

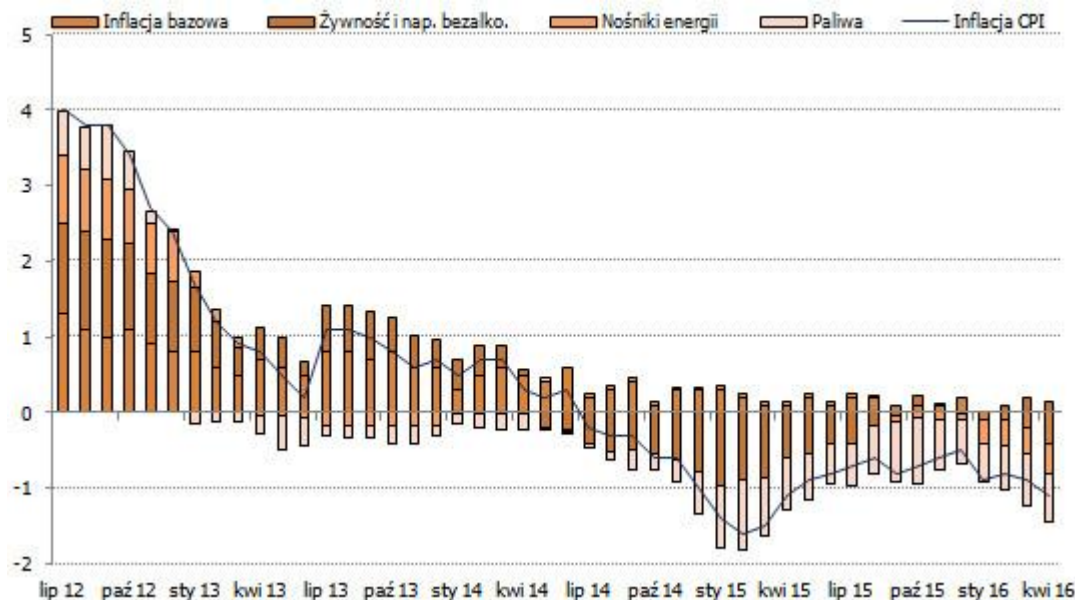
RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Data	Wskaźnik	Jednostka	Okres	Poprz. 2	Poprz.	TMS Brokers	Konsensus
11 lip	CPI	% r/r	czerwiec	-1.1	-0.9	-0.8	-0.8
12 lip	Inflacja bazowa	% r/r	czerwiec	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3
14 lip	Saldo rachunku obrotów bieżących	mln EUR	maj	-103	594	368	410
14 lip	Podaż pieniądza M3	% r/r	czerwiec	11.5	11.5	11.5	11.5
18 lip	Wynagrodzenia	% r/r	czerwiec	4.6	4.1	6.0	4.9
18 lip	Zatrudnienie	% r/r	czerwiec	2.8	2.8	2.9	2.9
19 lip	Produkcja przemysłowa	% r/r	czerwiec	6.0	3.5	2.6	5.6
19 lip	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	czerwiec	-14.8	-13.7	-8.0	-9.5
19 lip	PPI	% r/r	czerwiec	-1.2	-0.7	-1.0	-1.0
19 lip	Sprzedaż detaliczna	% r/r	czerwiec	3.2	2.2	3.2	3.7
25 lip	Stopa bezrobocia	%	czerwiec	9.5	9.1	8.8	8.7

Coraz wyżej



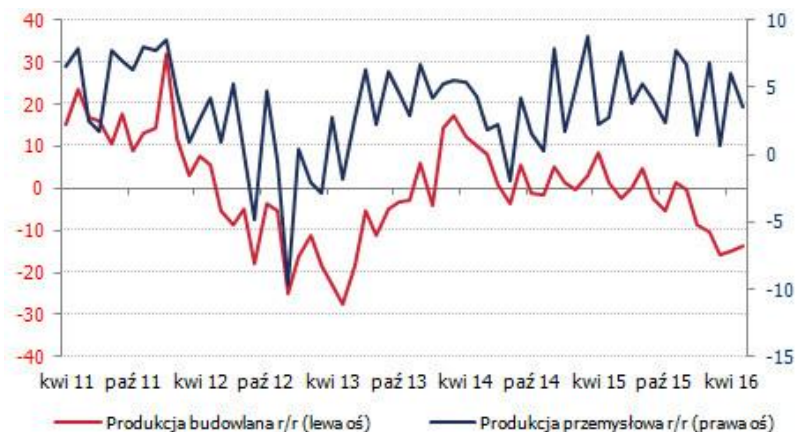
Dekompozycja inflacji CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

