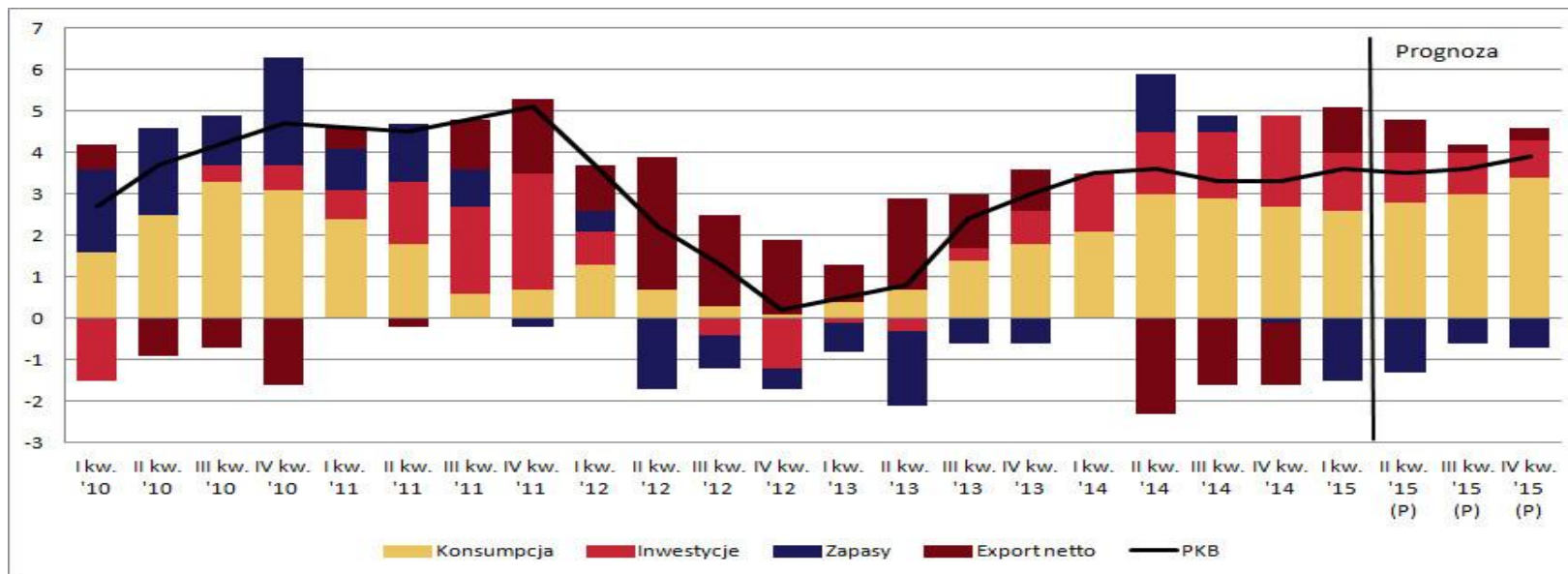


RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Gospodarka nabiera tempa



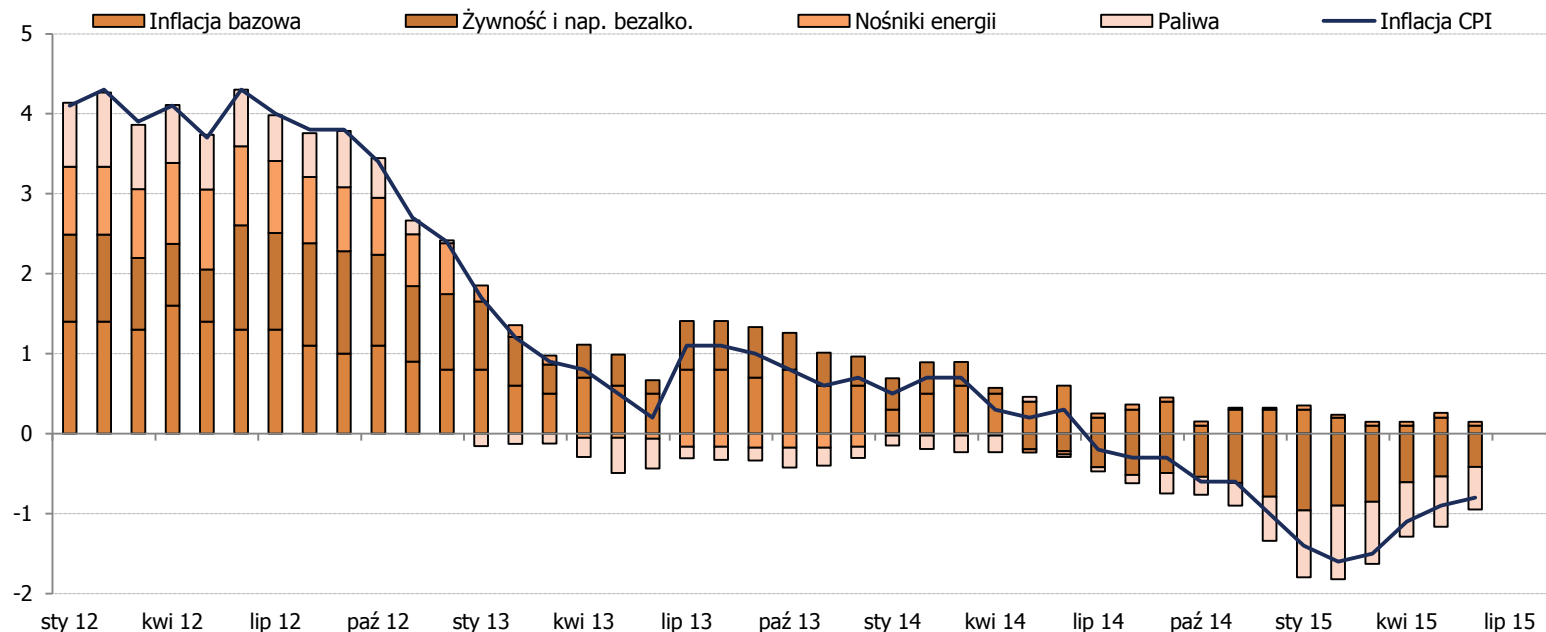
Rys. 1 PKB i jego komponenty

Źródło: GUS; TMS Brokers

Sierpień przyniesie wstępne szacunki PKB za drugi kwartał z Polski. Oczekujemy, że w tym okresie polska gospodarka rozwijała się w tempie 3,5 proc. r/r, nieco wolniej od 3,6 proc. wyznaczanych przez konsensus rynkowy. Ostatnie dane z polskiej gospodarki systematycznie wskazują, że aktywność ekonomiczna poprawia się i naszym zdaniem taka sytuacja utrzyma się do końca roku. Prowadzona przez NBP polityka niskich stóp procentowych stopniowo przekłada się na pobudzenie konsumpcji i inwestycji. Wzrost liczby zatrudnionych oraz dodatnia dynamika płac zwiększa siłę wydatkową gospodarstw domowych, przynosząc ożywienie sprzedaży detalicznej. Dane z przemysłu wskazują na wzrost zamówień w szczególności eksportowych na fali przyspieszenia gospodarczego w Europie. Kurs złotego pozostaje względnie stabilny na poziomie zapewniającym konkurencyjność. Uważamy, że te warunki będą trwać w kolejnych miesiącach i cały rok 2015 uda się zakończyć wzrostem o 3,7 proc., a w 2016 t. przyspieszyć do 3,8 proc.

Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Prognoza TMS Brokers	Konsensus	Poprzednia wartość
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	VII 2015	2015-08-13	8,2	8,0	8,3
Saldo rachunku bieżącego (mln EUR)	VI 2015	2015-08-13	20	300	1184
Inflacja CPI (% r/r)	VII 2015	2015-08-13	-0,7	-0,8	-0,8
PKB (% r/r)	II kw. 2015	2015-08-14	3,5	3,6	3,6
Inflacja bazowa CPI (% r/r)	VII 2015	2015-08-14	0,2	0,2	0,2
Zatrudnienie (% r/r)	VII 2015	2015-08-18	0,9	0,9	0,9
Wynagrodzenia (% r/r)	VII 2015	2015-08-18	2,4	3,5	2,5
Produkcja przemysłowa (% r/r)	VII 2015	2015-08-19	5,8	4,7	7,6
Produkcja bud.-montaż. (% r/r)	VII 2015	2015-08-19	-0,1	0,5	-2,5
Inflacja PPI (% r/r)	VII 2015	2015-08-19	-1,1	-1,6	-1,6
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	VII 2015	2015-08-19	2,2	2,9	3,8
Stopa bezrobocia (%)	VII 2015	2015-08-25	10,2	10,1	10,3

Ceny żywności wbrew wzorcom sezonowym



Rys. 2 Dekompozycja inflacji CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

W czerwcu deflacja w Polsce osłabiła się do -0,8 proc. r/r z -0,9 proc. r/r, ale w ujęciu miesięcznym ceny dóbr i usług konsumpcyjnych nie zmieniły się. Za osłabieniem deflacji przemawiały głównie dwa czynniki: paliwa i żywność. W pierwszym przypadku odnotowano wzrost o 1,8 proc. m/m, co jest pochodną wyższych cen ropy naftowej na przełomie kwietnia i maja. Ceny żywności natomiast wbrew sezonowym trendom nieznacznie wzrosły o 0,1 proc., mimo że zwykle okres letni przynosi ich wyraźny spadek. Jednak w pozostałych kategoriach nie widać oznak nasilania presji inflacyjnej. Zaskakujący był spadek cen łączności o 0,7 proc. m/m w wyniku potaniaenia usług telekomunikacyjnych i obniżek cen sprzętu.

Oczekujemy stopniowego wychodzenia Polski z deflacji, jednak ujemna dynamika cen prawdopodobnie nie zniknie przed IV kwartałem. Jakkolwiek niesprzyjająca pogoda (susza) będzie hamować sezonowe spadki żywności, to powrót spadkowych tendencji na rynku ropy naftowej będzie obniżał dynamikę cen paliw. W lipcu oczekujemy dalszej stabilizacji cen m/m, co powinno osłabić deflację roczną do -0,7 proc.

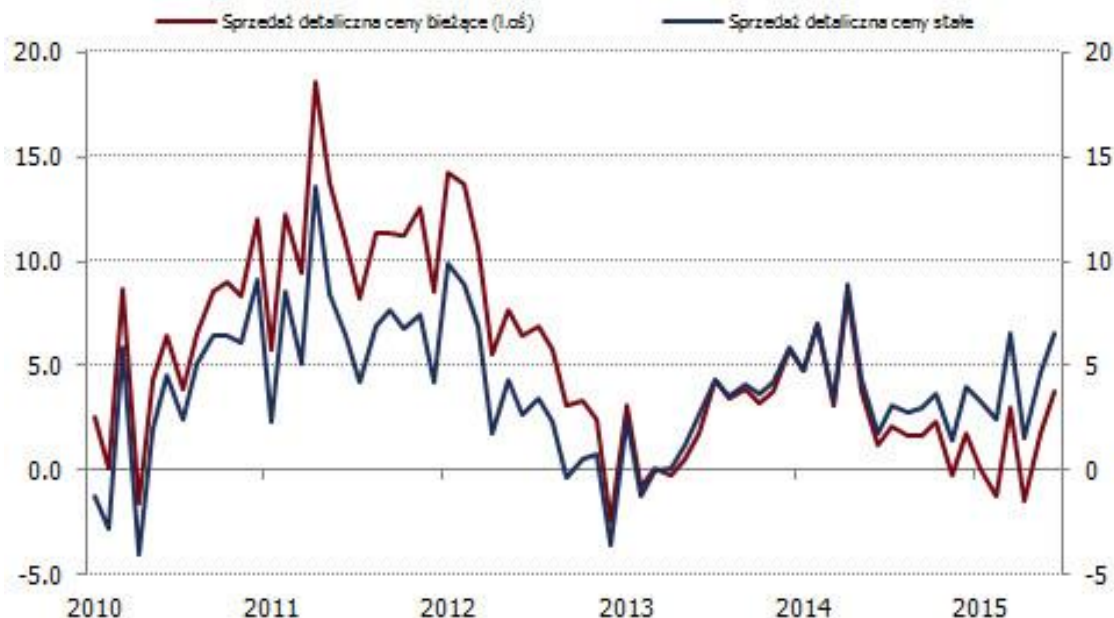
Coraz lepsza postawa krajowego przemysłu



