

RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Polityka fiskalna: Moody's utrzyma rating Polski

Oczekujemy, że agencja Moody's obniży perspektywę ratingu Polski ze stabilnej do negatywnej, ale sam rating zostanie utrzymany na poziomie A2. Naszym zdaniem taka decyzja w krótkim terminie powinna skutkować umocnieniem złotego, biorąc pod uwagę, że w ostatnich dniach rynek zaczął wyceniać bardziej negatywny scenariusz.

W piątek 13 maja agencja ratingowa Moody's ogłosi decyzję o ratingu Polski. Od 2002 r. Moody's utrzymuje ocenę wiarygodności kredytowej Polski na poziomie A2 przy stabilnej perspektywie ratingu. Jest to szósty stopień jakości oceny wiarygodności kredytowej i jednocześnie pięć stopni powyżej progu inwestycyjnego. Dla porównania ocena Moody's jest jeden stopień wyższa od ratingu nadanego przez Fitch i dwa stopnie ponad ocenę Standard & Poor's.

Czym jest rating?

Rating, czyli ocena wiarygodności kredytowej, pozwala inwestorom w szybki i prosty sposób ocenić ryzyko inwestycji w danym kraju. Pozwala uszeregować państwa (ale także instytucje i przedsiębiorstwa) pod względem poziomu ryzyka, z jakim wiąże się pożyczanie im pieniędzy (poprzez zakup emitowanych papierów dłużnych). Obniżka ratingu jest sygnałem alarmowym, który agencja ratingowa wysyła do inwestorów, ostrzegając o podwyższonym ryzyku inwestowania w aktywa danej jednostki.

Oprócz ratingu agencja nadaje także perspektywę: pozytywną, neutralną lub negatywną. Nadanie oceny negatywnej oznacza, że istnieje jedna szansa na trzy, że na przestrzeni kolejnych 24 miesięcy rating zostanie obniżony. Agencja może też wpisać kraj na listę obserwacyjną, co oznacza zagrożenie cięcia ratingu w ciągu 90 dni.

W styczniu agencja Standard & Poor's niespodziewanie obniżyła rating Polski z A minus do BBB plus, nadając mu perspektywę negatywną. W uzasadnieniu S&P podała osłabienie niezależności i skuteczności kluczowych instytucji. Agencja krytycznie oceniła zmiany dotyczące Trybunału Konstytucyjnego, nową ustawę o mediach publicznych oraz nowelizację ustawy o służbie cywilnej. Decyzja była zaskoczeniem, gdyż rynek wyceniał jedynie podwyższone ryzyko obniżenia perspektywy z pozytywnej do neutralnej. W reakcji na decyzję złoty osłabił się 2 proc. do 4,49 za euro.

Polityka fiskalna: Moody's utrzyma rating Polski

Co mówi Moody's?

W ostatnich tygodniach ze strony agencji Moody's otrzymaliśmy dwa komentarze dotyczące Polski. W pierwszym z 4 kwietnia analitycy Moody's Marco Zaninelli i Dietmar Hornung zwrócili uwagę, że kryzys wokół Trybunału Konstytucyjnego jest negatywny dla oceny kredytowej. Zaznaczono, że z uwagi na „niejasne” konsekwencje sporu, „kryzys konstytucyjny i towarzyszący mu wzrost krajowego ryzyka politycznego mogą wpłynąć na atrakcyjność Polski dla zagranicznych inwestorów”. Łącząc te komentarze z zeszłotygodniową aferą wokół listu ministra finansów Szałamachy wysłanego do prezesa Trybunału Konstytucyjnego Andrzeja Rzeplińskiego z prośbą o niewypowiadanie się tego drugiego w mediach do czasu decyzji Moody's, należy zakładać, że kryzys wokół TK wciąż jest w kręgu zainteresowań agencji ratingowej i prawdopodobnie był ważnym tematem dyskusji analityków Moody's z przedstawicielami Ministerstwa Finansów.

