

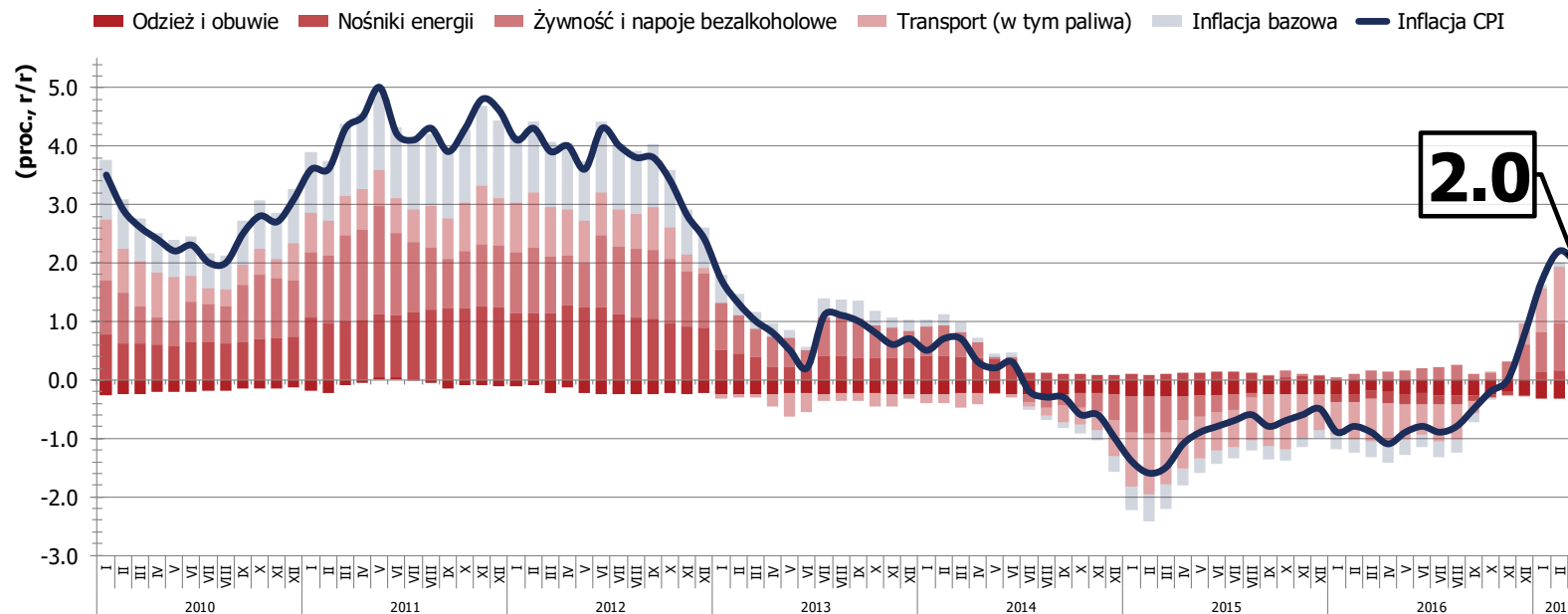
RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Data	Wskaźnik	Jednostka	Okres	Poprz. 2	Poprz.	TMS Brokers	Konsensus
11 kwi	CPI	% r/r	marzec	1,8	2,2	2,4	2,3
13 kwi	Saldo rachunku obrotów bieżących	mln EUR	luty	-533	2 457	304	-103
14 kwi	Podaż pieniądza M3	% r/r	marzec	8,6	8,2	8,8	8,6
19 kwi	Wynagrodzenia	% r/r	marzec	4,3	4,0	2,9	4,3
19 kwi	Zatrudnienie	% r/r	marzec	4,5	4,6	4,8	4,6
20 kwi	PPI	% r/r	marzec	4,1	4,4	4,8	4,6
20 kwi	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	marzec	2,1	-5,4	-3,5	0,8
20 kwi	Produkcja przemysłowa	% r/r	marzec	9,0	1,2	1,4	7,1
20 kwi	Sprzedaż detaliczna	% r/r	marzec	11,4	7,3	7,7	8,3
26 kwi	Stopa bezrobocia	%	marzec	8,6	8,5	8,3	8,2