Rys. 3 Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa
Źródło: GUS, TMS Brokers

Produkcja przemysłowa w czerwcu zaskoczyła silniejszą dynamiką wzrostu – 7,6 proc. r/r przy konsensusie 7 proc. Wysokiemu odczytowi sprzyjał korzystny bilans dni roboczych wobec analogicznego okresu poprzedniego roku, jednak głównym czynnikiem przyspieszenia dynamiki (z 2,8 proc. w maju) było solidne dobiecie przetwórstwa przemysłowego, gdzie dominują branże eksportowe. Eksport w dalszym ciągu stanowi wsparcie dla krajowego przemysłu, choć produkcja na rynek krajowy nie pozostaje w tyle. Dane potwierdzają pozytywne tendencje w gospodarce i wspierają oczekiwania na dalsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Mimo tego w lipcu zakładamy spowolnienie dynamiki produkcji do 5,8 proc. r/r, choć przede wszystkim na wygaśnięciu efekty większej liczby dni roboczych. Efekt ten powinien zostać odwrócony w sierpniu.

Popyt konsumpcyjny rozpędza się



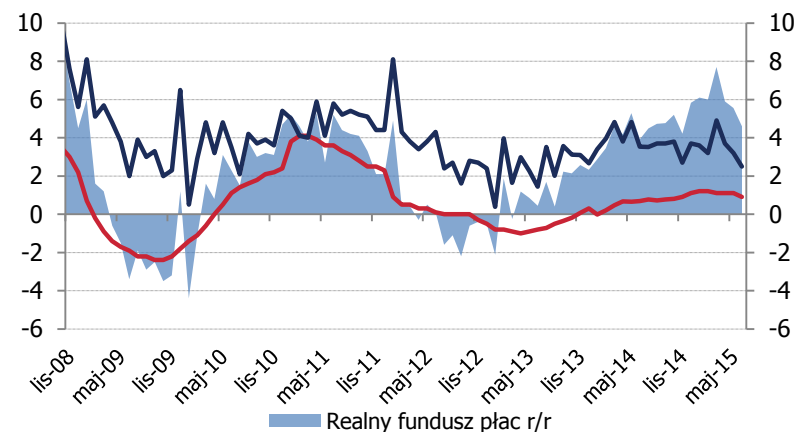
Rys. 4 Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

Czerwcowe dane o sprzedaży detalicznej wskazały, że pozytywne trendy obserwowane na rynku pracy wreszcie przynoszą skutki po stronie konsumpcji. Dynamika sprzedaży przyspieszyła do 3,8 proc. r/r z 1,8 proc. w maju, a w ujęciu realnym sprzedaż rośnie aż do 6,6 proc. Wysokie wzrosty sprzedaży samochodów (25 proc. r/r) wskazują, że skłonność do konsumpcji gospodarstw domowych wykracza poza dobra podstawowe. Dane potwierdzają nasze prognozy, że w drugim półroczu popyt konsumpcyjny będzie miał istotny wkład w dynamikę PKB. Prognozowane przez nas spowolnienie sprzedaży do 2,2 proc. r/r w lipcu ma charakter sezonowej zmienności (mniejsza liczba dni roboczych) i nie powinno zaburzyć odbioru sytuacji w gospodarce.