W innym komentarzu z 13 kwietnia dyrektor zarządzający Moody's Sovereign Risk Group Yves Lemay powiedział, że dojście do władzy „alternatywnych” partii politycznych, m.in. w Polsce, może zaszkodzić konsolidacji budżetu i reformom gospodarczym. Lemay zaznaczył, że agencja ocenia te zmiany jako negatywne dla ratingu, ale niewystarczające dla zmiany perspektywy ratingu. Powyższe komentarze razem wskazują, że ryzyko polityczne jest w sferze głębokiej analizy przez agencję, ale bez oznak podwyższonej gotowości do reakcji.

Gdzie leżą ryzyka?

Najłatwiej jest stwierdzić, że sytuacja gospodarcza jest najsilniejszą stroną Polski. O dobrych fundamentach gospodarki świadczy solidny wzrost gospodarczy w przedziale 3,5-4,0 proc., spadające bezrobocie, a także rosnące płace przy utrzymującej się deflacji, co razem wspiera popyt konsumpcyjny. Oczekiwanym pozytywnym impulsem dla konsumpcji i wzrostu gospodarczego będzie uruchomiony w kwietniu program „Rodzina 500 plus” przewidujący świadczenie pieniężne w wysokości 500 zł miesięcznie na drugie i kolejne dziecko, a w przypadku rodzin z niskimi dochodami (poniżej 800 zł na osobę) – na każde dziecko. Na tym polu nie widzimy podstaw do obniżki ratingu Polski.

Polityka fiskalna: Moody's utrzyma rating Polski

Rządowe wsparcie socjalne wiąże się jednak ze wzrostem wydatków fiskalnych, przez co w opinii agencji pogorszy się stabilność makroekonomiczna kraju. Moody's przewiduje wzrost deficytu budżetowego w tym i przyszłym roku ponad 3 proc. PKB, tj. powyżej progu wymaganego przez Komisję Europejską. Dodatkowym ryzykiem dla budżetu są zapowiedzi przywrócenia niższego wieku emerytalnego i podwyższenia kwoty wolnej do podatku. Oba pomysły wciąż pozostają w fazie odwiekanych obietnic wyborczych, ale stanowią ryzyko dla równowagi budżetowej, szczególnie że oczekiwania rządu po stronie dochodowej wciąż są niesatysfakcjonujące. Biorąc pod uwagę, że zadaniem agencji ratingowych jest z wyprzedzeniem sygnalizować zagrożenia związane z danym krajem, ryzyko reakcji ze strony Moody's jest realne.

Dodatkowym czynnikiem ryzyka rozpatrywanym przez agencje ratingowe jest kwestia konwersji kredytów frankowych. Ostatnie komentarze z otoczenia Prezydenta sugerują, że opracowywane jest łagodniejsze rozwiązanie przewalutowania kredytów hipotecznych we frankach. Trudno jednak ocenić, na ile ta informacja jest bliska faktycznym założeniom nowego projektu, a na ile została udostępniona mediom dla wpłynięcia na decyzję Moody's, gdyż nowa wersja prezydenckiego projektu będzie przedstawiona dopiero na przełomie maja i czerwca.

