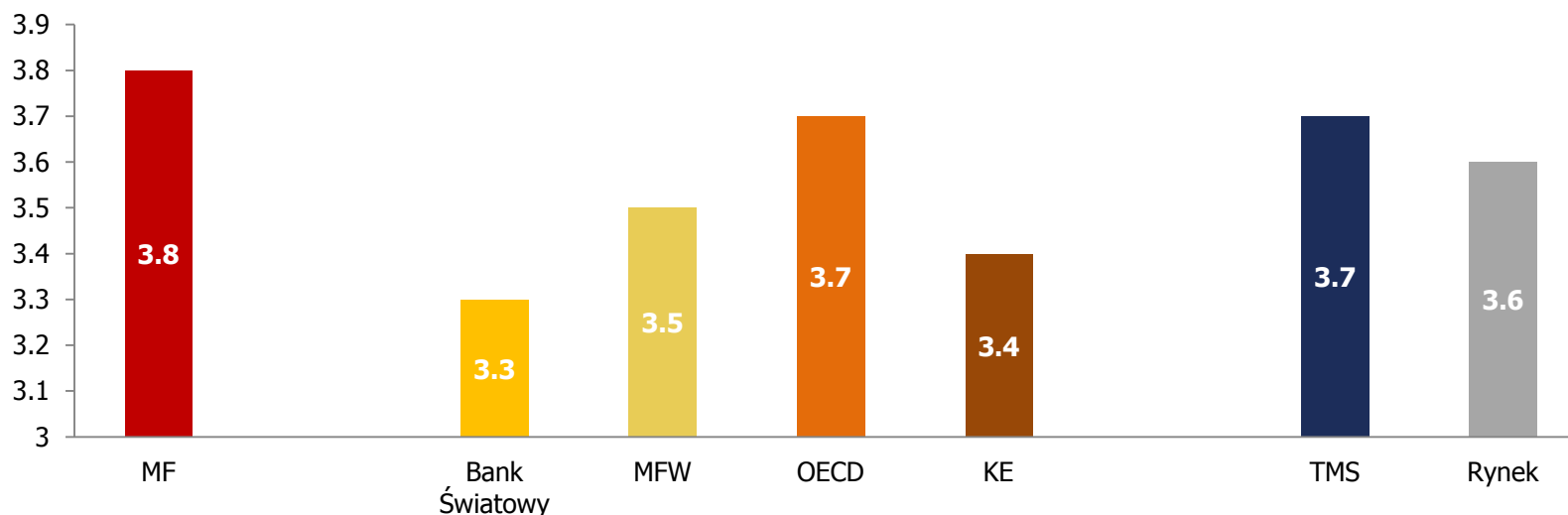


RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Niepewność zewnętrzna i wewnętrzna zagraża wzrostowi



Rys. 1 Prognozy PKB Polski na 2016 r.