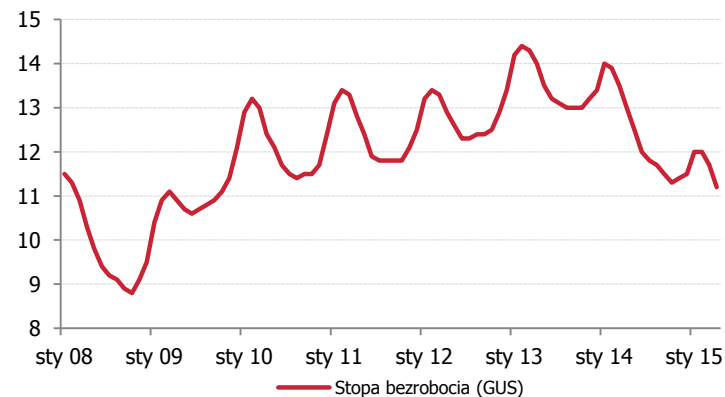
Rynek pracy dalej mocny

Czerwcowe dane z rynku pracy rozczerowały. Przeciętne zatrudnienie wzrosło jedynie o 0,9 proc. r/r wobec 1,1 proc. w maju i takich samych oczekiwaniach. Dynamika wynagrodzeń zwolniła do 2,5 proc. r/r po 3,2 proc. w maju i oczekiwanym przyspieszeniu do 4,1 proc. Za spowolnienie zatrudnienia może odpowiadać wyczerpanie miejsc pracy dla wykwalifikowanych pracowników, bądź trudność w pozyskaniu takowych, natomiast na dynamice wynagrodzeń ciąży sytuacja w górnictwie (KGHM przeniósł wypłatę premii z czerwca na kwiecień). Na razie trudno stwierdzić na ile dane są załamaniem tendencji, a na ile jednorazową anomalią i pozytywne przełożenie dla popytu konsumpcyjnego jest zagrożone. W lipcu zakładamy roczną dynamikę zatrudnienia na 0,9 proc. i tempo wzrostu płac 2,5 proc.

Stopa bezrobocia rejestrowanego w czerwcu spadła do 10,3 proc. z 10,8 proc. w maju. W ujęciu rocznym stopa bezrobocia obniżyła się o 1,7 pkt proc., zatrudnienie znalazło prawie 80 tys. osób i osiągnięto najwyższy wynik od 2007 r. Widać jednak spowolnienie tempa poprawy na rynku pracy, co może być związane z coraz bardziej utrudnionym znalezieniem wykwalifikowanych pracowników. Okres letni przynosi jednak nasilenie prac sezonowych, co naszym zdaniem w lipcu pozwoli na spadek stopy bezrobocia do 10,2 proc.



