej niż w lutym i o 1 więcej niż w marcu 2014 r.) miała swoje pozytywne przełożenie na wynik, jednak nie powinna przesłaniać wniosków, że kondycja polskiego przemysłu jest coraz lepsza. Tendencja ta powinna być utrzymana w kolejnych miesiącach dzięki pozytywnym zmianom u naszych głównych partnerów handlowych (Niemcy), jak również ze względu na poprawę po stronie popytu wewnętrznego. W kwietniu prognozujemy spowolnienie produkcji do 2,9 proc. r/r przede wszystkim za sprawą mniejszej liczby dni roboczych (Wielkanoc, odbiór dnia wolnego za 3 maja).

Święta, święta i po świętach



Rys. 4 Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

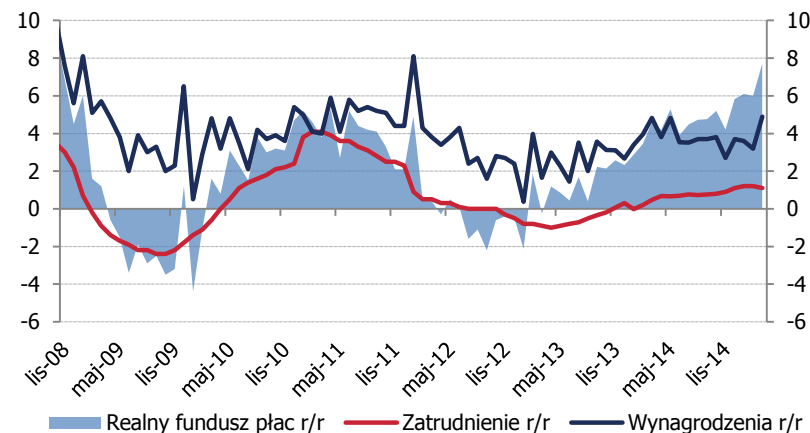
Silne odbicie sprzedaży detalicznej względem lutego (+17,4 proc. m/m) to przede wszystkim skutek przesunięcia Świąt Wielkanocnych i skumulowanie zakupów w marcu, zamiast w kwietniu. Więcej informacji o stanie popytu gospodarstw domowych niosą ze sobą dane o zamówieniach na dobra trwałego użytku, a tutaj odnotowano solidny wzrost o 10 proc. r/r. Kategoria ta sugeruje, że gospodarstwa domowe czują się coraz pewniej i decydują się na zakupy ponad dobra podstawowe. Jest to dobry prognostyk dla siły popytu konsumpcyjnego w kolejnych miesiącach gwarantujący silny wzrost PKB w całym 2015 roku.

Efekt przesunięcia Świąt Wielkanocnych będzie teraz negatywnie oddziaływał na wskaźniki sprzedaży detalicznej i w kwietniu prognozujemy wyhamowanie dynamiki rocznej do 1,9 proc. z 3 proc.

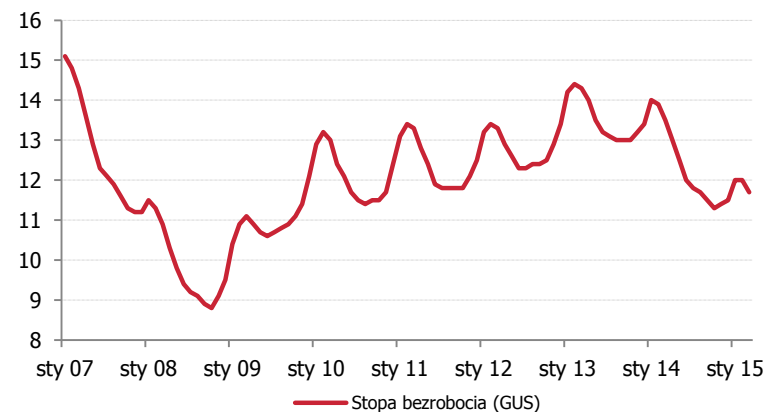
Rynek pracy dalej mocny

Marzec zaskoczył siłą dynamiki wynagrodzeń, która wyniosła 4,9 proc. r/r (prog. 3,4 proc.) i była najwyższa od stycznia 2012 r. Silny odczyt mógł być związany z częściową wypłat premii w górnictwie (przesunięcie 14 pensji z lutego na marzec). Razem z dodatnią dynamiką zatrudnienia (1,1 proc. r/r) dane świadczą o kontynuowanej poprawie sytuacji na rynku pracy. Co więcej, zestawiając dane z deflacyjnym otoczeniem, wzrost realnego funduszu płac sięga 7,7 proc. i jest najsilniejszy od siedmiu lat. Będzie on wspierał wzrost konsumpcji, co wymusi na firmach zwiększenie mocy wytwórczych, a w konsekwencji dalszy przyrost miejsc pracy. W kwietniu spodziewamy się „znormalnienia” dynamiki płac do 2,8 proc. r/r przy przyspieszeniu dynamiki płac do 1,2 proc.

Stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu spadła do 11,7 proc. z 12 proc. w lutym, mocniej od naszych oczekiwań 11,8 proc. Aktywizacja bezrobotnych przez MPiPS oraz potrzeby sektora produkcyjnego przemawiają za kontynuacją spadku bezrobocia – w kwietniu do 11,5 proc.



Rys. 5 Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



Rys. 6 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

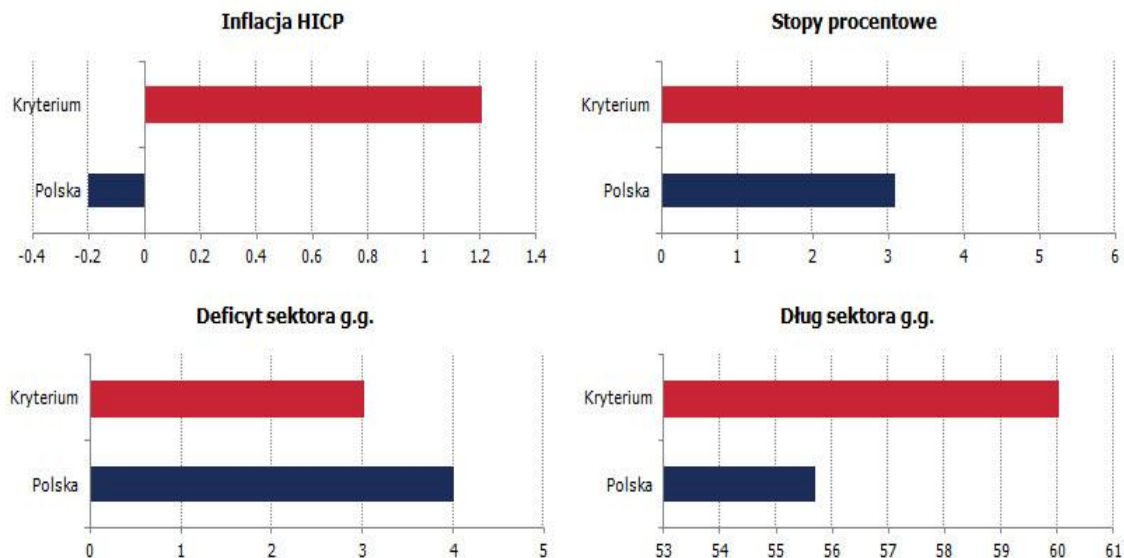
Polityka pieniężna

Po majowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej oczekujemy utrzymania głównej stopy procentowej na poziomie 1,50 proc. Rada wielokrotnie podkreśliła koniec cyklu obniżek, a w komunikacie miesiąc temu wskazała, że tylko gwałtowne zahamowanie ożywienia gospodarczego może zmusić RPP do cięcia. Tymczasem dane publikowane w ostatnich tygodniach wskazują na kontynuację silnego wzrostu polskiej gospodarki.

Członkowie Rady nie wyrażają obaw o stosunkowo silnego złotego. W opinii zarówno jastrzębi, jak i gołębi, na ten moment wahania kursu złotego nie stanowią warunku wystarczającego dla zmiany nastawienia w polityce pieniężnej. W naszej ocenie zejście EUR/PLN poniżej 3,95 wpierw może się spotkać z interwencją werbalną ze strony RPP, natomiast to wciąż za mało, aby zmusić Radę do zmiany parametrów polityki monetarnej. Pozostajemy przy zdaniu, że stopy procentowe w Polsce nie ulegną zmianie do drugiego kwartału 2016 r. w obliczu prognozowanego stopniowego wzrostu inflacji i przyspieszającego wzrostu gospodarczego.

Polityka fiskalna

Według ostatecznych szacunków GUS deficyt sektora rządowego i samorządowego (tzw. general government deficit) wyniósł 3,2% PKB na koniec 2014 r. wobec 4,0% PKB rok wcześniej. Według ministra finansów Mateusza Szczurka po potrąceniu kosztów reformy emerytalnej realny deficyt spadł poniżej 3 proc. PKB, co oznacza, że jeszcze w tym roku Polska może zwrócić się do Komisji Europejskiej o wyłączenie spod procedury nadmiernego deficytu. Do tej pory rząd zapowiadał, że zdjęcie tej procedury będzie możliwe w 2016 r. - na bazie danych o deficycie za 2015 r. Nieoficjalnie mówi się, że choć decyzja jest w rękach Komisji Europejskiej i Rady Ecofin (ministrów finansów UE), jest duża szansa na to, że procedura zostanie zdjęta. Zdjęcie procedury może stanowić pozytywny sygnał dla agencji ratingowych, które mogą zmienić ocenę wiarygodności kredytowej kraju.



