

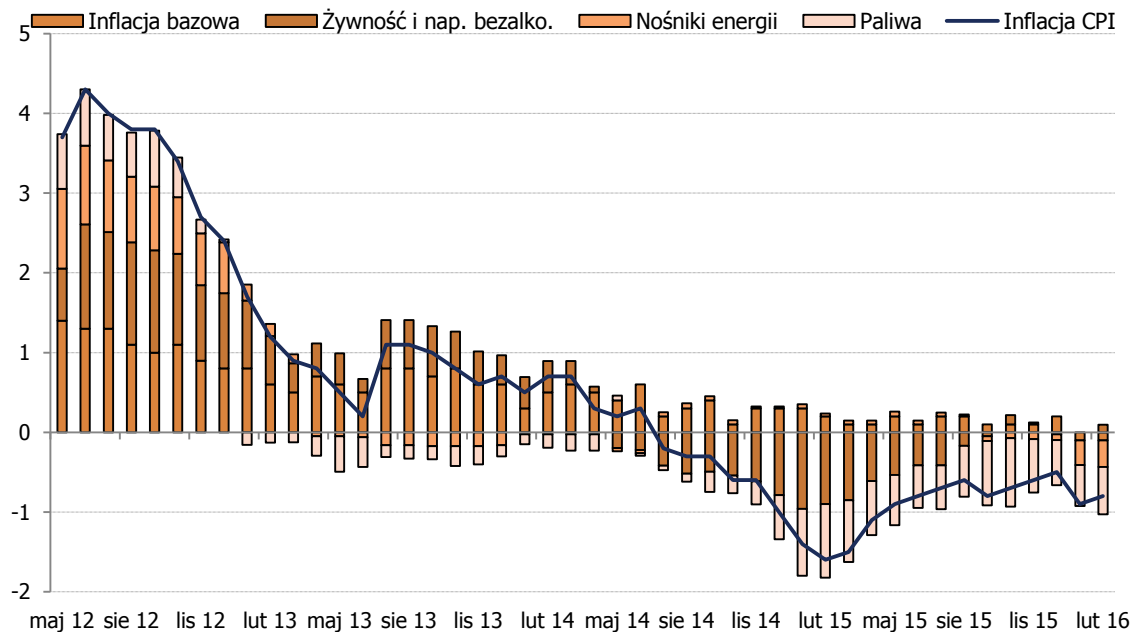
RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Data	Wskaźnik	Jednostka	Okres	Poprz. 2	Poprz.	TMS Brokers	Konsensus
11 kwi	CPI	% r/r	marzec	-0.9	-0.8		
12 kwi	Inflacja bazowa	% r/r	marzec	-0.1	-0.1	0.1	-0.1
13 kwi	Saldo rachunku obrotów bieżących	mln EUR	luty	-410	764	-172	459
14 kwi	Podaż pieniądza M3	% r/r	marzec	10.2	10	9.8	9.8
18 kwi	Wynagrodzenia	% r/r	marzec	4	3.9	3.9	3.4
18 kwi	Zatrudnienie	% r/r	marzec	2.3	2.5	2.7	2.5
19 kwi	Produkcja przemysłowa	% r/r	marzec	1.4	6.7	3.9	3.9
19 kwi	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	marzec	-8.6	-10.5	-9.7	-8.7
19 kwi	PPI	% r/r	marzec	-1.2	-1.4	-1.2	-1.4
19 kwi	Sprzedaż detaliczna	% r/r	marzec	0.9	3.9	3.6	3.4
25 kwi	Stopa bezrobocia	%	marzec	10.3	10.3	10	10

Oddala się moment wyjścia Polski z deflacji



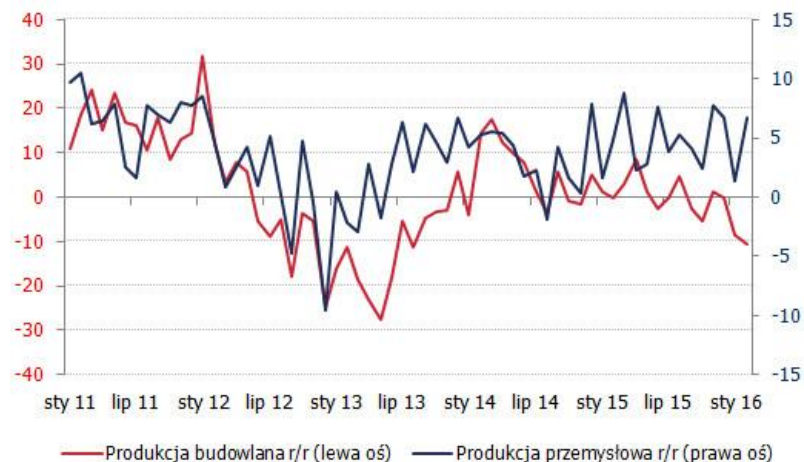
Dekompozycja inflacji CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