Rys. 5 Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



Rys. 6 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

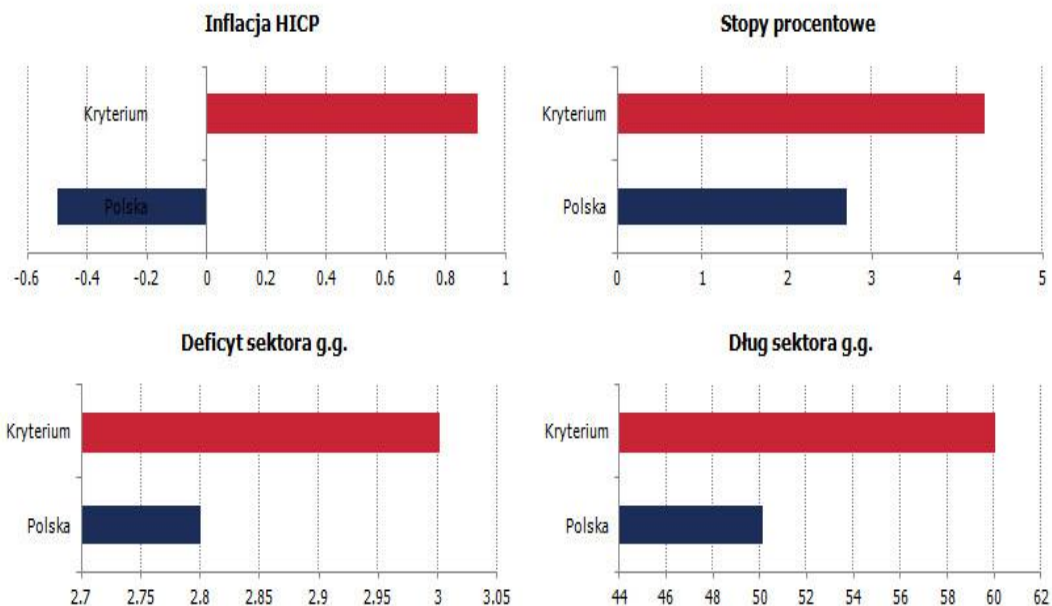
Polityka pieniężna

Na lipcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała główną stopę na 1,5 proc. Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2015 r. (cut-off date dla projekcji) – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $-1,1 \div -0,4\%$ w 2015 r. (wobec $-1,0 \div 0,0\%$ w projekcji z marca 2015 r.), $0,7 \div 2,5\%$ w 2016 r. (wobec $-0,1 \div 1,8\%$) oraz $0,5 \div 2,6\%$ w 2017 r. (wobec $0,1 \div 2,2\%$). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $3,0 \div 4,3\%$ w 2015 r. (wobec $2,7 \div 4,2\%$ w projekcji z marca 2015 r.), $2,3 \div 4,5\%$ w 2016 r. (wobec $2,2 \div 4,4\%$) oraz $2,5 \div 4,7\%$ w 2017 r. (wobec $2,4 \div 4,6\%$).

Obniżone prognozy inflacji wskazują, że Rada może dłużej niż dotychczas zakładać pozostawać w gołęmbim nastawieniu. Dodatkowo po styczniowej wymianie składu Rady nowi członkowie mogą być bardziej ostrożni w zmianie parametrów polityki pieniężnej. Z tego względu przesunęliśmy naszą prognozę pierwszej podwyżki stóp procentowych z II kwartału na III kwartał 2016 r.

Polityka fiskalna

Według finalnych danych Ministerstwa Finansów, na koniec czerwca odnotowano 26,14 mld zł deficytu, czyli 56,7% planu przewidzianego w ustawie budżetowej na cały rok. Wcześniej na podstawie danych wstępnych szacowano Według harmonogramu realizacji budżetu, przedstawionego w kwietniu, deficyt po sześciu miesiącach miał wynieść 26,58 mld zł, tj. 57,7% rocznego planu. Resort podał w "Sprawozdaniu operatywnym z wykonania budżetu państwa za styczeń-czerwiec 2015 roku", że po sześciu miesiącach tego roku dochody budżetowe zrealizowano w 46,1%, pozyskując 137,02 mld zł, zaś wydatki zrealizowano w 47,5% (tj. 163,16 mld zł). Dane wskazują, że realizacja budżetu przebiega zgodnie z planem, a nawet nieco lepiej i cel deficytu na koniec roku na poziomie nie więcej niż 46,08 mld zł jest niezagrożony.



Rys. 7 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

Kurs EUR/PLN jest obecnie wyceniany w zgodzie ze średnioterminową wartością godziwą, choć sierpień może przynieść dodatkową zmienność z dwóch powodów. Pierwszym jest bliskość podwyżki stóp w USA – spodziewamy się rozpoczęcia cyklu zacieśniania we wrześniu – dzięki czemu złoty i inne waluty rynków wschodzących znajdą się pod presją, choć polska waluta nie będzie tutaj „na pierwszej linii”. Po drugie rodzime aktywa będą uwikłane w wycenę premii za ryzyko polityczne nie tylko wynikające z przedwyborczej niepewności, ale także z działań polityków w temacie rozwiązania problemu kredytów frankowych. Solidne fundamenty polskiej gospodarki i wyróżniające się na tle regiony wskaźniki ożywienia gospodarczego są marnym wsparciem, gdyż w najbliższym czasie zejda na dalszy plan.

Na koniec sierpnia przewidujemy EUR/PLN na 4,16, USD/PLN na 3,85 i CHF/PLN na 3,92.



Rys. 8 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****Strateg Walutowy****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Błażej Kiermasz****Analityk****e-mail:** bk@tms.pl; **tel.** 222766243**Mikołaj Kszczotek****Młodszy Analityk****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”.