Możliwe scenariusze

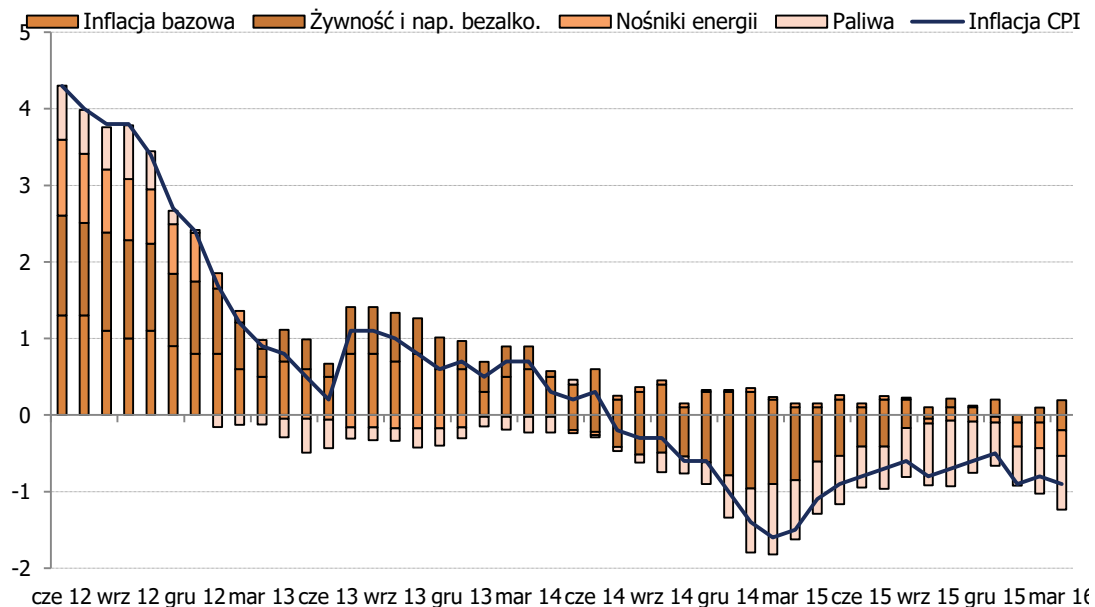
W naszej ocenie podtrzymanie przez agencję Moody's ratingu Polski na A2 ze stabilną perspektywą jest najmniej prawdopodobnym scenariuszem (przypisujemy mu prawdopodobieństwo 10 proc.). Taka decyzja byłaby sporym zaskoczeniem dla rynków finansowych, które w ostatnich dniach wyraźnie zaczęły dyskontować najgorsze rozwiązanie (cięcie ratingu). W pierwszej reakcji złoty może zyskać ok. 1,5 proc. względem euro i kolejny 1 proc. w poniedziałek 16 maja. Jednakże uważamy za najbardziej prawdopodobny scenariusz (60 proc.) obniżenie perspektywy ratingu do negatywnej przy utrzymaniu oceny A2. Wskazane powyżej kwestie polityczne i fiskalne zasługują na wysłaniu sygnału ostrzeżenia do inwestorów w postaci przeniesienia Polski do grupy krajów zagrożonych obniżką ratingu. W takim przypadku reakcja rynków finansowych również powinna być pozytywna, gdyż dla części rynku w dalszym ciągu będzie to mniej negatywny rezultat. Umocnienie złotego będzie jednak płytsze, niż w poprzednim scenariuszu, ale wciąż w pierwszych dniach EUR/PLN może obniżyć się o ok. 1,5 proc.

Polityka fiskalna: Moody's utrzyma rating Polski

Przypisujemy niższe prawdopodobieństwo scenariuszowi cięcia ratingu do poziomu A1 (30 proc.), gdyż naszym zdaniem ogólna sytuacja Polski nie zasługuje na gwałtowną reakcję agencji ratingowych, a taką byłaby obniżka ratingu bez wcześniejszego sygnalizowania niepokojów poprzez obniżenie perspektywy. Zaskakującą decyzję agencji S&P ze stycznia traktujemy jako podyktowaną błędami z przeszłości. W 2011 roku S&P spóźniła się o rok w porównaniu z Moody's i Fitch z reakcją na pogarszającą się sytuację polityczno-gospodarczą na Węgrzech. Za obniżką stało przyjęcie nad wyraz ostrożnościowego podejścia w odniesieniu do skutków polityki gospodarczej, ignorując solidne fundamenty makroekonomiczne. Cztery miesiące po tej decyzji sytuacja w Polsce zdaje się być mniej katastrofalna, niż agencja zakładała. Jakkolwiek zgadzamy się, że wiarygodność kredytowa Polski w ostatnich miesiącach uległa pogorszeniu, to nastąpiło to w stopniu niewystarczającym, aby uzasadniać cięcie ratingu teraz, jak i w styczniu. Mimo to, jeśli Moody's zdecyduje się na taki krok, należy oczekiwać wzrostu zmienności złotego i jego krótkoterminowej słabości. Jednak skala osłabienia powinna być umiarkowana i zamknięta pod 4,50, biorąc pod uwagę ostatnie dyskontowanie najgorszego scenariusza.

