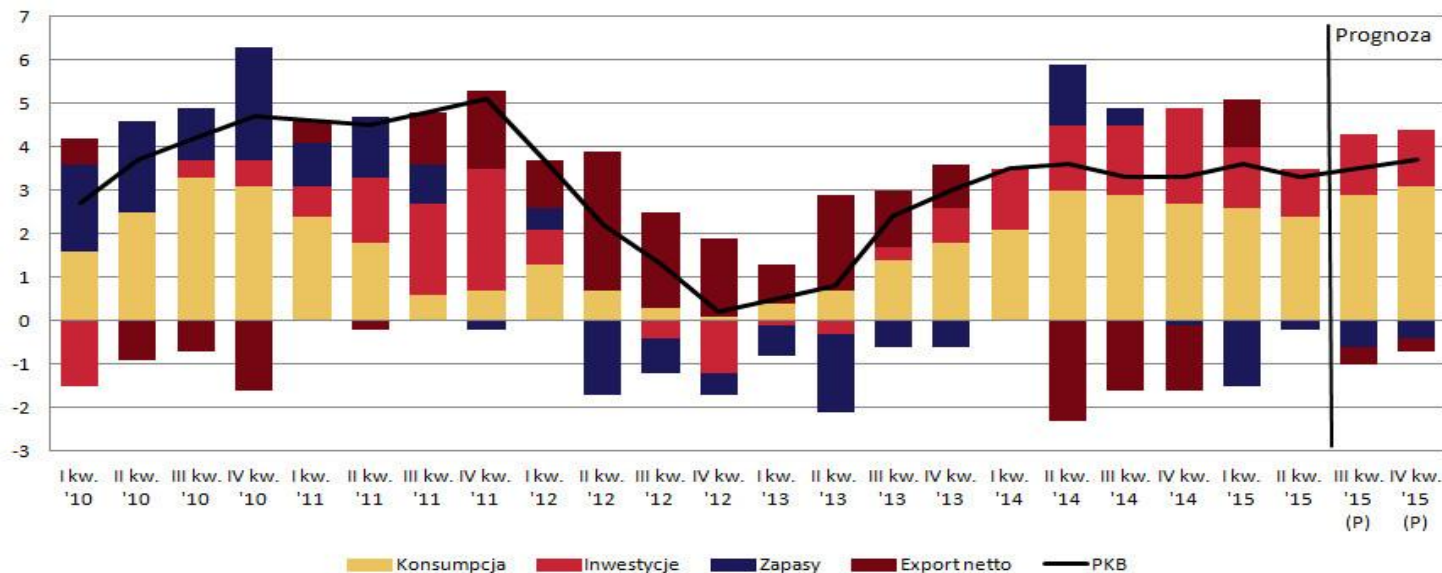


RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



Szybciej, ale nie wystarczająco szybko



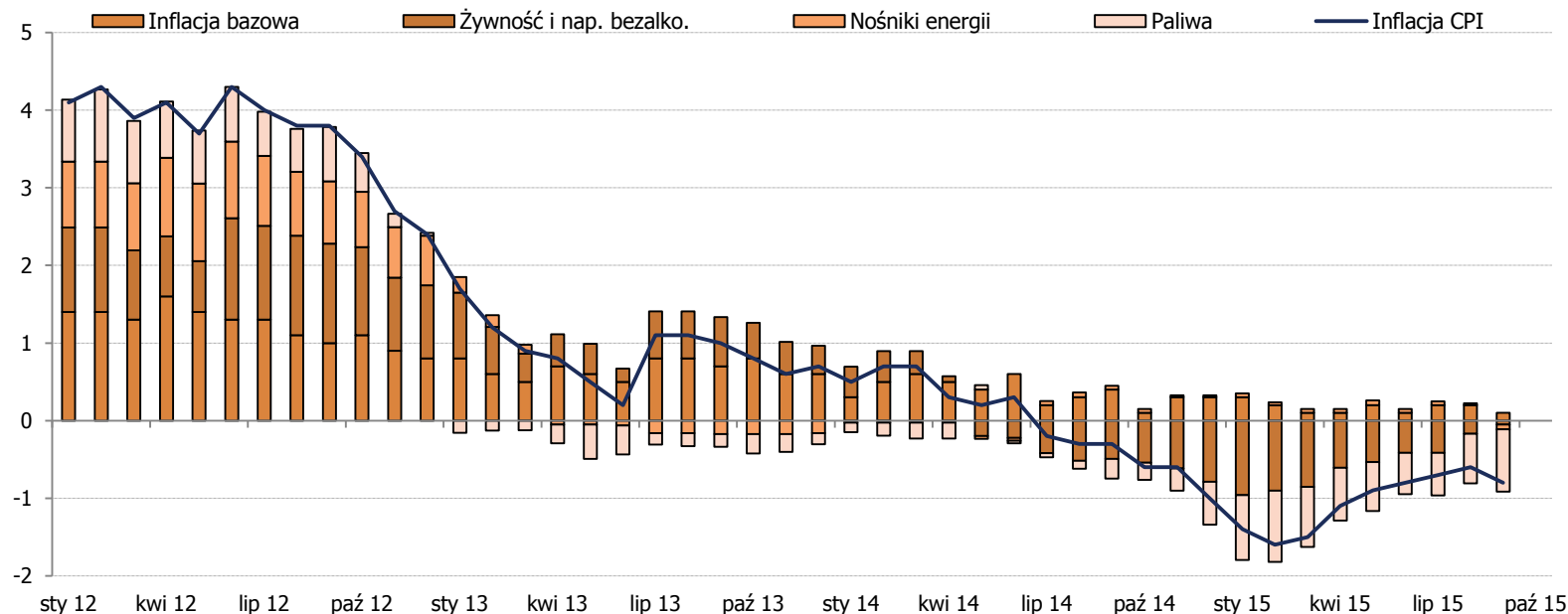
Rys. 1 PKB i jego komponenty

Źródło: GUS; TMS Brokers

Oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego w trzecim kwartale, choć nasze szacunki są niższe od tego, co jeszcze zakładaliśmy kilka miesięcy temu. Po 3,3 proc. r/r osiągniętych w drugim kwartale, w okresie lipiec-wrzesień tempo powinno wzrosnąć do 3,5 proc. Dane miesięczne z gospodarki wskazują, że przemysł utrzymuje wzrostową tendencję, choć ostatnio tempo wzrostu nieco osłabło. Rozczarowuje dynamika sprzedaży detalicznej, jednak słabe wskazania towarzyszą nam od początku roku, a mimo to popyt konsumpcyjny pozostawał głównym motorem wzrostu w pierwszej połowie roku, co naszym zdaniem nie zmieniło się w trzecim kwartale (prog. 3,2 proc. r/r). Prowadzona przez NBP polityka niskich stóp procentowych dalej przekłada się na pobudzenie inwestycji i zakładamy przyspieszenie