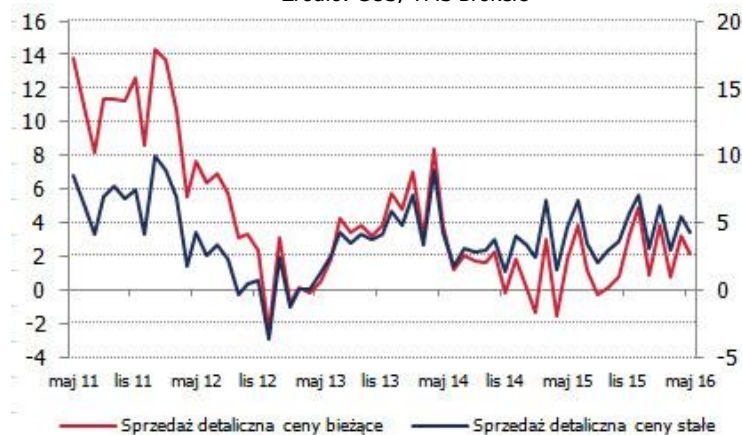
Wstępny szacunek CPI za czerwiec wskazał na kontynuację odbicia inflacji w górę do -0,8 proc. r/r z -0,9 proc. w maju. Słabnięcie deflacji dalej związane jest ze wzrostem cen w kategorii transport (wzrost cen paliw) oraz żywność. W czerwcu istotny udział miał też sezonowy wzrost cen w zakresie rekreacji i kultury. Podtrzymujemy oczekiwania, że te tendencje będą utrzymywać się w kolejnych miesiącach, w czym dodatkowo pomocne będzie wygasanie niekorzystnych efektów bazy z zeszłego roku (niskie ceny w analogicznym okresie roku poprzedniego). Podtrzymujemy oczekiwania, że Polska wyjdzie z deflacji w czwartym kwartale, ale lekko podnieśliśmy prognozę na grudzień z 0,5 proc. do 0,7 proc.

Urlopowa zadyszka

Maj rozczarował pod względem dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Produkcja wzrosła zaledwie o 3,5 proc. r/r przy prog. 4,6 proc. 5,9 proc. miesiąc wcześniej. W ujęciu miesięcznym produkcja spadła o 3,6 proc. Mniejsza liczba dni roboczych względem kwietnia tłumaczy częściowo gorsze wyniki, a szczególny przypadek przerw majowych (możliwość dwóch długich weekendów przy zaledwie dwóch dniach płatnego urlopu) mógł skutkować spadkiem aktywności gospodarczej. Z tego punktu widzenia nie należy wyciągać zbyt pesymistycznych wniosków. Wskaźniki koniunktury gospodarczej GUS pozostają wysoko, a Markit PMI dla przemysłu wskazuje na przyspieszenie liczby nowych zamówień. Ciężarem dla odczytów pozostają czynniki szczególne, jak np. górnictwo (-24,8 proc. r/r) oraz branża budowlano-montażowa (-13,7 proc.), gdzie widać przestój w realizacji projektów opartych na środkach z nowej perspektywy. Słabszy od oczekiwań wzrost sprzedaży detalicznej (2,2 proc. r/r, prog. 3,6 proc.) w pewnym stopniu można zrzucić na karb mniejszej liczby dni roboczych. Jednak stopniowo widać efekty Programu 500+, szczególnie we wzroście sprzedaży dóbr trwałych (samochody, sprzęt RTV/AGD). Stąd traktujemy majowe odczyty jako chwilową zadyszkę i podtrzymujemy oczekiwania co do silniejszego wzrostu konsumpcji w drugiej połowie roku.