Data	Wskaźnik	Jednostka	Okres	Poprz. 2	Poprz.	TMS Brokers	Konsensus
12 maj	CPI	% r/r	kwiecień	-0.8	-0.9		
13 maj	PKB	% r/r	I kwartał	3.4	4.3	3.4	3.5
13 maj	Inflacja bazowa	% r/r	kwiecień	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3
13 maj	Saldo rachunku obrotów bieżących	mln EUR	marzec	764	-383	323	345
13 maj	Podaż pieniądza M3	% r/r	kwiecień	10.0	9.0	10.1	9.7
18 maj	Wynagrodzenia	% r/r	kwiecień	3.9	3.3	4.2	3.8
18 maj	Zatrudnienie	% r/r	kwiecień	2.5	2.7	2.9	2.8
19 maj	Produkcja przemysłowa	% r/r	kwiecień	6.7	0.5	1.9	3.4
19 maj	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	kwiecień	-10.5	-15.8	-11.7	-13.4
19 maj	PPI	% r/r	kwiecień	-1.4	-1.7	-0.9	-1.2
19 maj	Sprzedaż detaliczna	% r/r	kwiecień	3.9	0.8	3.3	3.0
25 maj	Stopa bezrobocia	%	kwiecień	10.3	10.0	9.6	9.6

Inflacja wraca poniżej -1 proc.



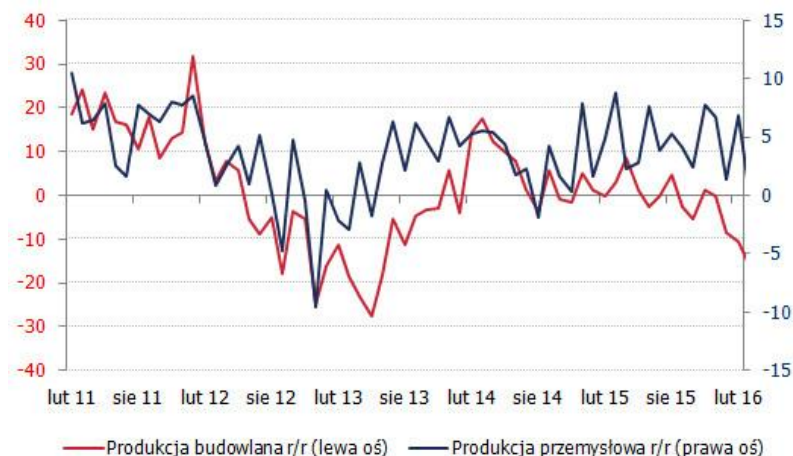
Dekompozycja inflacji CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