Źródło: MF, Bank Światowy, MFW, OECD, KE, Bloomberg, TMS Brokers

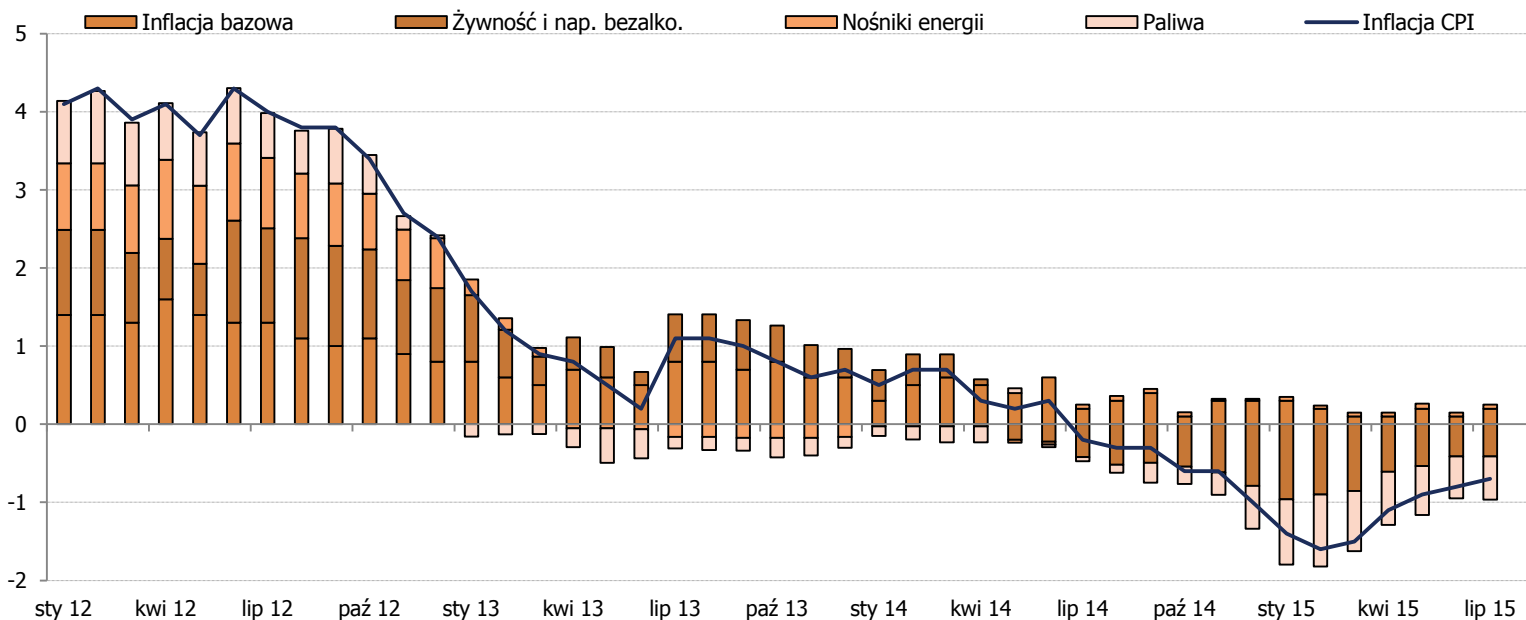
Ministerstwo Finansów podało, że zakłada w przyszłorocznym budżecie dynamikę PKB na poziomie 3,8 proc. Do niedawna była to dynamika oczekiwana także przez nas, jednak w świetle perturbacji w globalnej gospodarce jesteśmy coraz bardziej sceptyczni, czy uda się osiągnąć aż tak wysokie tempo wzrostu. Jakkolwiek relacje handlowe Polski z Chinami nie są duże (sprzedaż do Chin stanowi ok. 1 proc. całkowitego eksportu Polski), to jednak Polska jest pośrednio narażona na skutki spowolnienia gospodarczego Chin poprzez osłabienie eksportu z Europy Zachodniej (głównie Niemiec), która jest głównym partnerem handlowym Polski.

Jednocześnie podtrzymujemy optymistyczny pogląd dotyczący siły konsumpcji prywatnej i inwestycji w związku z korzystnymi trendami cenowymi oraz łagodną polityką monetarną. Zagroženiem dla prognoz pozostaje trudne do zmierzenia ryzyko polityczne. Zbyt duże obciążenia dla sektora bankowego ze strony tzw. „ustawy frankowej” mogą mieć potężne implikacje dla dynamiki kredytu, wzrostu inwestycji i ekspansji PKB. Zmiany w podatkach oraz obniżenie wieku emerytalnego także mogą zaburzyć stabilność fiskalną kraju.

Zrewidowaliśmy nasze prognozy wzrostu gospodarczego nieznacznie w dół (o 0,1 pkt proc.) do 3,6 proc. w 2015 r. i 3,7 proc. w 2016 r.

Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Prognoza TMS Brokers	Konsensus	Poprzednia wartość
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	VIII 2015	2015-09-14	7,8	8,0	8,6
Saldo rachunku bieżącego (mln EUR)	VII 2015	2015-09-14	-470	-527	-849
Inflacja CPI (% r/r)	VIII 2015	2015-09-15	-0,6	-0,7	-0,7
Inflacja bazowa CPI (% r/r)	VIII 2015	2015-09-16	0,5	0,4	0,4
Zatrudnienie (% r/r)	VIII 2015	2015-09-16	0,8	0,9	0,9
Wynagrodzenia (% r/r)	VIII 2015	2015-09-16	3,7	3,5	3,3
Produkcja przemysłowa (% r/r)	VIII 2015	2015-09-17	6,2	6,2	3,8
Produkcja bud.-montaż. (% r/r)	VIII 2015	2015-09-17	2,3	3,5	-0,1
Inflacja PPI (% r/r)	VIII 2015	2015-09-17	-2,4	-2,3	-1,7
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	VIII 2015	2015-09-17	1,2	1,5	1,2
Stopa bezrobocia (%)	VIII 2015	2015-09-23	9,9	10	10,1

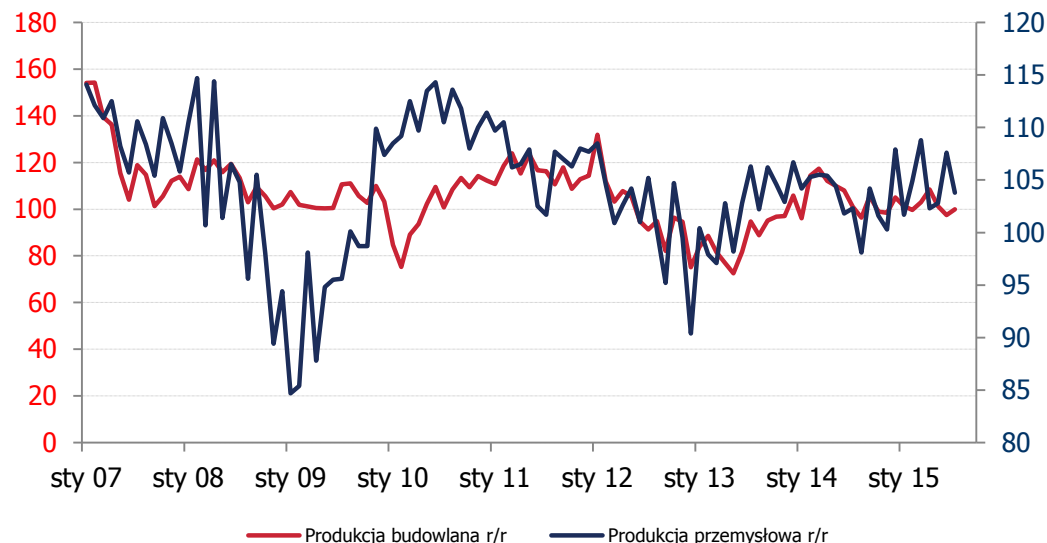
Dalszy spadek cen paliw hamuje odbicie inflacji



Rys. 2 Dekompozycja inflacji CPI
Źródło: GUS; TMS Brokers

W lipcu deflacja w Polsce osłabiła się do -0,7 proc. r/r z -0,8 proc. r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ale wbrew konsensusowi, który oczekiwał stabilizacji. Lipiec był kolejnym miesiącem, kiedy na ceny wpływ miał przede wszystkim spadek cen paliw. Natomiast ceny żywności nie miały większego wpływu dla deflacji, gdyż wzrost hamowany był lekkimi spadkami w kategoriach mięso i nabiał. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach ceny powinny rosnąć w ujęciu miesięcznym wsparte stabilizacją cen paliw oraz presją ze strony niskiej podaży żywności w związku z efektami suszy. Zakładamy, że Polska wyjdzie z deflacji w listopadzie i na koniec roku inflacja sięgnie 0,5 proc. r/r. Sierpień jednakże może być ostatnim miesiącem spadku cen (-0,3 proc. m/m), ale z uwagi na efekt niskiej bazy statystycznej, deflacja skurczy się do -0,6 proc.