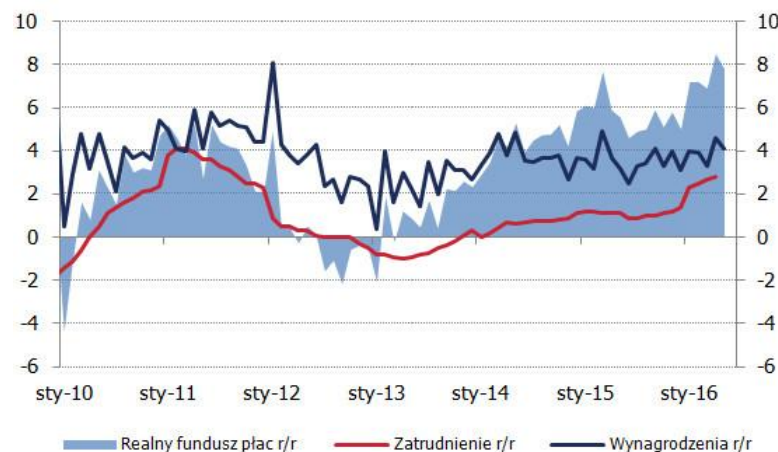
Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa
Źródło: GUS; TMS Brokers



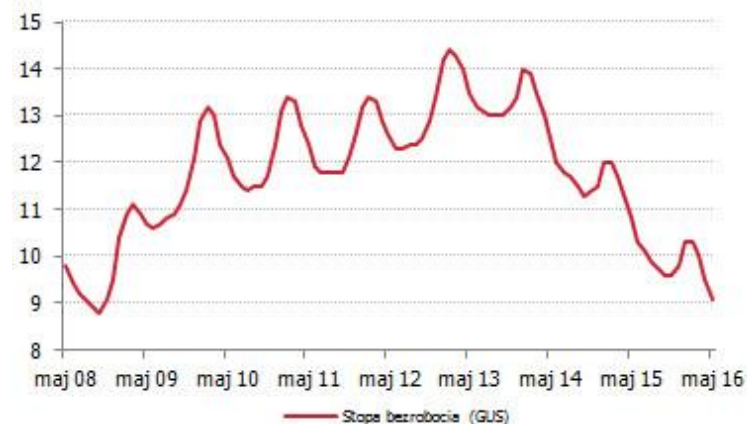
Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

Na rynku pracy dalej mocno

Majowe dane z rynku pracy potwierdzają dalszą poprawę na rynku pracy. Dynamika wynagrodzeń drugi miesiąc z rzędu utrzymała się powyżej 4 proc. r/r, z kolei wzrost zatrudnienia o 0,1 proc. m/m pomógł utrzymać roczną zmianę na 2,8 proc. Do tego dochodzi spadek stopy bezrobocia do 9,1 proc., najniżej od 2008 r. Przy utrzymującej się deflacji realny fundusz płac sięga niemal 8 proc. r/r, stanowiąc silne wsparcie dla konsumpcji prywatnej i wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Efekty te powinny się utrzymywać dalej, gdyż trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników będą skłaniać firmy do podwyższenia ofert płacowych, a większa liczba zatrudnionych będzie wpływać na wzrost skłonności do konsumpcji gospodarstw domowych.



Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna: nowy kapitan, kurs bez zmian

Na lipcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, pierwszym pod wodzą nowego prezesa NBP Adama Glapińskiego, utrzymano stopę referencyjną na 1,5 proc. Rada miała do dyspozycji nowe projekcje makroekonomiczne, gdzie zakłada się bardziej stabilne tempo wzrostu gospodarczego skutkiem rozzarowującej dynamiki w pierwszym kwartale. Obecnie prognozy przewidują średnio 3,2 proc. w 2016 r., 3,5 proc. w 2017 r. i 3,2 proc. w 2018 r. Jednakże prezes Glapiński zaznaczył na konferencji, że Rada patrzy bardziej optymistycznie. Według Glapińskiego wzrost w 2016 r. będzie bliższy 3,6 proc. niż średnia z projekcji. Prognozy inflacji zostały nieznacznie obniżone, wskazując teraz na -0,6 proc. w 2016 r., 1,3 proc. w 2017 r. i 1,5 proc. w 2018 r. Rada jednak dalej podtrzymuje stanowisko, że utrzymywanie się deflacji w najbliższych miesiącach będzie odpowiadać niskie ceny surowców na rynkach międzynarodowych, na które RPP nie ma wpływu. Ponieważ w gospodarce nie widać wpływu deflacji na decyzje gospodarstw domowych, Rada nie zamierza reagować.

Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że jak na razie widać zerowy wpływ Brexitu na Polskę, jego zdaniem Brexit nie uderzy w polską gospodarkę, a jeśli tak, to w małym stopniu. Dodał, że Polska gospodarka jest dobrze przygotowana na skutki Brexitu. Na tej podstawie widzimy niską skłonność banku centralnego do interwencji.