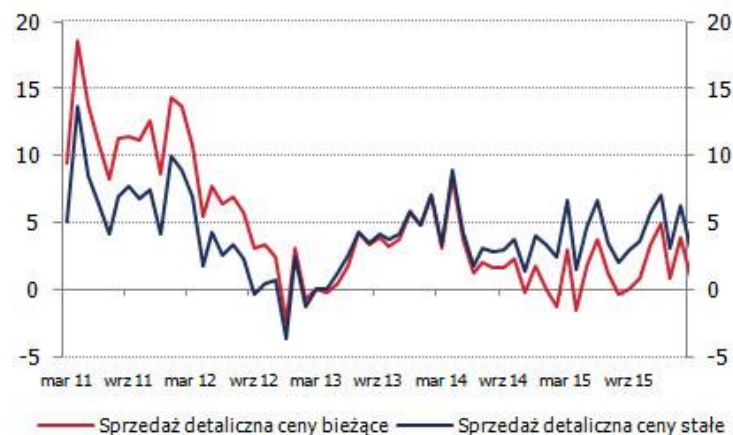
Na razie nie widać oznak słabnięcia deflacji. Według szybkiego szacunku GUS w kwietniu spadek cen pogłębił się do -1,1 proc. r/r względem -0,9 proc. w marcu. Co interesujące, spadek miał miejsce przy miesięcznym wzroście cen o 0,3 proc., gdyż wysoka baza z poprzedniego roku miała dominujący wpływ na odczyty. Przy głębszej analizie trendów cenowych widać, że ceny paliw zaczęły już reagować na rosnące ceny ropy naftowej na rynkach finansowych. Zgodnie z wzorcami sezonowymi rosną też ceny żywności, jednak już w danych marcowych rozczarowały kategorie bazowe: rekreacja i kultura, łączność, czy wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego. Przewidujemy, że w kolejnych miesiącach deflacja tylko nieznacznie osłabnie i dopiero w czwartym kwartale dynamika cen zacznie być dodatnia. W całym roku ceny spadną o 0,5 proc. po spadku o 0,9 proc. w 2015 r. Jednocześnie obniżona baza statystyczna będzie sprzyjać istotnemu przyspieszeniu inflacji na przełomie roku.

Produkcja i sprzedaż : marcowe potknięcie

Marcowe dane z przemysłu i handlu rozczarowały. Produkcja przemysłowa wzrosła zaledwie o 0,5 proc. r/r przy konsensusie na poziomie 3,9 proc. Dynamika sprzedaży detalicznej wyniosła tylko 0,8 proc. r/r (prog. 3,4 proc.). Osłabienie dynamik (w lutym było odpowiednio 6,8 proc. i 3,9 proc.) częściowo było skutkiem niekorzystnego rozkładu dni roboczych, jednak mocniej zaznaczyły się też zdarzenia jednorazowe. Przesunięcie Świąt Wielkanocnych skutkowało wzmożoną aktywnością przedsiębiorstw w lutym. Przemysł cierpi też przez słabą postawę górnictwa (-16,3 proc. r/r). Sytuacja w handlu jest trudniejsza do wytłumaczenia, ale być może wyczekiwanie na start programu Rodzina 500+ prowadzi do odkładania wydatków przez gospodarstwa domowe. Ogólnie rzecz biorąc uważamy, że marcowe dane są tylko potknięciem w długoterminowym trendzie wzrostowym. Trwalszemu spowolnieniu przeczą dobre wyniki badań koniunktury i nastrojów konsumentów. W dalszym ciągu optymistycznie patrzymy na sytuację w przemyśle i handlu w kolejnych kwartałach.



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



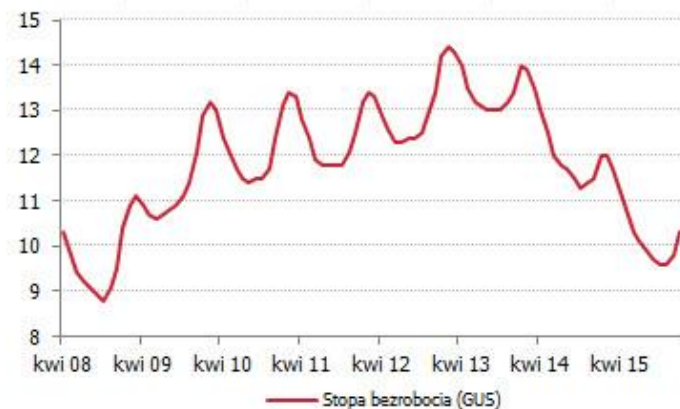
Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

Najlepszy marzec od 2007 r.