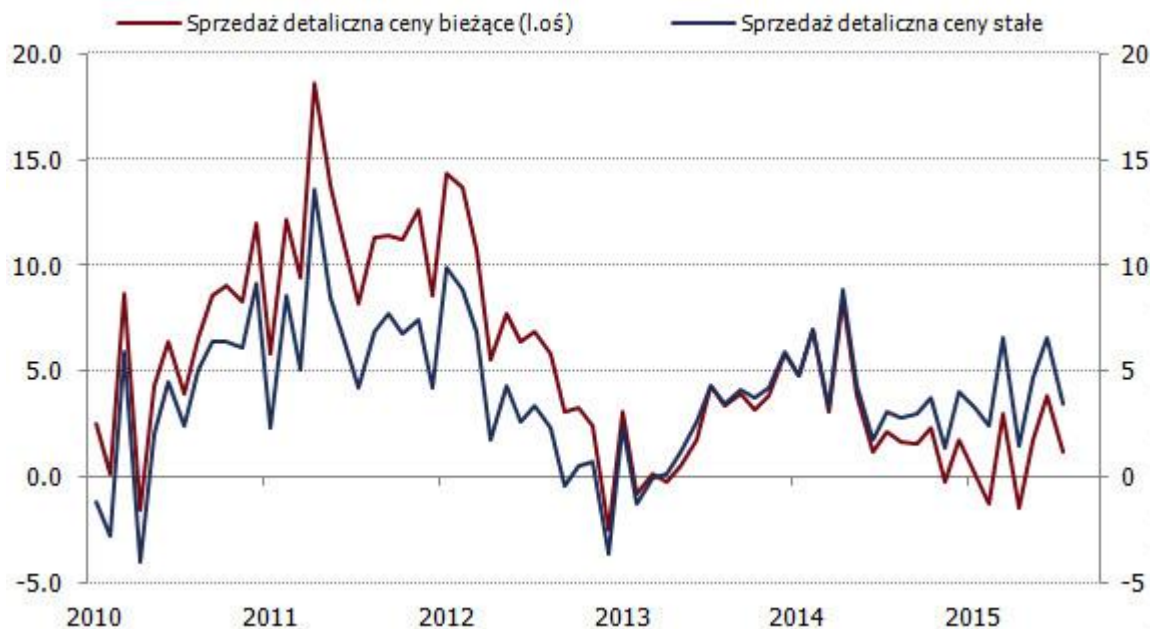
Rozwój przemysłu w normie



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

Produkcja przemysłowa w lipcu wzrosła o 3,8 proc. r/r przy oczekiwaniach rynku na poziomie 4,2 proc. i naszych 5,8 proc. Produkcja przedsiębiorstw budowlanych spadła o 0,1% r/r (tyle prognozowaliśmy, konsensus: +0,7%). Wzrost produkcji przemysłowej należy uznać za dobry, mimo że jest niższy od 7,6 proc. w czerwcu, jednak trzeba pamiętać o niekorzystnym rozkładzie dni roboczych. Ogólnie dynamika wzrostu nie odbiega istotnie od średniej z pierwszego półrocza. Z drugiej strony w danych nie widać oznak przyspieszenia ożywienia, którego spodziewaliśmy się w drugiej części roku. Widzimy ryzyka dla naszych prognoz dla III i IV kwartału, które miejmy nadzieję rozwieją dane w kolejnych miesiącach. W sierpniu zakładamy przyspieszenie dynamiki produkcji do 6,2 proc. r/r, choć będzie się to wiązać z osłabieniem produkcji m/m o 6,3 proc.