Zgodnie z oczekiwaniami po lipcowym posiedzeniu widać, że pod kierownictwem nowego prezesa NBP Rada Polityki Pieniężnej nie zmienia kursu. Rada z jednej strony nie widzi korzyści dla wzrostu gospodarczego w dalszych obniżkach stóp procentowych, z drugiej - deflacja ogranicza pole do zacieśniania monetarnego. Mimo to prezes Glapiński zasugerował, że Rada jest gotowa do debaty o podwyżkach, kiedy gospodarka będzie rozwijać się dużo szybciej, niż obecnie.

Zakładając przyspieszenie wzrostu gospodarczego pod wpływem polityki gospodarczej rządu oraz stopniowe odbijanie inflacji, dalej uważamy, że następnym krokiem RPP będzie podwyżka niż obniżka stóp procentowych, co naszym zdaniem nastąpi w lipcu 2017 r.

Polityka fiskalna: nie tak dramatyczne zmiany w OFE

Ministerstwo Rozwoju zaprezentowało plan reformy systemu otwartych funduszy emerytalnych (OFE), w tym wykorzystanie części środków do wparcia gospodarki i budowy oszczędności emerytalnych. Rząd zaproponował przekazanie 25 proc. najbardziej płynnych aktywów OFE do Funduszu Rezerwy Demograficznej celem realnego wzmocnienia bufora finansowego systemu emerytalnego oraz 75 proc. aktywów OFE na Indywidualne Konta Emerytalne. W ramach programu budowy kapitału planowane jest stworzenie m.in. powszechnych dobrowolnych pracowniczych i indywidualnych programów kapitałowych w ramach III filaru systemu emerytalnego, publicznych funduszy nieruchomości i nowego typu obligacji Skarbu Państwa w formie obligacji premiowych i infrastrukturalnych, a także obniżenie podatku od dochodów długoterminowych.

Plan oznacza, że przez przeniesienie ok. 35 mld zł z OFE do FDR dług publiczny zmniejszy się o ok. 2 proc. PKB. Reszta projektu reformy OFE wydaje się mniej drastyczna niż wynikało to z analiz i zapowiedzi, jakie pojawiały się w ostatnich miesiącach. Nie pojawia się presja na wyprzedaż przez OFE w udziałów w polskich spółkach akcyjnych, z kolei zachęty dla inwestowania w ramach III filaru mogą według prognoz Ministerstwa zwiększyć pulę dodatkowych oszczędności długoterminowych o 12-22 mld zł rocznie, które częściowo mogą być inwestowane na rynku giełdowym.

Rynek walutowy

Ostatnie umocnienie złotego i wymazanie pobrexitowej wyprzedzący nie przekonuje nas jako oznaka końca problemów złotego i nagłego wzrostu optymizmu inwestorów względem polskiej waluty. Dla nas spadek EUR/PLN pod 4,40 to tylko wpływ domykania krótkich pozycji w złotym przez tych, którzy liczyli, że złoty straci więcej na skutek Brexitu. Rynek pozostaje płytki, niepewność wokół sytuacji rynkowej wisi w powietrzu, a to nie są warunki, żeby złoty miał zyskiwać na wartości. Zmienność pozostanie podwyższona, co naszym zdaniem w lipcu oznacza wahania EUR/PLN w przedziale 4,35-4,47. Finalnie jednak, w kontekście wpływu brytyjskiego referendum na rynki, patrzymy w przyszłość z większym optymizmem, co systematycznie (ale powoli) powinno przekładać się na silniejszą pozycję złotego.

Mniej obaw na rynku powinno stopniowo osłabiać franka szwajcarskiego. W USA Fed pozostanie ostrożny i naszym zdaniem nie zacznie rozważać podwyżki stóp procentowych wcześniej, jak dopiero w grudniu. Ale rynek nie wycenia szans na ruch Fed przed 2018 r., co otwiera pole do poprawy pozycji USD na rynkach światowych. Dodatkowo najbliższe dane z USA powinny być wspierające. Oczekujemy spadku EUR/USD do 1,09 na koniec miesiąca. Na koniec lipca zakładamy euro po 4,41, franka po 4,05 i dolara po 4,02.

Prognozy kursów złotych na koniec okresu

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2017
EUR/PLN	4.38	4.30	4.24	4.21	4.15
USD/PLN	4.06	4.02	3.93	3.90	3.81
CHF/PLN	3.99	3.87	3.79	3.69	3.58
GBP/PLN	5.28	5.22	5.17	5.20	5.06

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**Maciej Morawski****Analityk Techniczny****e-mail:**mmo@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”.