Marcowe dane o wynagrodzeniach i zatrudnieniu potwierdziły pozytywne tendencje na rynku pracy. Przeciętne wynagrodzenie wzrosło o 3,3 proc. r/r (prog. 3,4 proc.), a zatrudnienie wzrosło o 2,7 proc. r/r (2,5 proc.). Szczególnie cieszy sytuacja po stronie kreacji nowych miejsc pracy, gdyż wzrost w o 15,5 tys. jest najwyższym marcowym wynikiem od 2007 r. Choć dynamika płac zwolniła względem lutego (3,9 proc.), to jest to przede wszystkich skutek odchyień sezonowych. Rosnące zatrudnienie w kolejnych miesiącach powinno być dobrą bazą do wzmocnienia presji płacowej. Łącznie dane są też dobrym prognostykiem dla konsumpcji prywatnej, gdyż realny fundusz płac (skorygowany o inflację przyrost wynagrodzenia osiąganego przez ogół gospodarstw domowych) utrzymuje roczną dynamikę ok. 7 proc.



Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna

W maju Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała stopę referencyjną na 1,5 proc. Komunikat po posiedzeniu w zasadzie nie różnił się od stanowiska z poprzedniego miesiąca. Zostało podkreślone, że wprawdzie wzrost gospodarczy Polski przejściowo spowolnił na początku 2016 r., ale obecny poziom stóp procentowych utrzymuje gospodarkę w równowadze. Inflacja CPI pozostanie ujemna przez „najbliższe kwartały, ale utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

Na konferencji prasowej prezes NBP Marek Belka starał się tonować oczekiwania dotyczące obniżek stóp procentowych. Zwrócił uwagę, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale było już oczekiwane na etapie przygotowywania marcowym prognoz. Ponadto powiedział, że choć członkowie RPP rozważają scenariusze, kiedy obniżka stóp będzie konieczna, nie traktują ich jako bardzo prawdopodobne. Belka podkreślił też, że cel inflacyjny powinien być traktowany płynnie i Rada oczekuje, że inflacja będzie odbijać w kolejnych miesiącach.

Ogólnie Rada pozostaje w neutralnym nastawieniu i stara się spokojnie podchodzić do miesięcznych danych z gospodarki, które choć ostatnio słabsze, jeszcze nie sugerują problemów dla wzrostu, co by wymagało reakcji po stronie polityki monetarnej. Jednocześnie Rada stara się ostudzić rynkowy zapał do dyskontowania kolejnych obniżek stóp procentowych. Wydźwięk majowego posiedzenia wspiera nasze oczekiwania, że stopy procentowe pozostaną stabilne przynajmniej do końca 2016 r. Biorąc pod uwagę ostatnie negatywne zaskoczenia po stronie inflacji uważamy, że pierwsza podwyżka nie nastąpi wcześniej, jak w lipcu 2017 r.

Rynek walutowy

Pomimo słabszych odczytów inflacji w Polsce Rada Polityki Pieniężnej nie zasygnalizowała zwieszonego ryzyka dla potencjalnych obniżek stóp procentowych, utrzymując neutralny wpływ na wartość złotego. Tematem maja pozostaje rewizja oceny dla Polski przez agencję Moody's 13 maja. W tym świetle potencjał do osłabienia złotego mógł się jeszcze nie wyczerpać i EUR/PLN może zawitać w okolice 4,45. Jednocześnie nie uważamy, aby Polsce ze strony Moody's groziło coś więcej, niż obniżenie perspektywy ratingu do negatywnej ze stabilnej, co od dawna jest już zdyskontowane przez rynek. Po 13 maja przysłowiowa „sprzedaż faktów” może pomagać złotemu, pod warunkiem sprzyjającego otoczenia rynkowego.

Prognozy kursów złotych na koniec okresu

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2017
EUR/PLN	4.30	4.25	4.25	4.18	4.10
USD/PLN	3.84	3.90	3.94	3.87	3.73
CHF/PLN	3.94	3.83	3.79	3.73	3.45
GBP/PLN	5.73	5.82	5.82	5.57	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**Mikołaj Kszczotek****Analitik Techniczny****e-mail:** mks@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”.