Odreagowanie silnego czerwca w sprzedaży



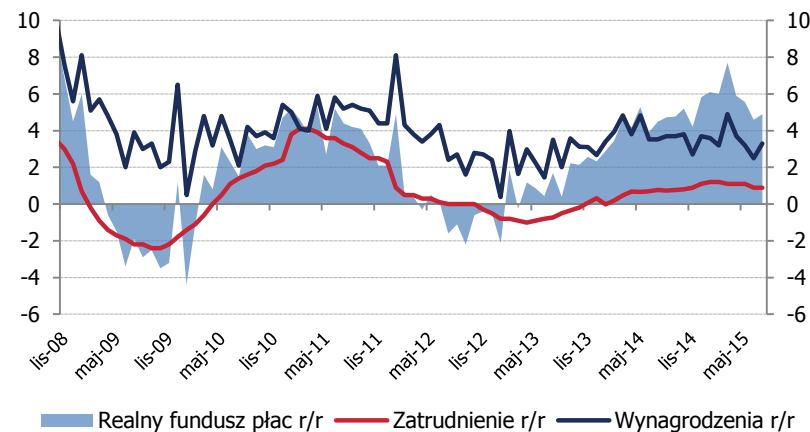
Rys. 4 Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

Sprzedaż detaliczna w lipcu odnotowała silne spowolnienie do 1,2 proc. r/r z 3,8 proc. w czerwcu. Za słabym wynikiem w głównej mierze stało odreagowanie solidnego wzrostu sprzedaży w poprzednim miesiącu oraz niekorzystny układ dni roboczych. Jednak w ogólnym obrazie dane nie wprowadzają niepokoju o hamowanie konsumpcji. Dobre odczyty indeksów nastrojów konsumentów oraz pozytywne tendencje na rynku pracy powinny podtrzymać solidną dynamikę sprzedaży w kolejnych miesiącach. Dane sierpniowe mogą jeszcze być obciążone wpływem upałów, które negatywnie przekładały się na skłonność Polaków do wychodzenia do sklepów i dlatego spodziewamy się wzrostu sprzedaży tylko o 1,2 proc. r/r.

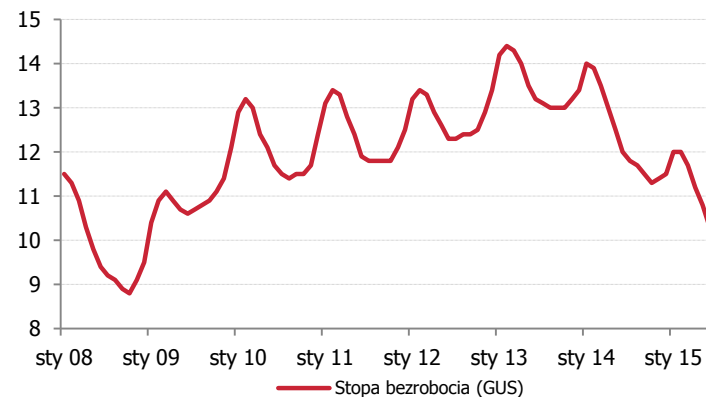
Rynek pracy dalej mocny

Lipcowe dane z rynku pracy nie zaskoczyły. Przeciętne zatrudnienie utrzymało dynamikę wzrostu na poziomie 0,9 proc. r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami i rynku. Dynamika wynagrodzeń przyspieszyła do 3,3 proc. r/r po 2,5 proc. w czerwcu przy konsensie 3,2 proc. i naszej prognozie 2,4 proc. Niska dynamika zatrudnienia potwierdza wyczerpywanie się miejsc pracy dla wykwalifikowanych pracowników, bądź trudność w pozyskaniu takowych, podnosząc ryzyko presji palcowej, a w dalszej kolejności - inflacyjnej. Mimo to po dwóch miesiącach wciąż ciężko jednoznacznie stwierdzić występowanie takich zmian na rynku pracy. W sierpniu spodziewamy się dalszego spowolnienia zatrudnienia do 0,8 proc. r/r przy przyspieszeniu dynamiki płac do 3,7 proc.

Stopa bezrobocia rejestrowanego w lipcu spadła do 10,1 proc. z 10,3 proc. w czerwcu i jest najniższa od 2008 r. W ujęciu rocznym stopa bezrobocia obniżyła się o 1,7 pkt proc., a liczba bezrobotnych skurczyła się o 37 tys. Okres letni przynosi nasilenie prac sezonowych, co naszym zdaniem pozwoli w sierpniu na spadek stopy bezrobocia do 9,9 proc.



