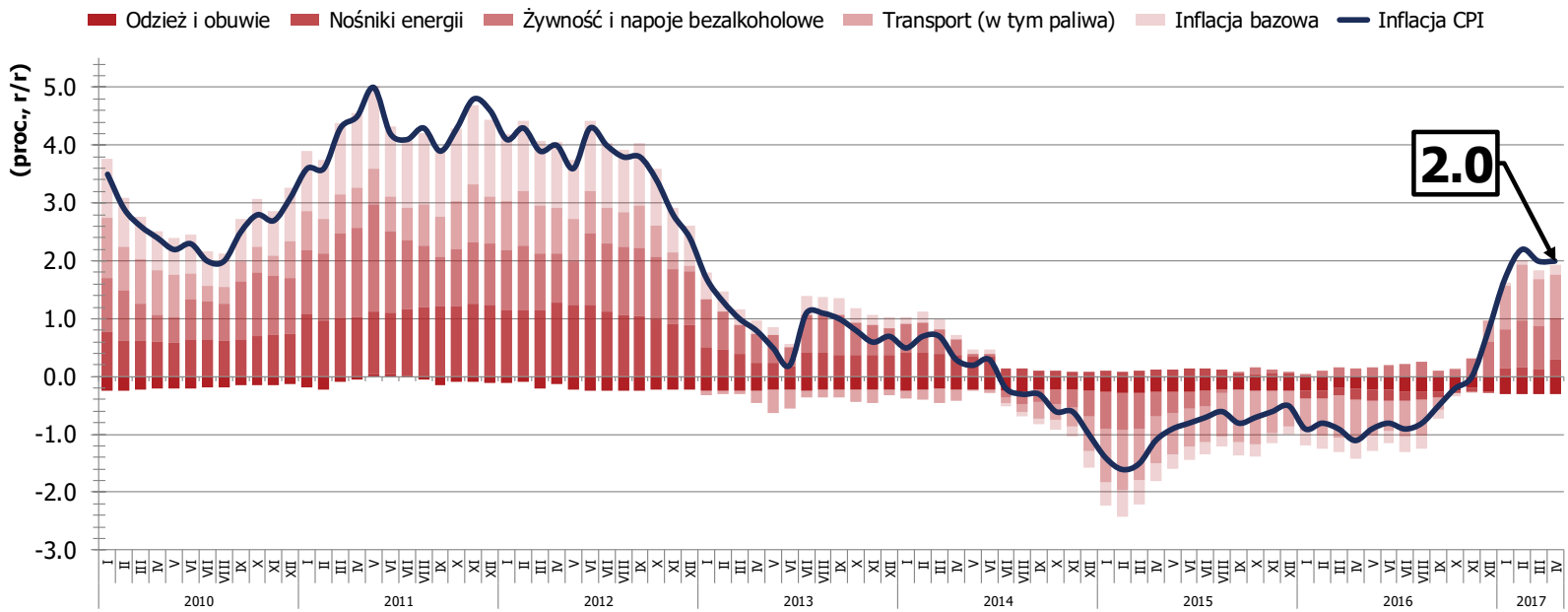
TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE

Data	Wskaźnik	Jednostka	Okres	Poprz. 2	Poprz.	TMS Brokers	Konsensus
12 maj	CPI	% r/r	kwiecień	2,2	2,0	2,0	2,0
12 maj	Podaż pieniądza M3	% r/r	kwiecień	8,2	7,7	7,8	7,1
15 maj	Saldo rachunku obrotów bieżących	mln EUR	marzec	2 457	-860	-1 128	-319
18 maj	Wynagrodzenia	% r/r	kwiecień	4,0	5,2	4,7	4,4
18 maj	Zatrudnienie	% r/r	kwiecień	4,6	4,5	4,6	4,5
19 maj	PPI	% r/r	kwiecień	4,4	4,7	4,6	4,5
19 maj	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	kwiecień	-5,4	17,2	4,6	6,8
19 maj	Produkcja przemysłowa	% r/r	kwiecień	1,2	11,1	9,0	1,9
19 maj	Sprzedaż detaliczna	% r/r	kwiecień	7,3	9,7	7,8	9,0
25 maj	Stopa bezrobocia	%	kwiecień	8,5	8,1	7,7	7,7

