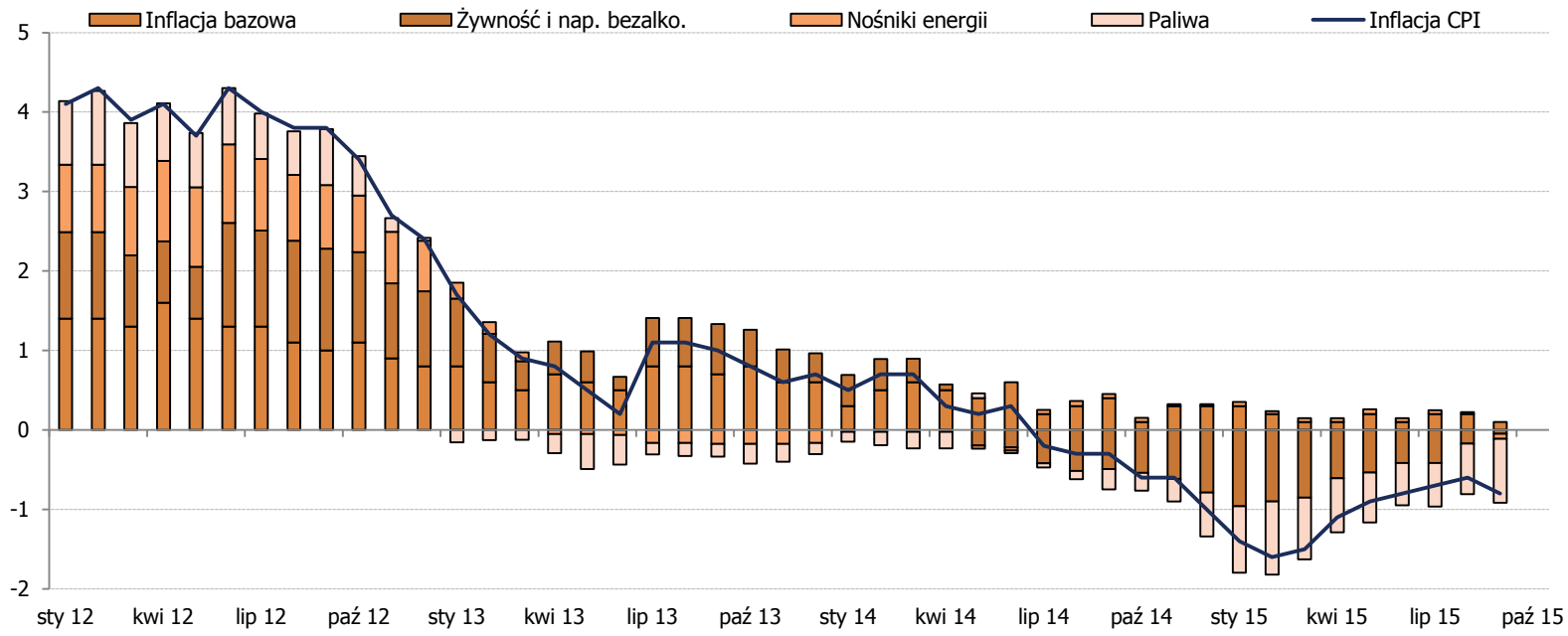
TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE

Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Prognoza TMS Brokers	Konsensus	Poprzednia wartość
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	XI 2015	2015-12-14	9,3	9,3	9,2
Saldo rachunku bieżącego (mln EUR)	X 2015	2015-12-14	-510	-605	-959
Inflacja CPI (% r/r) – fin.	XI 2015	2015-12-15	-0,4	-0,5	-0,7
Inflacja bazowa CPI (% r/r)	XI 2015	2015-12-16	0,3	0,3	0,3
Zatrudnienie (% r/r)	XI 2015	2015-12-16	1,2	1,1	1,1
Wynagrodzenia (% r/r)	XI 2015	2015-12-16	4,6	3,9	3,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	XI 2015	2015-12-17	3,1	5,8	2,4
Produkcja bud.-montaż. (% r/r)	XI 2015	2015-12-17	-3,9	-3,8	-5,2
Inflacja PPI (% r/r)	XI 2015	2015-12-17	-2,1	-2,0	-2,3
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	XI 2015	2015-12-17	3,4	2,2	0,8
Stopa bezrobocia (%)	XI 2015	2015-12-23	9,8	9,7	9,6
Inflacja CPI (% r/r) – wst.	XII 2015	2015-12-31	0,0		