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

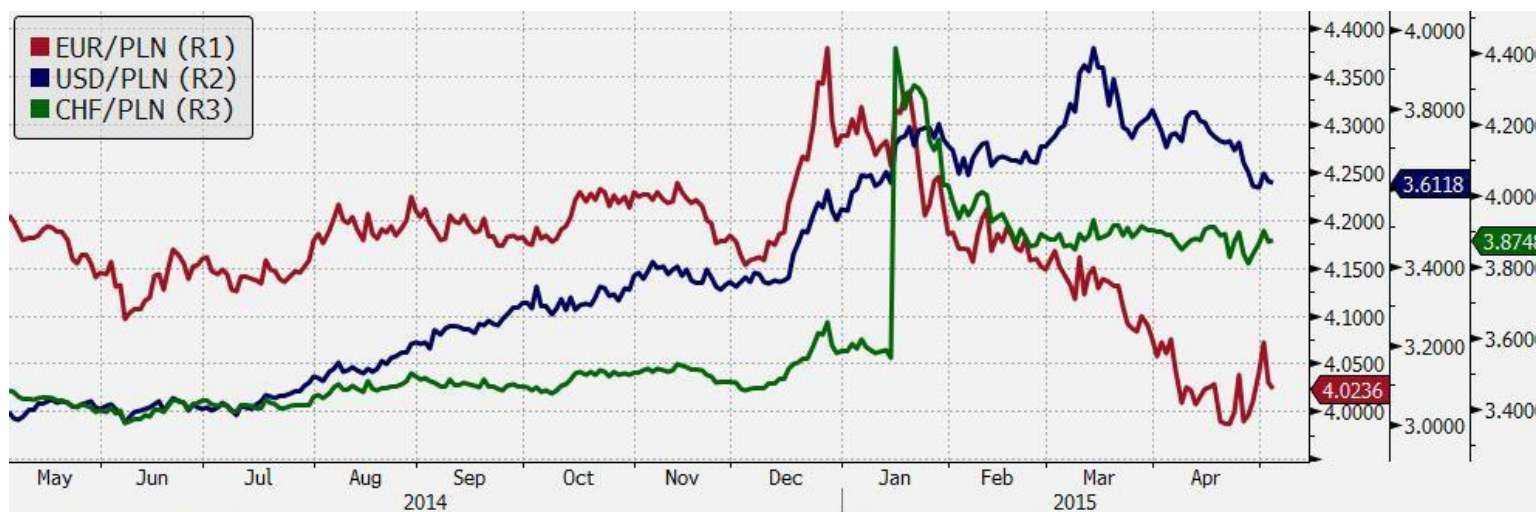
Kryteria konwergencji nominalnej to:

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

Rynek walutowy

W maju oczekujemy stabilizacji złotego względem euro i franka szwajcarskiego przy wyraźnych wzrostach kursu USD/PLN. Naszym zdaniem potencjał do umocnienia złotego się wyczerpał, a siłę waluty zagraża korekta rozwijająca się na europejskich giełdach i rynku obligacji. Spadki indeksów giełdowych i wzrost rentowności długu sygnalizuje spadek obaw o spiralę deflacyjną w Europie i osłabia przepływy kapitału z rynków rozwiniętych w kierunku bardziej ryzykownych, m.in. do Polski. Jakkolwiek czynniki krajowe pozostają wspierające dla złotego, tak w krótkim terminie mogą się znosić ze spadkiem zainteresowania rynkami wschodzącymi.

Sądzymy, że bardziej wyraźny wzrost popytu na USD względem EUR będzie wpływał na wzrost kursu USD/PLN. W naszej ocenie rynek zbyt daleko odsunął termin pierwszej podwyżki stóp procentowych przez Fed (rynek stopy procentowej wycenia podwyżkę we wrześniu na mniej niż 50 proc.). W rezultacie kilka dobrych odczytów makroekonomicznych z USA pozwoli dolarowi odzyskać nieco sił. Należy jednak zdawać sobie sprawę, że inwestorzy będą nerwowo reagować na kolejne odczyty, co będzie rodzić sporą chimeryczność notowań.



Rys. 8 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”.