Chwilowa stabilizacja presji



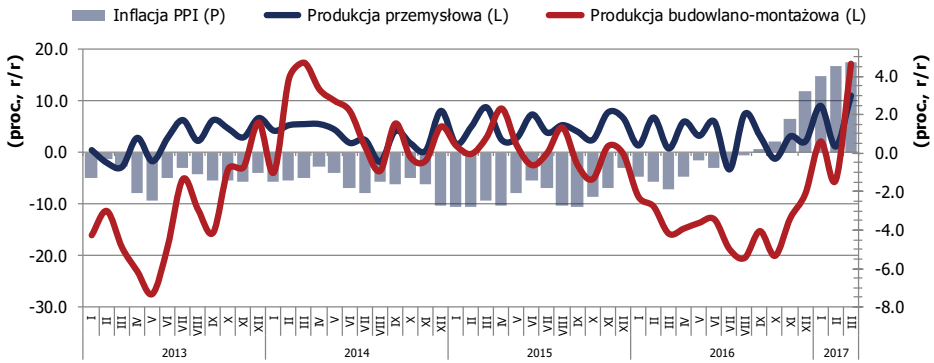
Dekompozycja inflacji CPI
Źródło: GUS; TMS Brokers

Kwietniowa publikacja inflacji CPI nie zaskoczyła bacznych uczestników rynku. Przed podaniem wstępnego szacunku spodziewaliśmy się komunikatu, w którym dynamika cen konsumenta znajduje się równo 2,0 proc. nad kreską. Czynnikiem najsilniej wpływającym na trajektorię inflacji pozostają dynamicznie kształtujące się ceny ropy naftowej na światowych rynkach, które względem końca marca zapewniły 13-groszowy skok benzyny bezołowiowej. Zestawiając ze sobą ceny średniomiesięczne można zauważyć, że kierunek ich zmian jest zgoła przeciwny. Według GUS w kwietniu paliwa zdążyły potanieć o niecały procent. Komponentem istotnie warunkującym zmiany indeksu pozostaje żywność, której ceny na przestrzeni roku wzrosły o dokładnie 3,0 proc. Wyparcie kolekcji jesienno-zimowej przez jej wiosenno-letnie odpowiedniki przyczyniło się do lekkiego wzrostu cen odzieży i obuwia, aczkolwiek wyłącznie w ujęciu miesiąc do miesiąca. Zestawiając ceny z kwietnia 2016 i 2017 roku można zauważyć, że za tego typu dobra nadal płacimy o 5,3 proc. mniej.

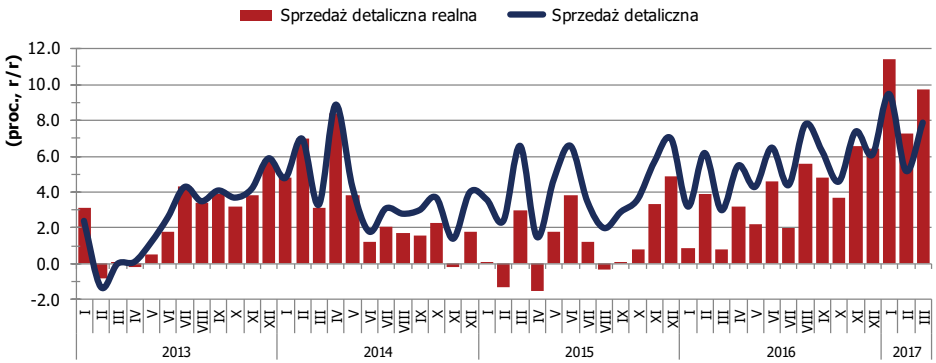
Produkcja wyraźnie zwiększa obroty

Publikacja przez GUS rozczarowujących wskazań produkcji przemysłowej za luty (1,2 proc. r/r) nie napawała ponadprzeciętnym optymizmem przed szacunkami za marzec. Uczestnicy rynku mieli z tyłu głowy fakt, że tegoroczny marzec będzie zdecydowanie bardziej pracowity niż ten z 2016 roku, gdy ilość rzeczywiście przepracowanych godzin w gospodarce zredukowały święta Wielkiej Nocy. Z miesiąca na miesiąc produkcja przemysłowa odnotowała skok rzędu 17,6 proc., gwarantując tym samym najwyższą roczną dynamikę od ponad sześciu lat, tj. na poziomie 11,1 proc. Według urzędu wzrost produkcji w ujęciu rok do roku odnotowało aż 29 z 34 gałęzi przemysłu. Najsilniejszy przyrost wolumenu wytworzonych dóbr dotyczy przedsiębiorstw wytwarzające maszyny i urządzenia (22,9 proc.), a także towary z surowców mineralnych niemetalicznych (21,9 proc.). Swój gorszy miesiąc odnotowało górnictwo – wydobycie węgla kamiennego i brunatnego spadło o 7,9 proc. r/r.