dynamiki inwestycji do 8,9 proc. (z 6,4 proc. w II kw.). Publikacja 13 listopada będzie szybkim szacunkiem, a szczegółowe rozbięcie komponentów wzrostu poznamy 30 listopada.

Wskaźnik	Okres	Data publikacji	Prognoza TMS Brokers	Konsensus	Poprzednia wartość
PKB (% r/r, szacunek flash)	III kw. '15	2015-11-13	3,5	3,3	3,3
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	X 2015	2015-11-13	9,0	8,4	8,4
Saldo rachunku bieżącego (mln EUR)	IX 2015	2015-11-13	-782	-437	-864
Inflacja CPI (% r/r, fin.)	X 2015	2015-11-13	-0,8	-0,8	-0,8
Inflacja bazowa CPI (% r/r)	X 2015	2015-11-14	0,2	0,3	0,2
Zatrudnienie (% r/r)	X 2015	2015-11-18	1,0	1,0	1,0
Wynagrodzenia (% r/r)	X 2015	2015-11-18	3,6	3,6	4,1
Produkcja przemysłowa (% r/r)	X 2015	2015-11-19	2,4	2,4	4,1
Produkcja bud.-montaż. (% r/r)	X 2015	2015-11-19	-0,6	-0,9	-2,5
Inflacja PPI (% r/r)	X 2015	2015-11-19	-2,5	-2,5	-2,9
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	X 2015	2015-11-19	2,3	0,4	0,1
Stopa bezrobocia (%)	X 2015	2015-11-25	9,7	9,6	9,7
PKB (% r/r)	X 2015	2015-11-30			