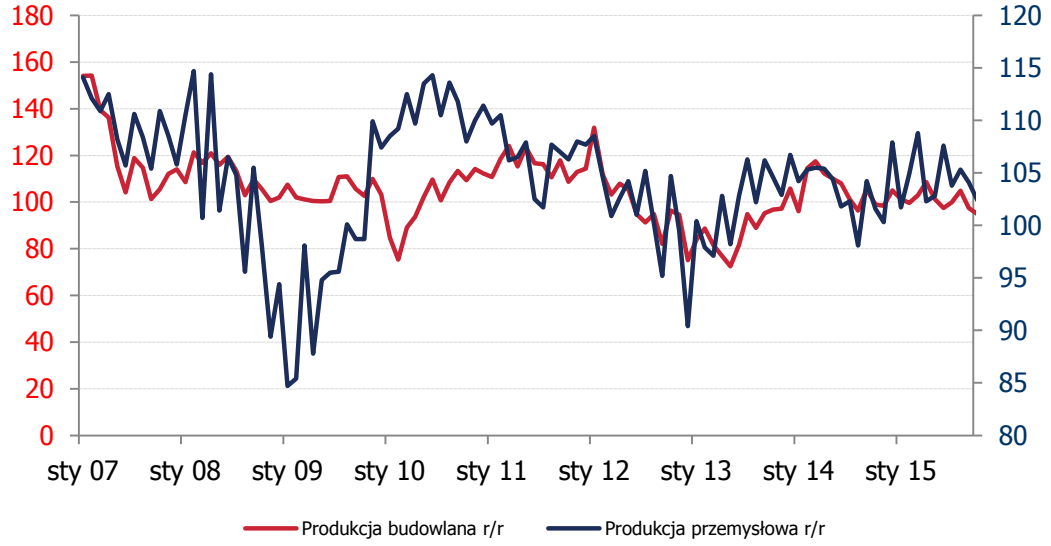
Stopniowe wygasanie efektu bazy



Rys. 1 Dekompozycja inflacji CPI
Źródło: GUS; TMS Brokers

Ostateczny szacunek inflacji konsumenckiej za październik został skorygowany w górę do -0,7 proc. r/r (wstępnie -0,8 proc.). Szczegóły odczytu wskazały, że wzrost cen żywności nabiera tempa, ale wciąż jest hamowany przez negatywne oddziaływanie spadków cen paliw. Ceny żywności wzrosły o 0,4 proc. m/m, a w skali roku wzrost sięgnął 0,5 proc., pierwszy raz w tym roku osiągając dodatnią wartość. Pogłębiły się za to spadki cen w kategorii Transport (-10,4 proc. r/r), na co przede wszystkim ma wpływ spadek cen paliw (-16,4 proc.). Jednakże w temacie inflacji bazowej zanotowany został wzrost (0,3 proc. r/r, poprz. 0,2 proc.), co sugeruje powolne pojawianie się presji inflacyjnej. W kolejnych miesiącach dodatkowo powinien pozytywnie nakładać się efekt bazy, gdyż z porównania rocznego będą odchodzić wyższe ceny paliw (gwałtowny spadek cen ropy naftowej przypadał na okres listopad-grudzień 2014 r.). Pierwsze symptomy poprawy już widać - według wstępnego szacunku za listopad CPI wzrósł do -0,5 proc. r/r. Przewidujemy, że w grudniu inflacja powinna już być zerowa.