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



Rys. 6 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna

Na wrześniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała główną stopę na 1,5 proc. RPP oczekuje stopniowego wzrostu inflacji w kolejnych kwartałach, ale widzi ryzyka osłabienia tempa wzrostu przez spowolnienie gospodarek rynków wschodzących i niskie ceny ropy naftowej. Z drugiej strony Rada jest „nieprzesadnie przejęta” sytuacją w Chinach. Komunikat nie był zaskoczeniem i wpisywał się w trzon retoryki innych banków centralnych.

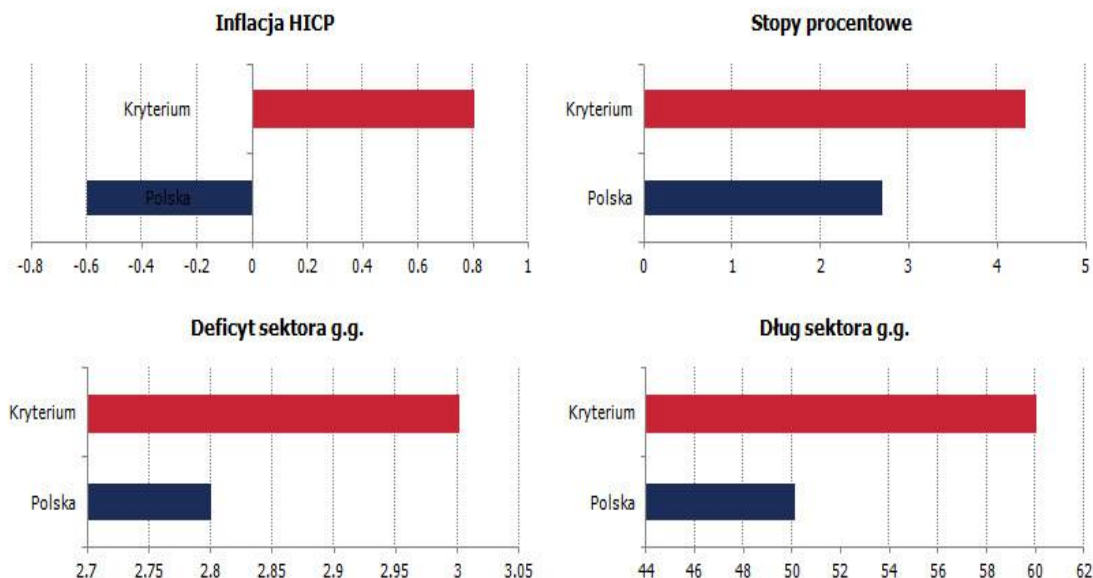
Prezes Belka zapytany o możliwe zmiany celu inflacyjnego (obecnie 2,5 proc. $r/r \pm 1$ proc.) stwierdził, że nie ma takich planów. Jest to ważna informacja, gdyż zmiana celu (prawdopodobnie obniżenie) oznaczałaby obniżenie długoterminowych oczekiwań dotyczących stóp procentowych z presją na długi koniec krzywej rentowności obligacji skarbowych, co mogłoby wywołać negatywną presję na złotego.

Komunikat zgodnie z oczekiwaniami sugeruje, że Rada nie planuje zmian w stopach procentowych do końca kadencji większości członków Rady, tj. marca 2016 r. Naszym zdaniem do pierwszej podwyżki stóp procentowych dojdzie w III kw. 2016 r.

Polityka fiskalna

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów, na koniec sierpnia deficyt budżetowy wyniósł 25,9 mld zł, czyli 56 proc. planu przewidzianego w ustawie budżetowej na cały rok. Oznacza to, że deficyt jest niższy do planu. Wiceminister finansów Hanna Majczyk poinformowała, że na koniec roku deficyt powinien być mniej więcej na poziomie zakładanym w tegorocznej ustawie budżetowej (ok. 46 mld zł), co wynika m.in. niższych dochodów z VAT, choć w części zostaną one zrekompensowane dochodami z innych źródeł.