Deflacja nie odpuszcza

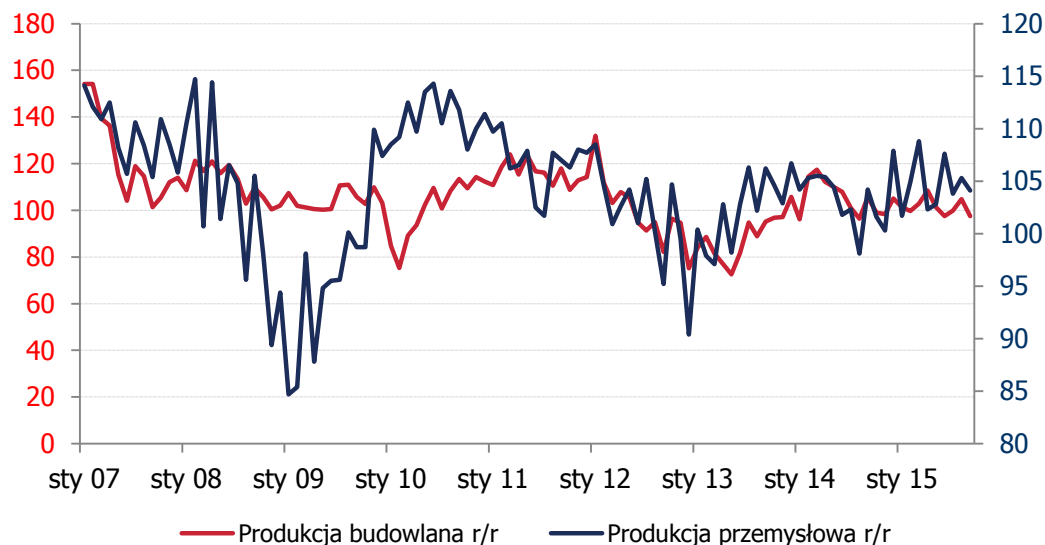


Rys. 2 Dekompozycja inflacji CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

Październik był kolejnym miesiącem rozczarowania pod kątem trendów inflacyjnych. Według eksperymentalnego szacunku flash ceny wzrosły zaledwie o 0,1 proc. m/m, co pociągnęło roczny CPI w dół do -0,8 proc. Szczegóły słabości presji cenowej poznamy dopiero 13 listopada, ale już teraz można stwierdzić, że rośnie ryzyko przesunięcia wyjścia inflacji powyżej zera na początek 2016 r. Tylko przy optymistycznych założeniach można liczyć na odczyt na poziomie 0,1 proc. r/r w grudniu. Na ten moment szacujemy, że niskie ceny paliw ciągną ogólny wskaźnik w dół, a wzrost cen żywności pozostaje umiarkowany pomimo suszy w okresie letnim. Powrót inflacji do celu NBP opóźnia się (obecnie szacujemy wyjście ponad 1,5 proc. na koniec III kw. 2016 r.), co może być silnym argumentem za obniżkami stóp procentowych dla nowej Rady. Z drugiej strony przyszły rok powinien upływać pod znakiem dodatniego oddziaływania niskiej bazy statystycznej (stabilizacja cen ropy naftowej, wzrost cen żywności na rynkach światowych), implikując wyraźne przyspieszenie inflacji bez ingerencji banku centralnego.