Złoty studzi rajd w stronę celu



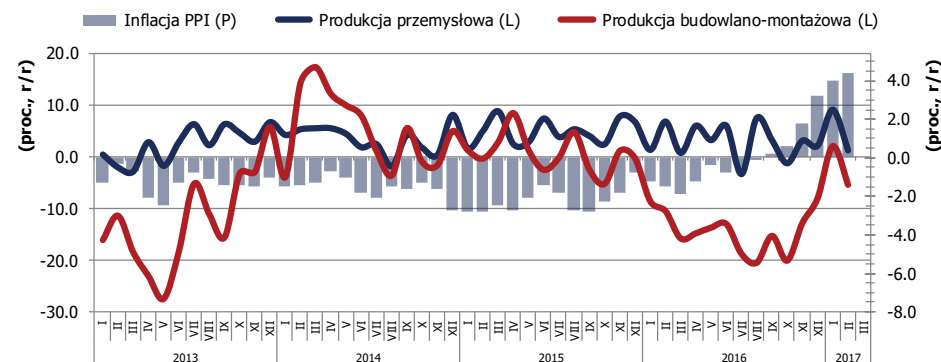
Dekompozycja inflacji CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

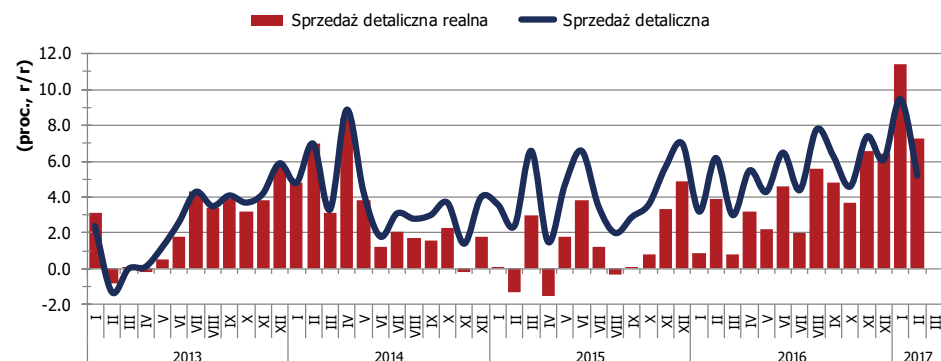
Wstępne szacunki Głównego Urzędu Statystycznego wyraźnie chłodzą głowy tych, którzy oczekiwali szybkiego przebicia celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5 proc. Spadek indeksu cen konsumenta o 0,1 proc. w ujęciu miesiąc do miesiąca to przede wszystkim pokłosie silnej aprecjacji złotego, która przyczyniła się do spadku cen paliw. Według naszych wyliczeń na przestrzeni miesiąca średnie ceny benzyny bezołowiowej oraz oleju napędowego odnotowały przecenę rzędu 3,8 proc. Oczekiwania uczestników rynku wyraźnie wyśrubowały wskazania za luty, zgodnie z którym roczna dynamika cen konsumenta uplasowała się na poziomie 2,2 proc. Od początku roku największy wpływ na inflację mają ceny żywności, które wzrastając o 1,1 proc. m/m dołożyły 0,24 pp. do finalnego wskazania.

Górnictwo i farmacja ciągną dynamikę produkcji w dół

W przypadku lutowego wskazania produkcji przemysłowej należy mówić o nie lada rozczarowaniu. Silny cios w medianę rynkowych oczekiwań na poziomie 2,7 proc. skutecznie wymierzyło górnictwo oraz wydobywanie. Spadek subindeksu o 1,8 proc. zapewnił odnotowanie ujemnej dynamiki rzędu 8,5 proc. w ujęciu rok do roku. Do uplasowania się finalnego wskazania na poziomie 1,2 proc. r/r silnie przyczynił się sektor farmaceutyczny, którego wolumen produkcji w porównaniu z lutym ubiegłego roku był niższy o 14,1 proc. Przyjacielem lepszych wskazań za marzec są występujące efekty sezonowe, które naszym zdaniem mogą tym razem nieco rozczarować. Nasze domysły wstępnie potwierdza indeks PMI dla sektora przemysłowego, który wyraźnie rozczarowując rynkowy konsensus (54,6 pkt) uplasował się blisko naszych oczekiwań (53,5 pkt). Serię niższych wskazań należy dodatkowo utożsamiać z występowaniem dość pokaźnych zapasów hurtowych w I kwartale br., których redukcja powinna nastąpić na przełomie najbliższych dwóch miesięcy.