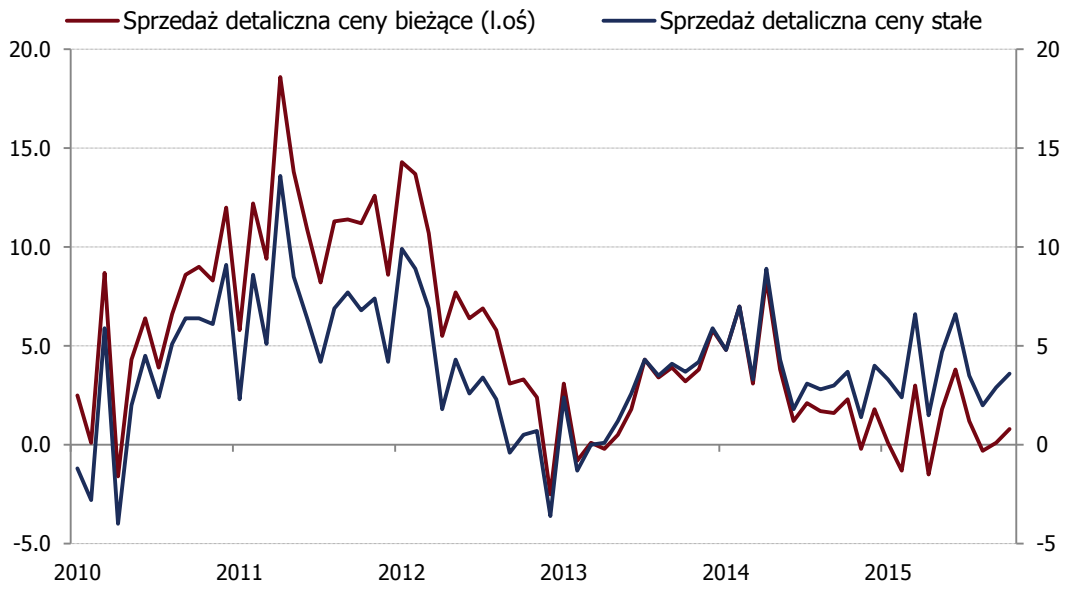
Przemysł w trendzie wzrostowym, budowlanka słabiej



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

Produkcja przemysłowa w październiku zgonie z naszymi oczekiwaniami wzrosła o 2,4 proc. r/r, niedaleko od rynkowego konsensusu (2,5 proc.). Spowolnienie względem września (4,1 proc.) związane było z niekorzystną relacja dni roboczych. Wyrównany sezonowo wzrost produkcji wskazuje na poprawę (4,7 proc. vs 4,4 proc.), podkreślając podtrzymanie trendu wzrostowego. Pewnym zaskoczeniem był silny spadek produkcji budowlano-montażowej (-5,2 proc.) pomimo korzystnych warunków atmosferycznych panujących w październiku. Oczekujemy, że listopad przyniesie poprawę wskaźników do 3,1 proc. r/r w przypadku przemysłu i -3,9 proc. dla budowlanki.