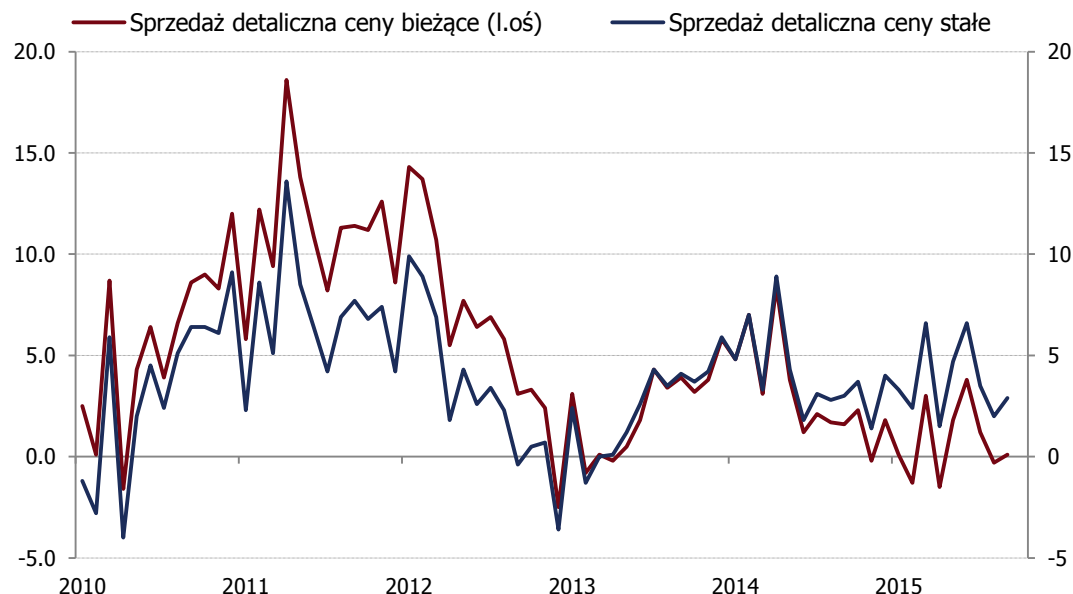
Produkcja przemysłowa podtrzymuje wzrostowy trend



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

Produkcja przemysłowa we wrześniu wzrosła o 4,1 proc. r/r, blisko naszych oczekiwań (4,4 proc.) oraz rynkowych (4,0 proc.). Poniżej oczekiwań wypadła natomiast produkcja budowlano-montażowa: -2,5 proc. vs nasza prognoza -2 proc. Łącznie dane stwarzają ryzyko dla słabszego odczytu wzrostu gospodarczego za trzeci kwartał, choć podtrzymujemy tezę, że trend wzrostowy w przemyśle będzie kontynuowany, lecz przy nieco niższej dynamice. W październiku liczba dni roboczych będzie neutralna dla odczytu, jednakże możliwe jest negatywne oddziaływanie słabszego popytu ze strony popytu zagranicznego (m.in. z Niemiec). Oczekujemy wzrost produkcji o 2 proc. m/m i 2,4 proc. r/r.

Popyt konsumpcyjny wciąż niewidoczny w danych o sprzedaży



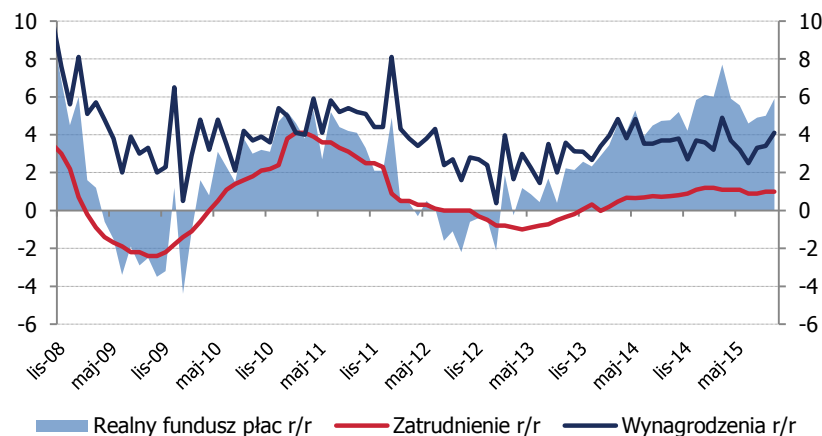
Rys. 4 Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

Wrzesień przyniósł kolejne rozczarowanie po stronie sprzedaży detalicznej, która wzrosła zaledwie o 0,1 proc. r/r przy naszej prognozie 2,6 proc. i konsensusie 1,3 proc. Przede wszystkim nie nastąpiło pełne odreagowanie słabej sprzedaży w sierpniu w kategoriach odzież i obuwi oraz sprzęt RTV i AGD. Dane podnoszą obawy o hamowanie popytu konsumpcyjnego, choć należy zwrócić uwagę, że relatywnie słabe wyniki sprzedaży detalicznej w poprzednich kwartałach nie zostały potwierdzone obniżeniem dynamiki konsumpcji. Dalej sądzimy, że inne dane z gospodarki wskazują na drzemający popyt wśród gospodarstw domowych, który finalnie przeleje się na sprzedaż detaliczną. Oczekujemy wzrostu o 6,5 proc. m/m w październiku i wyciągnięcie dynamiki rocznej do 2,3 proc.