Zestawienie produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej z inflacją PPI
Źródło: GUS; TMS Brokers

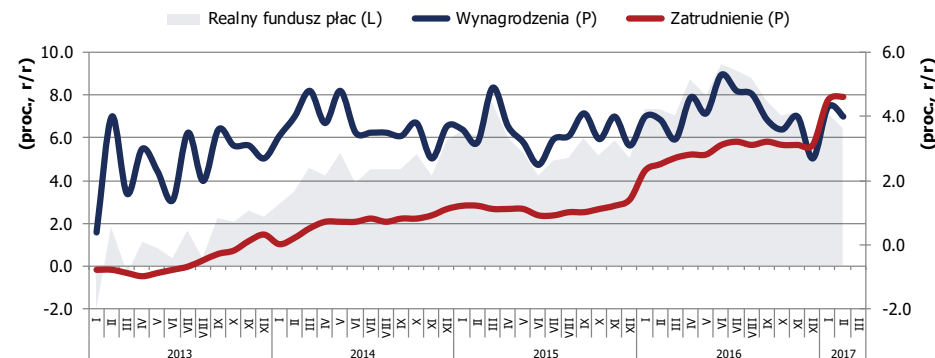


Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS; TMS Brokers

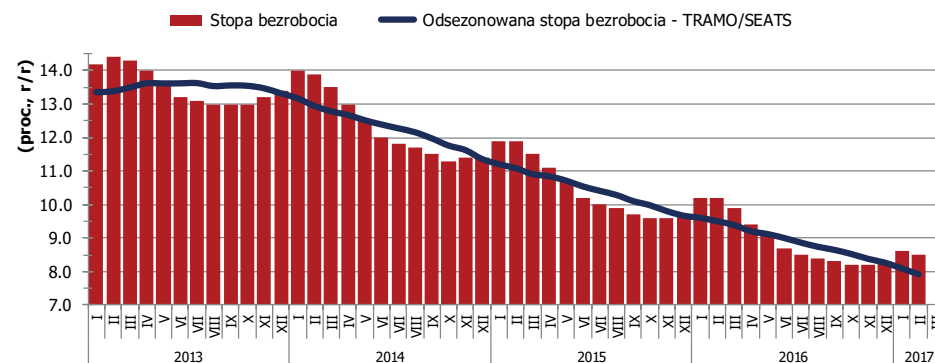
Coraz słabsze efekty kalendarza

Fenomen silniejszej stopy zatrudnienia względem dynamiki wynagrodzeń trwa już drugi miesiąc. Zgodnie z naszymi szacunkami powyższa tendencja powinna być obserwowalna również w marcu, w którym przyrost obsadzonych wakatów powinien uplasować się na poziomie 4,8 proc. Według naszych długookresowych projekcji powyższa wartość nie powinna być traktowana jako absolutne maksimum. W sezonie letnim wskaźnik będzie coraz mocniej podchodził pod próg 6,0 proc., co należy traktować nie tylko jako wypadkową efektów bazy, ale również napływu ludności ze wschodu.

Polski rynek pracy charakteryzuje się ponadprzeciętnie dobrą kondycją, o czym świadczy między innymi coraz niższa wrażliwość na ujemne efekty kalendarzowe. W lutym stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 8,5 proc., wypychając tym samym wskaźnik odsezonowany do poziomu 7,9 proc. W marcu spodziewamy się, że udział osób aktywnie poszukujących pracy wyniesie 8,3 proc. Optimizmem napawa lutowa stopa bezrobocia szacowana przez Eurostat, która stawia Polskę w absolutnej czołówce. Wskazaniem niższym niż opublikowane 5,3 proc. mogą pochwalić się jedynie Czechy, Niemcy, Malta, Węgry oraz Wielka Brytania.



Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



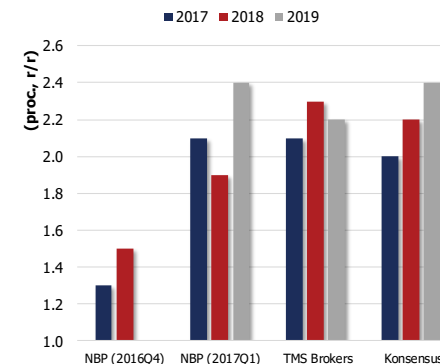
Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna: inflacja sprzyja gołębom

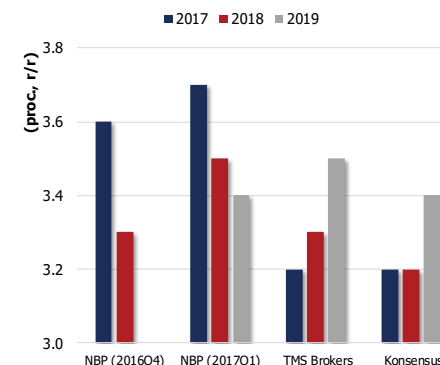
W trakcie marcowego posiedzenia na pierwszy plan wysunęły się coraz bardziej jastrzębie głosy, których intensyfikacja była wypadkową stromej trajektorii inflacji. Po stronie podwyżek wyraźnie opowiedział się Eugeniusz Gatnar, aczkolwiek utożsamiał on zmianę parametrów polityki pieniężnej z odnotowaniem wyższego tempa wzrostu przez polską gospodarkę. Silniejsze przyrosty cen konsumenta nie zaniepokoiły Adama Glapińskiego, prezesa NBP oraz jednego z największych zwolenników polityki *wait-and-see* w Radzie Polityki Pieniężnej. Gołębiosć Glapińskiego zdecydowanie podsycają niskie wskazania inflacji bazowej, której ścieżka dodatkowo obnaża słabość mechanizmów popytowych.

Publikacja wstępnych szacunków inflacji CPI za marzec pomogła Adamowi Glapińskiemu uspokoić tych, którzy od Rady Polityki Pieniężnej spodziewali się szybkich działań w walce z inflacją. Po stronie bardziej zachowawczych członków opowiedział się Rafał Sura, który odejście od *wait-and-see* utożsamia z obecnością szoków asymetrycznych w polskiej gospodarce. Według prezesa NBP przyszłoroczna dynamika cen konsumenta powinna oscylować wokół poziomu 2,0 proc.

Obecna sytuacja makroekonomiczna nie zwiastuje, aby konferencje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej nabrały większego dynamizmu. Zakładając, że ceny ropy WTI będą poruszały się w przedziale 50-55 USD za baryłkę oraz tempo aprecjacji złotego będzie znikome, należy się spodziewać występowania coraz silniejszej presji na podwyżkę stóp w IV kwartale bieżącego roku. Pomimo bardziej gołębiego nastawienia w Radzie spodziewamy się, że na przełomie najbliższych ośmiu miesięcy prezes NBP poinformuje opinię publiczną o zmianie wysokości stóp procentowych.



Prognozy inflacji CPI
Źródło: NBP, Bloomberg, TMS Brokers



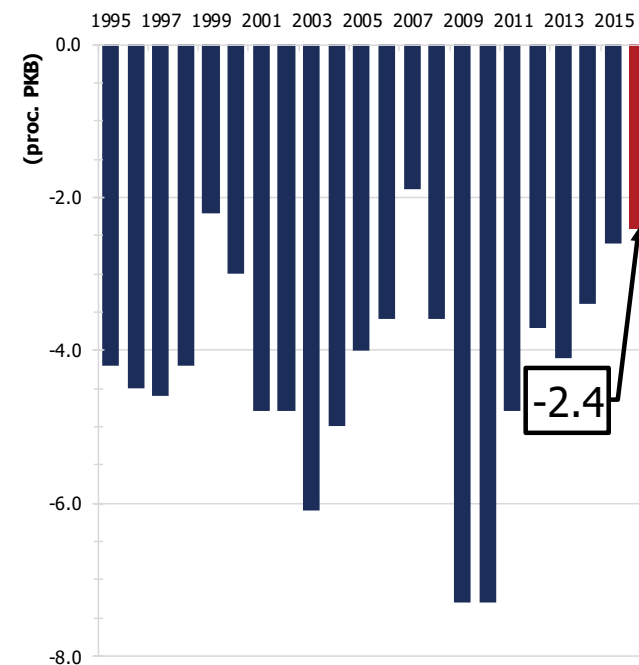
Prognozy dynamiki PKB
Źródło: NBP, Bloomberg, TMS Brokers

Polityka fiskalna: deficyt najniższy od dekady

Miniony rok stał przede wszystkim pod znakiem serii rozczarowujących wskazań tempa wzrostu. Jego załamanie lekko kompensował flagowy program stymulacyjny gabinetu Beaty Szydło, którego efekty nadal pozostają zagadką. Rozczarowująca dynamika PKB nie okazała się być przeszkodą dla finansów publicznych. Zgodnie z finalnymi szacunkami Głównego Urzędu Statystycznego deficyt utrzymał się na rekordowo niskim poziomie 2,4 proc. PKB. Wybiecie do wyższych wartości powinno nastąpić jeszcze w tym roku z racji na szeroko zakrojony plan wydatków publicznych.