Dodatkową dawkę zaskoczenia zapewniła produkcja budowlano-montażowa. Wyższe temperatury w marcu oraz mniejsza liczba opadów to czynniki, które zapewniły 18,6 proc. przyrost zamówień z zakresu wznoszenia budynków. W ujęciu miesięcznym najsilniejszy skok zanotowała produkcja obiektów inżynierii lądowej oraz wodnej, bowiem względem lutego należy mówić o ich 72,4 proc. przyroście. Finalnie działania obejmujące dodatkowo roboty o charakterze inwestycyjnym i remontowym odnotowały roczny wzrost rzędu 17,2 proc. wobec 15,8 proc. zniżki z marca 2016 roku.



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



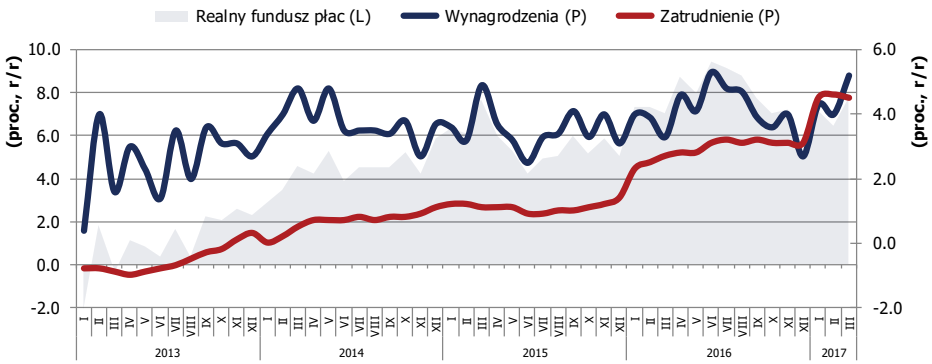
Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

Wejście na 26-letnie minima

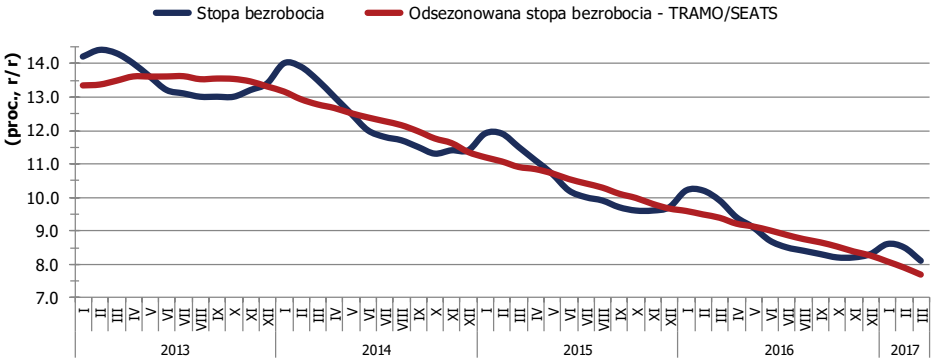
Obecnie należy mówić o szczytowej formie polskiego rynku pracy, na którym została przełamana passa dodatniej różnicy pomiędzy dynamiką zatrudnienia oraz przyrostem płac. Miesięczny przyrost wynagrodzeń w marcu był zdecydowanie wyższy niż można byłoby się tego uprzednio spodziewać, bowiem wskazanie rzędu 6,3 proc. to zasługa obecności silniejszych efektów sezonowych związanych ze świętami Wielkiej Nocy.

Pomimo dość odważnego skoku wynagrodzeń, należy mieć na uwadze dość stabilne trendy w ilości obsadzonych wakatów. Od stycznia obserwuje się plasowanie dynamiki zatrudnienia w przedziale 4,5-4,6 proc. r/r. W odróżnieniu od rynkowego konsensusu uważamy, że za kwiecień należy się spodziewać przyrostu rzędu 4,6 proc. z racji na dostatecznie silne efekty kalendarza.

Wśród danych z rynku pracy prawdziwą gwiazdą jest stopa bezrobocia, która według naszych prognoz powinna pierwszy raz od 26 lat uplasować się poniżej progu 8,0 proc., tj. na poziomie 7,7 proc. Nasze wstępne prognozy potwierdziło Ministerstwo Pracy, Rodziny i Polityki Społecznej, według którego notuje się intensyfikację procesów związanych z aktywizacją zawodową. Z czysto statystycznego punktu widzenia można stwierdzić, że na polskim rynku pracy obserwuje się wyraźne osłabienie niekorzystnych efektów sezonowych.



Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



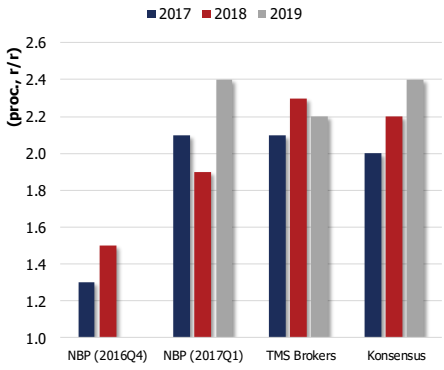
Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna: zerowy efekt ujemnych stóp

W trakcie kwietniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej nastąpiło lekkie przebudzenie jastrzębich głosów. Nasilenie się procesów inflacyjnych w polskiej gospodarce będzie skutkowało sprzeciwem bardziej konserwatywnych członków w sprawie utrzymania bieżących parametrów na niezmienionym poziomie. Zwolennicy dość restrykcyjnej polityki nie dysponują swego rodzaju asem w rękawie, którym mogłaby być obecność dostatecznie silnej trajektorii inflacji bazowej. To właśnie powyższy czynnik jest traktowany przez Radę jako bariera do zmiany stóp na wyższe.

Co ważne, podczas ostatniej konferencji Glapiński stwierdził, iż utrzymywanie się zjawiska ujemnych realnych stóp procentowych nie powinno mieć istotnego przełożenia na sytuację gospodarczą. Dodatkowo zdaniem prezesa NBP najbliższe miesiące nie będą stały pod znakiem nasilenia presji płacowej. Powyższy fakt zdaje się odbierać kolejny argument z ręki tych, którzy uważają, że obecne tendencje inflacyjne charakteryzują się dostatecznym stopniem inercji.

Mając na uwadze obecne podejście Rady Polityki Pieniężnej do zmiany stóp procentowych, należy zwrócić uwagę na inny czynnik mogący istotnie wpłynąć na dalsze decyzje – jest nim luka popytowa, której drastyczne zmniejszenie będzie utożsamiane przez Adama Glapińskiego, prezesa NBP, z faktem stopniowego przegrzewania się gospodarki. Powyższy scenariusz wydaje się być nieco bardziej prawdopodobny, bowiem Rada mogła wykorzystywać w swoich analizach nieco pesymistyczne projekcje. Obecnie członkowie są zgodni, iż w trakcie lipcowego posiedzenia nastąpi publikacja bardziej wystromionej ścieżki wzrostu, której naszym zdaniem będzie zdecydowanie bliżej do 4,2 proc. za czwarty kwartał.

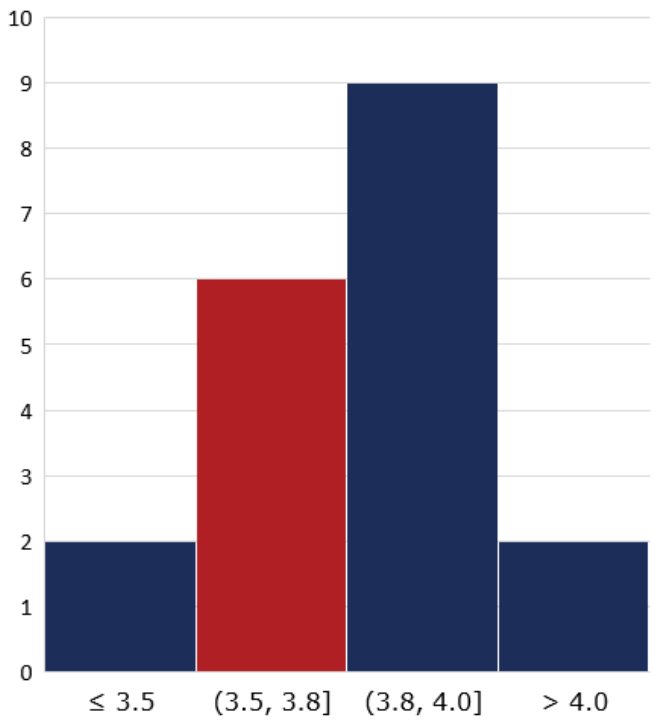


Prognozy inflacji CPI
Źródło: NBP, Bloomberg, TMS Brokers

Polityka fiskalna: wzrost uratuje budżet

Zaskakująco silny przyrost marcowej produkcji przemysłowej skłonił większość ekonomistów do rewizji swoich prognoz wzrostu na nadchodzące kwartały. Zgodnie z nowym konsensusem uczestnicy rynku spodziewają się wyższej dynamiki PKB niż jest to przewidziane w ustawie budżetowej. Z punktu widzenia obecnej realizacji planu, tj. wykonania wydatków w 22,7 proc., możliwym jest utrzymanie stosunkowo niskiej relacji deficytu do PKB.