Silne oznaki przebudzenia popytu

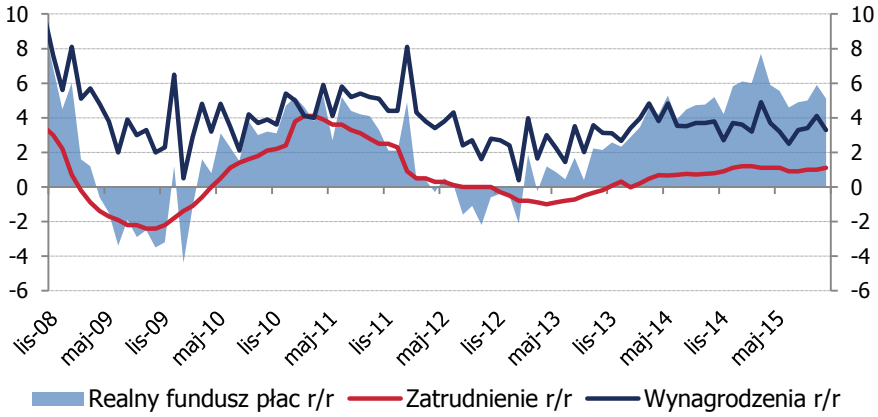


Rys. 3 Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

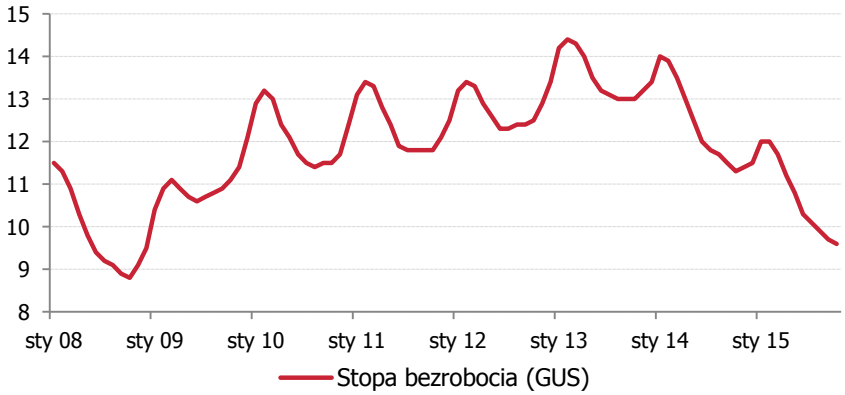
W październiku sprzedaż detaliczna w końcu pozytywnie zaskoczyła rynek (5 proc. m/m, konsensus. 4,4 proc.). My osobiście liczyliśmy na więcej (6,5 proc.), ale w danych znajdujemy potwierdzenie naszej wcześniejszej tezy, że w gospodarstwach domowych drzemie spory potencjał zakupowy. Możliwe jednak, że ucieka on w te segmenty gospodarki, których statystyki GUS nie pokrywają dokładnie (np. sprzedaż internetowa). Jednakże okres przedświąteczny powinien podsycać skłonność do wydawania pieniędzy przez Polaków i mocniej odbijać się po wynikach sprzedaży bezpośredniej. W listopadzie zakładamy przyspieszenie sprzedaży detalicznej do 3,4 proc. r/r z 0,8 proc., choć dynamika miesięczne raczej będzie ujemna (-5,8 proc.) w związku z niekorzystnym układem dni roboczych.

Rynek pracy dalej mocny

W październiku tempo zatrudnienia wbrew oczekiwaniom przyspieszyło do 1,1 proc. r/r (prog. 1 proc.), sugerując że w gospodarce wciąż są możliwości na zwiększenie zatrudnienia. Silniejszy popyt na pracę ze strony przedsiębiorstw implikuje optymistyczne oczekiwania pracodawców na przyszłość, wspierając wysokie prognozy dla wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Pozytywny obraz zakłócają nieco słabsze dane na temat wynagrodzeń (3,3 proc. r/r, poprz. 4,1 proc.), choć po jednym odczycie trudno wyciągać solidniejsze wnioski. Podtrzymanie wyższego tempa zatrudnienia będzie nasilać wyczerpywanie wykwalifikowanej siły roboczej, co finalnie będzie wzmagać presję płacową. Oba elementy pozytywnie przekładają się na konsumpcję prywatną, która naszym zdaniem będzie motorem wzrostu gospodarki na koniec 2015 r. i przez cały 2016 r.