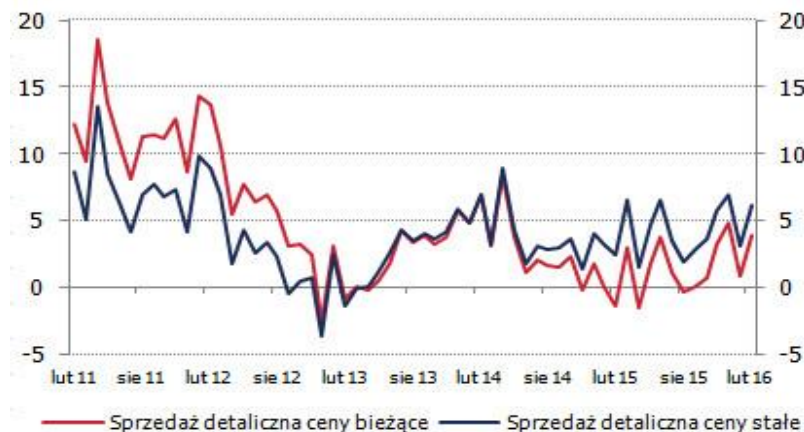
W lutym ceny towarów i usług konsumpcyjnych spadły o 0,1 proc. m/m i 0,8 proc. r/r. Dane styczniowe zostały zrewidowane z -0,7 proc. r/r do -0,9 proc. za sprawą rewizji koszyka CPI przez GUS. W 2016 r. wzrósł udział wydatków związanych z wyposażeniem mieszkania, zdrowiem, rekreacją i kulturą, a spadł udział wydatków gospodarstw domowych na żywność i transport (w wyniku spadku cen żywności i paliw w ubiegłym roku). Niższy punkt startowy oznacza, że oddala się moment, kiedy Polska wyjdzie z deflacji. Potwierdzają to też wstępne szacunki inflacji za marzec (-0,9 proc.). Przewidujemy, że w kolejnych miesiącach deflacja tylko nieznacznie osłabnie i dopiero na przełomie trzeciego i czwartego kwartału dynamika cen zacznie być dodatnia. W całym roku ceny spadną o 0,3 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 pozostają silne

Zgodnie z naszymi przewidywaniami lutowe dane z przemysłu i handlu zasygnalizowały, że styczniowa słabość była przejściowa. Dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła do 6,7 proc. r/r z 1,4 proc. w styczniu przy konsensusie rynkowym 5,3 proc. i naszej prognozie 7,2 proc. Wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 3,9 proc. r/r wobec 0,9 proc. w styczniu i konsensusie 3,2 proc. (TMS: 4,1 proc.). Nawet po oczyszczeniu z różnicy dni kalendarzowych dane są na tyle dobre, że potwierdzają pozostawanie gospodarki na ścieżce wzrostowej. Odbicie w marcu indeksu PMI dla przemysłu do najwyższego poziomu od sierpnia (53,8) wskazuje na dobrą kondycję sektora pomimo słabości głównych partnerów handlowych. Z kolei dla handlu detalicznego oprócz kontynuowanej poprawy sytuacji na rynku pracy pozytywnych wibracji powinien dodawać uruchomiony w kwietniu program Rodzina 500+. Choć „kacem” po słabych wynikach stycznia będzie spowolnienie wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale, to jednocześnie widać perspektywę do „nadgonienia” w kolejnych okresach.



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



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

Zatrudnienie już rośnie, płace – z opóźnieniem

W lutowych danych z rynku pracy wyróżnia się kontynuowane przyspieszenie wzrostu zatrudnienia – do 2,5 proc. z 2,3 proc. w styczniu. W ujęciu miesięcznym przybyło 8 tys. etatów, co jest bardzo dobrym wynikiem jak na luty i może sugerować pozytywny wpływ dobrych warunków pogodowych. Również stabilizacja stopy bezrobocia na 10,3 proc. (brak sezonowego wzrostu) wskazuje w tym kierunku. Dynamika wynagrodzeń nieco osłabła do 3,9 proc. z 4 proc., ale nadal jest to solidny wynik. Oczekujemy utrzymania trendu wzrostowego w zatrudnieniu (w marcu prognozujemy 2,7 proc.), opierając się na pozytywnych sygnałach z krajowego przemysłu. Przy stopie bezrobocia najniższej od 2008 r. systematyczne wyczerpywanie się podaży wykwalifikowanych pracowników będzie wywierać presję płacową, która finalnie przełoży się na wzrost wynagrodzeń (na razie pogłębiająca się deflacja nie wzmaga żądań płacowych pracowników). W rynku pracy widzimy solidny filar wspierający konsumpcję w kolejnych kwartałach.



Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna

Na kwietniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami nie dokonała zmian w polityce monetarnej (stopa referencyjna: 1,5 proc.). Ani komunikat, ani późniejsza konferencja prasowa nie wskazały, aby w najbliższych miesiącach RPP szykowała się do zmiany poziomu stóp procentowych. Prezes Belka jako kontrargument dla pogłębiającej się deflacji postawił szybki wzrost gospodarczy i nawet spodziewane „nieznacznie” spowolnienie dynamiki PKB w pierwszym kwartale nie stanowi powodu do niepokoju. Dodatkowo prezes Belka zaznaczył, że w Polsce osiągnięty został pewien poziom równowagi w poziomie stóp procentowych i dalsze ich obniżanie nie przyniesie istotnej poprawy po stronie kosztu kredytu. Zdaniem prezesa Rada jest jednomyślna w swoim stanowisku, czym niejako rozwiął nasze obawy, że nowy członek RPP (a jeszcze nieobecny w marcu) Jerzy Żyżyński będzie „ściągał” Radę w gołębią stronę.

Wydźwięk komunikatu i konferencji potwierdza wnioski sprzed miesiąca, że o ile aktywność gospodarcza w Polsce nie ulegnie istotnemu pogorszeniu, stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie. Oczekujemy stabilizacji stopy referencyjnej co najmniej do końca 2016 r.

Polityka fiskalna

Na początku miesiąca Polska otrzymała ostrzeżenie ze strony agencji ratingowej Moody's, która zwraca uwagę na „podwyższone ryzyko polityczne” związane z zamieszaniem wokół Trybunału Konstytucyjnego. Zdaniem agencji, ponieważ obecnie konsekwencje sporu „pozostają niejasne”, „kryzys konstytucyjny i towarzyszący mu wzrost krajowego ryzyka politycznego mogą wpłynąć na atrakcyjność Polski dla zagranicznych inwestorów”. Uważamy, że podczas rewizji ratingu Polski przez Moody's 13 maja agencja podtrzyma ocenę kredytową na poziomie A2, jednak ostatni komentarz może być przygotowaniem gruntu pod obniżenie perspektywy do negatywnej z neutralnej. Wcześniejsze sygnały z agencji sugerowały, że podstawowym katalizatorem obniżki ratingu będzie powiększenie nierównowagi budżetu i pogłębienie deficytu budżetowego powyżej 3 proc. PKB. Nie widzimy ryzyka takiego scenariusza w 2016 r., a szacunki na rok przyszły są na zbyt wczesnym etapie, aby Moody's mogła wyrokować o cięciu ratingu. Ponadto od strony makroekonomicznej rozwój sytuacji w Polsce nie uzasadnia automatycznego obniżenia oceny wiarygodności kredytowej bez uprzedniej rewizji perspektywy (działanie agencji S&P w styczniu było pod tym kątem nadzwyczajne). Ponieważ taki scenariusz jest już zdyskontowany, wpływ decyzji na złotego i polskie aktywa powinien być ograniczony.

Rynek walutowy

Przy podtrzymywaniu pozytywnym sentymencie złoty powinien mieć się dobrze, jednak w dłuższych horyzoncie utrzymujemy podwyższoną ostrożność. Wprawdzie dla globalnych inwestorów krajowa polityka nie jest obecnie czymś, czym trzeba sobie zawracać głowę, ale szybko zostanie przypomniana, kiedy na rynkach nastroje się pogorszą. Niezamknięty temat ustawy frankowej oraz niepewność o źródła finansowania wydatków budżetowych na przyszły rok to dwie kwestie, co do których rynek ma największe obawy i które mogą ciążyć na wartości złotego w kolejnych miesiącach.

Początek miesiąca przyniósł już pierwsze oznaki odreagowania ostatniej fali umocnienia, ale w takich zdarzeniach nie widzimy trwałej tendencji. Oczekujemy względnej stabilizacji notowań w relacji do euro.

Na rynku zewnętrznym dolar krótkoterminowo może pozostać słaby, ale gołębi Fed to wciąż założenie jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych w tym roku, co jest powyżej oczekiwań rynkowych. Ponieważ dane makro z gospodarki USD pozostają dobre, przecena dolara nie ma twardych podstaw i walutę prawdopodobnie czeka kilka tygodni zawieszenia przed powrotem do trendu aprecyjnego.

W strefie euro od kwietnia zaczyna obowiązywać rozszerzony program QE (z 60 mld EUR do 80 mld EUR), co będzie kula u nogi dla euro. W odniesieniu do europejskich aktywów rośnie też negatywna premia polityczna związana z kryzysem uchodźców i zagrożeniem terrorystycznym.

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	3.98	4.01	4.05	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”.