Obecny sukces Mateusza Morawieckiego, bieżącego szefa resortów odpowiedzialnych za rozwój oraz finanse, to pokłosie decyzji Pawła Szałamachy w zakresie uszczelnienia systemu podatkowego. Na powyższe wskazanie istotnie wpłynęły nadwyżki samorządów. Niska stopa absorpcji środków unijnych, rzutujących na dynamikę inwestycji, wywołała wstrzymanie aż 7,7 mld PLN nadwyżki w kasach instytucji lokalnych. Zgodnie z szacunkami Ministerstwa Finansów deficyt mógł być jeszcze niższy. Według wiceministra Leszka Skiby zakwalifikowanie pełnych przychodów z aukcji LTE przyczyniłoby się do osunięcia relacji długu o kolejne 0,4 pp.

Nasze prognozy jednoznacznie wskazują, że w 2017 roku margines dopuszczalnego zadłużenia zostanie niemalże w pełni wykorzystany. Dawkę pozytywnego zaskoczenia może zapewnić dynamika wpływów z podatku VAT, która nadal powinna być traktowana jako szereg dość chimerycznych danych. Scenariusz osiągnięcia relacji rządu 2,9 proc. urzeczywistnia bieżąca struktura kosztów, która charakteryzuje się dość wysokim udziałem narzutów stałych. Wśród nich istotnym obciążeniem pozostaje program Rodzina 500+, którego realizacja pozostaje dość istotnym elementem gry politycznej.



Relacja deficytu do PKB
Źródło: GUS, Bloomberg, TMS Brokers

Rynek walutowy

Bez eskalacji ryzyka politycznego w Europie i agresywniejszej postawy Fed pierwszy kwartał był wyjątkowo przyjazny dla aktywów ryzykownych i rynków wschodzących. W tym klimacie złoty był piątą najsilniejszą walutą Emerging Markets (zmiana od początku roku). W ciągu ostatniego miesiąca umocnienie złotego odbywało się w parze z wzrostem cen obligacji i przy utrzymaniu generalnie pozytywnego klimatu na rynku akcji. Z kolei od strony fundamentów gospodarczych nie otrzymaliśmy impulsów wzmacniających sentyment względem Polski. Rada Polityki Pieniężnej dalej podkreśla brak chęci do podwyżek stóp procentowych co najmniej do końca roku. Dynamiki przemysłu i handlu detalicznego przystopowały po imponujących wzrostach na przełomie roku. Od strony politycznej spór o wybór Donalda Tuska na przewodniczącego RE także nie wygląda pozytywnie. To razem sugeruje, że w aprecjacji złotego apetyt na ryzyko odgrywał dominujące znaczenie. Uważamy taki rozkład sił za niebezpieczny w dłuższym horyzoncie czasowym i z obecnego położenia widzimy więcej ryzyk mogących osłabić złotego: wybory we Francji, nowe negocjacje z Grecją, wojny handlowe USA, przyspieszenie zacieśniania Fed, kryzys finansowy w Chinach. Nieznacznie obniżamy prognozy EUR/PLN z 4,40 do 4,35 na koniec drugiego kwartału, ale podtrzymujemy ostrożne nastawienie z 4,30 na koniec roku.

Prognozy kursów złotych na koniec okresu

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2018
EUR/PLN	4.35	4.35	4.30	4.28	4.30
USD/PLN	4.10	4.07	3.91	3.79	3.84
CHF/PLN	4.03	3.95	3.91	3.86	3.81
GBP/PLN	4.94	5.00	4.89	4.86	4.94

Źródło: 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**Maciej Morawski****Analityk Techniczny****e-mail:**mmo@tms.pl; **tel.** 222766243**Kornel Kot****Analityk****e-mail:** kk@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”.