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



Rys. 5 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna

Grudniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej przyniosło zgodną z oczekiwaniami decyzję o utrzymaniu stopy referencyjnej na 1,50 proc. ósme posiedzenie z rzędu. W komunikacie po posiedzeniu RPP stwierdziła, że obecny poziom stóp procentowych pomaga utrzymać polską gospodarkę w równowadze. Rada dalej widzi stopniowy wzrost cen w kolejnych kwartałach, choć zauważa, że stopniowe spowolnienie gospodarek rozwijających się stanowi zagrożenie dla powrotu CPI do celu. Na konferencji prasowej prezes Belka powtórzył, że w jego ocenie kolejne obniżki stóp procentowych nie są potrzebne, choć jeśli nawet wystąpią, to „tragedii nie będzie".

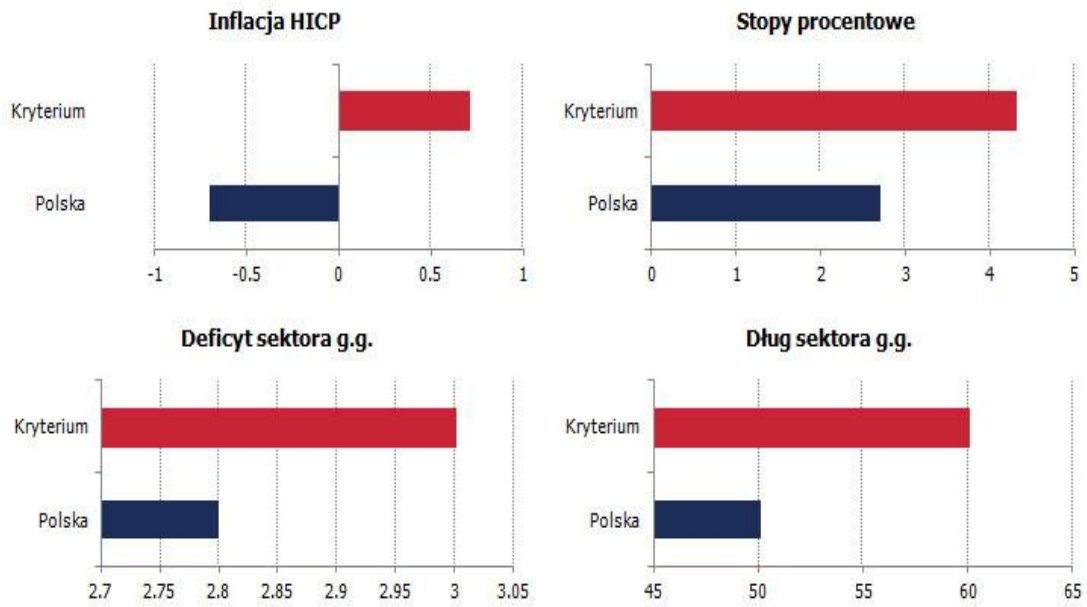
Podzielamy zdanie prezesa (w kwestii braku konieczności obniżek), jednakże niepomijalny jest fakt, że w przyszłym roku Bela będzie w mniejszości, gdyż w okresie 10 stycznia – 19 lutego wygasają kadencje ośmiu członków RPP. Na wszystkie nominacje główny wpływ będzie mieć Prawo i Sprawiedliwość, którego politycy jasno mówią, że kandydaci do RPP będą dobierani pod kątem skłonności do dalszych obniżek. Już na posiedzeniu 2-3 lutego obecnych będzie pięciu nowych członków, co stwarza ryzyko powrotu do obniżek stóp procentowych już wtedy. Jednakże póki nie poznamy kandydatów do Rady i ich poglądów, staramy się opierać na fundamentalnych uzasadnieniach dla ścieżki polityki monetarnej i nie zakładamy w prognozach redukcji stopy referencyjnej. Zakładamy stabilne stopy proc. do czwartego kwartału 2016 r., kiedy prognozujemy pierwszą podwyżkę o 25 pb, gdyż silny wzrost gospodarczy i wygasanie szoków podażowych będzie argumentować za normalizacją polityki pieniężnej. Mimo to widzimy ryzyko dla naszej prognozy w postaci cięcie o 25 pb na marcowym posiedzeniu (po pełnej wymianie członków RPP).