Rząd przyjął, że w przyszłym roku dochody podatkowe będą niższe niż zaplanowane w tym roku (zgodnie z planem w 2016 r. mają wynieść 268,4 mld zł, a plan na ten rok przewiduje 269,8 mld zł). Wiceminister wyjaśniła, że jednym z elementów planowania dochodów na przyszły rok jest baza i spodziewany spadek dochodów - zwłaszcza z VAT z powodu deflacji - obniża poziom startowy, od którego liczone są przyszłe dochody.



Rys. 7 Kryteria konwergencji z Maastricht, Źródło: MF, TMS Brokers

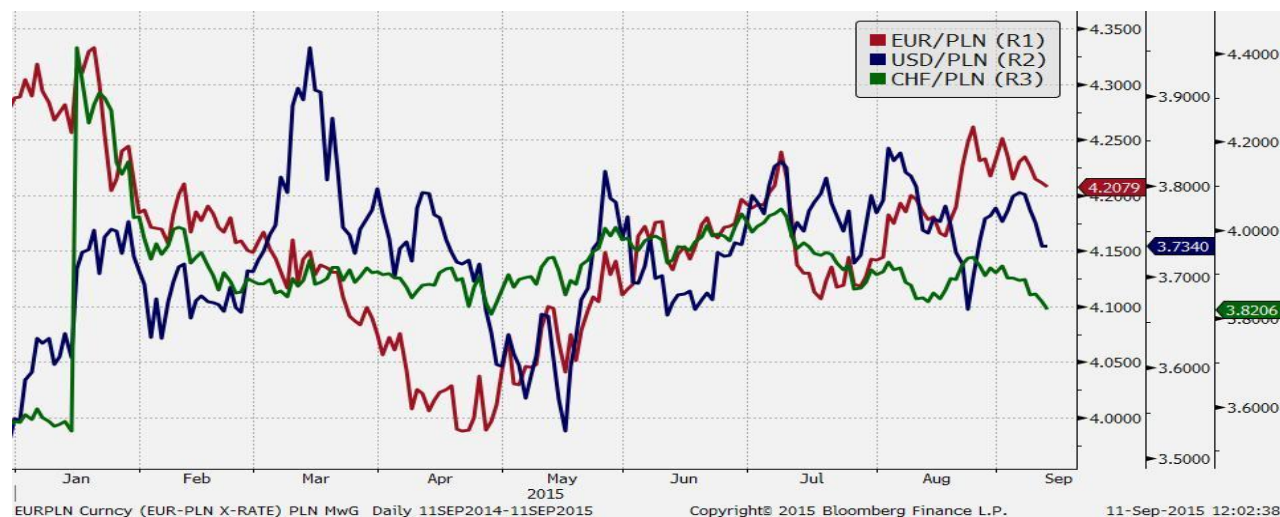
Kryteria konwergencji nominalnej to:

- 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

Oczekujemy, że we wrześniu złoty powinien być jedną z silniejszych walut w segmencie emerging markets. Oczekujemy umocnienia do euro i franka i skromnego wzrostu USD/PLN. Utrzymujemy, że Fed z możliwie najłagodniejszym przesłaniem podniesie stopy we wrześniu. Zdejmie to z aktywów rynków wschodzących element niepewności, który obecnie podnosi awersję inwestorów do angażowania się w ryzykowne inwestycje. Powoli słabnące obawy o chińską gospodarkę również powinny się przekładać na stopniowe umocnienie złotego.

Premia za ryzyko polityczne związane z luźną polityką fiskalną i monetarną w przypadku wygranej PiS w wyborach parlamentarnych (bazując na sondażach) także ciąży na złotym, ale będzie silniej rozgrywana na finiszu kampanii i w pierwszym tygodniu po wyborach. Później powinna być stopniowo wygaszana i trzymamy się naszej prognozy EUR/PLN 4,15 na koniec roku, aczkolwiek droga do celu będzie wyboista.



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”.