Ziszczenie się bardziej optymistycznego scenariusza powinno odsunąć czarne chmury, które nad polską gospodarką rozpostarła agencja Fitch. Według niej Polska jest obarczona największym ryzykiem dla pogorszenia sytuacji fiskalnej wśród pięciu wiodących państw Europy Środkowo-Wschodniej. Fitch uważa, że gabinet Beaty Szydło traktuje 3 proc. kryterium jako swego rodzaju kotwicę fiskalną w działaniach mających na celu podtrzymanie poluzowanej polityki pieniężnej.



Rozkład prognoz wzrostu gospodarczego za I kw.
Źródło: Bloomberg

Rynek walutowy

Na przełomie kwietnia i maja złoty korzystał z poprawy apetytu na ryzyko na rynkach globalnych, ale uważamy, że jego umocnienie było za silne i zbyt szybkie i teraz nachodzi zwrot. W odróżnieniu od sytuacji w ubiegłym roku polityka gospodarcza polskiego rządu przestała skupiać uwagę inwestorów, ale to za mało, by wyprowadzić złotego do miana najatrakcyjniejszej waluty rynków wschodzących. Problemem pozostają relatywnie niskie stopy procentowe, a niechęć RPP do podwyżek stóp procentowych oddziałuje dodatkowo negatywnie na złotego. Już teraz widać załamanie cen ropy naftowej i metali przemysłowych, a korekta szybko może „rozlać się" na rynek akcji, ciągnąc za sobą inne ryzykowne aktywa, w tym waluty rynków wschodzących. Wówczas złoty może równie szybko tracić na wartości, co ostatnio zyskiwał, a EUR/PLN może łatwo wrócić ponad 4,30.

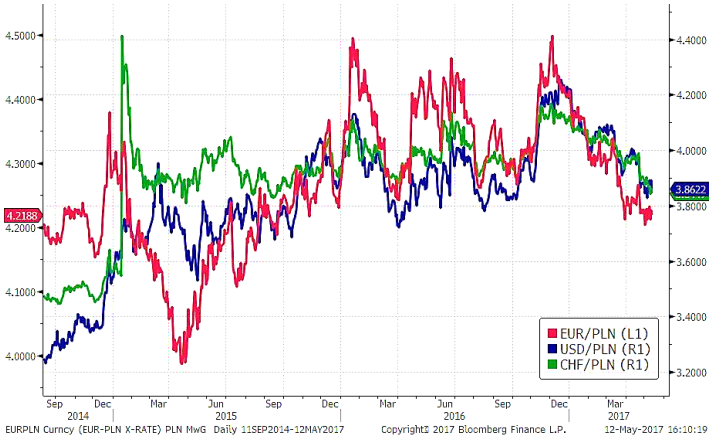
Wygasające napięcia geopolityczne zdejmują część presji aprecjacyjnej z franka szwajcarskiego. Niestabilność rynku surowców, obawy o powrót spadków na rynku akcji w Chinach czy szoki wywołane protekcjonistyczną polityką prezydenta Trumpa to potencjalne tematy zapalne, o których inwestorzy wiedzą i które będą ich powstrzymywać z całkowitej i szybkiej „przesiadki" z franka na inne waluty. W rezultacie nie widzimy pola do dalszego osłabienia franka. Wręcz przeciwnie, spodziewany powrót gorszego sentymentu na rynki globalne będzie windował CHF/PLN w stronę 4,00.

Najmniej optymistyczni jesteśmy wobec funta szterlinga. Naszym zdaniem nawet w wypadku przyspieszonych wyborów parlamentarnych, twardy Brexit pozostaje najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Dane makro stopniowo wskazują na negatywne konsekwencje rozwodu z UE, w tym silnej deprecjacji funta. Przewidujemy powrót osłabienia GBP do głównych walut, choć w relacji GBP/PLN odreagowanie siły złotego może być dominujące i funt będzie znowu kosztował ok. 5,07 zł.

Prognozy kursów złotowych 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	5.09	5.00	4.89	4.86	4.94

Źródło: TMS Brokers



EUR/PLN, USD/PLN, CHF/PLN – wykres godzinowy
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

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".