	Zakończenie kadencji	Organ powołujący
Andrzej Bratkowski	10 stycznia 2016	Sejm
Elżbieta Chojna-Duch	10 stycznia 2016	Sejm
Jerzy Hausner	24 stycznia 2016	Senat
Andrzej Rzońca	24 stycznia 2016	Senat
Jan Winiecki	24 stycznia 2016	Senat
Anna Zielińska-Głębocka	9 lutego 2016	Sejm
Adam Glapiński	19 lutego 2016	Prezydent
Andrzej Kaźmierczak	19 lutego 2016	Prezydent
Jerzy Osiatyński	20 grudnia 2019	Prezydent

Tabela 2. Terminy zakończenia kadencji członków RPP.
Źródło: NBP, TMS Brokers

Polityka fiskalna

Ministerstwo Finansów poinformowało, że zamierza zmodyfikować regułę wydatkową, gdzie parametr faktycznej inflacji (dla określenia limitu wydatków) zostanie zastąpiony przez cel inflacyjny NBP. W opinii resortu zmiana to umożliwi większą elastyczność dla procesu wdrażania reform w niektórych obszarach gospodarki, jak również usprawni kooperację z bankiem centralnym w kwestii polityki fiskalnej. Minister finansów Paweł Szałamacha zapewniał jednocześnie, że zmiany w regule wydatkowej nie doprowadzą do wzrostu wydatków z ryzykiem przekroczenia limitu dla deficytu budżetowego na poziomie 3 proc. PKB. Naszym zdaniem ryzyko przekroczenia limitu i nałożenia na Polskę przez UE procedury nadmiernego deficytu jest niskie, a kontrola finansów publicznych stanowi wysoki priorytet dla resortu finansów. Nie mniej jednak realizacja obietnic wyborczych będzie skutkować wykorzystaniem do maksimum możliwości wydatkowych państwa, stąd podnieśliśmy o 0,1 pkt proc. nasze prognozy deficytu budżetowego w 2016 r. (do 3 proc. PKB) i 2017 r. (do 2,9 proc.).



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

Oczekiwania na odrabianie strat przez złotego na koniec roku miały brutalne zderzenie z rzeczywistością. Rozczarowująca decyzja ECB 3 grudnia pogrzebała ostatnią szanse na poprawę sentymentu wokół walut Europy Środkowo-Wschodniej przed końcem roku. Jakkolwiek fundamenty polskiej gospodarki (silny wzrost PKB, niskie uzależnienie od zagranicznego kapitału, stabilne finansowe publiczne) premiują złotego na tle innych walut emerging markets, tak w okresie przedświątecznym próżno szukać świeżego apetytu na ryzykowne aktywa. Naszym zdaniem „nowe rozdanie" na początku stycznia przyniesie umocnienie złotego, ale do tego czasu na rynku PLN widać ograniczony ruch z częściej występującym domykaniem pozycji długich w PLN. Widzimy niezerowe szanse na przebudzenie popytu w ostatnich dniach roku, ale nie wcześniej. Oczekujemy, że na koniec roku EUR/PLN spadnie do 4,26, USD/PLN będzie na 3,98.

Tab 3. Prognozy kursów złotowych na koniec okresu
Źródło: TMS Brokers

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
EUR/PLN	4.26	4.14	4.05	4.02	4.00
USD/PLN	3.98	3.94	3.93	3.90	3.88
CHF/PLN	3.94	3.80	3.62	3.47	3.45
GBP/PLN	5.95	6.00	5.96	6.00	5.97

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

Główny Ekonomista **e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243

Błażej Kiermasz

Analityk **e-mail:** bk@tms.pl; **tel.** 222766243

Mikołaj Kszczotek

Analityk Techniczny **e-mail:** mko@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".