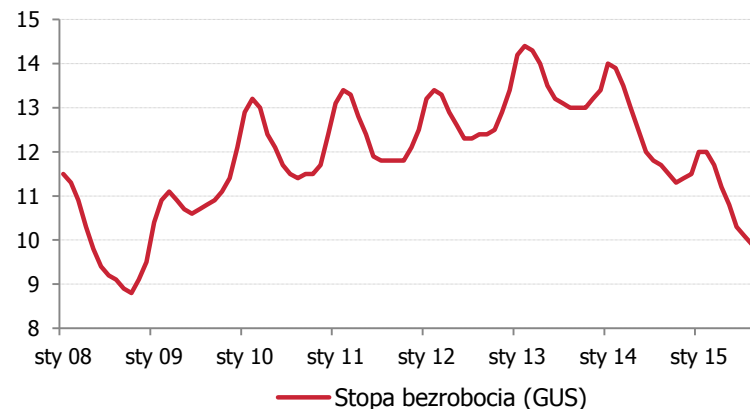
Rynek pracy dalej mocny

We wrześniu dynamika zatrudnienia zgodnie z oczekiwaniami utrzymała się na poziomie 1 proc. r/r, z kolei pozytywnym zaskoczeniem był wzrost wynagrodzeń, który przyspieszył z 3,4 proc. r/r do 4,1 proc., pokonując nasze oczekiwania (3,4 proc.) oraz konsensus (3,3 proc.). Zatrudnienie podtrzymuje dodatnią tendencję, rosnąc o 5,1 tys. miejsc pracy względem poprzedniego miesiąca, jednakże w porównaniu do danych z początku roku (1,7 proc.) jest to wyhamowanie sugerujące, że pracodawcom coraz trudniej jest znaleźć wykwalifikowanych pracowników. Znajduje to odzwierciedlenie w nasilaniu presji palcowej, jednakże z potwierdzeniem tej tezy będzie trzeba poczekać do danych za kolejne miesiące, czy wykluczą jednorazowy charakter skoku wynagrodzeń we wrześniu. Przyspieszenie dynamiki płac przemawia za podtrzymaniem solidnej dynamiki popytu konsumpcyjnego, który pozostaje głównym motorem wzrostu gospodarczego. W październiku spodziewamy się wzrostu płac o 3,6 proc. i zatrudnienia o 1 proc.

Stopa bezrobocia we wrześniu spadła silniej od prognoz do 9,7 proc. (vs 9,9 proc.) z 10 proc. miesiąc wcześniej. Za silniejszy spadek odpowiada rewizja w górę przez GUS liczby zatrudnionych, co obniżyło dane historyczne 10 miesięcy wstecz. Oczekujemy, że dopiero od listopada nastąpi sezonowy wzrost bezrobocia i w październiku stopa utrzyma 9,7 proc.



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



Rys. 6 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna

W listopadzie Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała główną stopę na 1,5 proc. Najnowsza projekcja NBP wskazuje na niższą ścieżkę inflacji i wzrostu w 2016 r. względem projekcji lipcowej. CPI prognozowany jest na -0,85 proc. w 2015 r. (wcześniej -0,75 proc.), 1,1 proc. w 2016 r. (1,5 proc.) i 1,6 proc. w 2017 r. (1,6 proc.). PKB: 3,4 proc. w 2015 r. (3,6 proc.), 3,3 proc. w 2016 r. (3,4 proc.) i 3,5 proc. w 2017 r. (3,6 proc.). Mimo tego prezes Marek Belka stwierdził na konferencji prasowej, że obecnie „nic nie uzasadnia zmiany poziomu stóp procentowych”. Jednocześnie dodał, że przyszłe decyzje będą uzależnione od „preferencji” nowych członków Rady. Do lutego zmienia się 8 z 9 członków Rady, a kadencja prezesa Belki kończy się w czerwcu. Na wszystkie nominacje główny wpływ będzie mieć Prawo i Sprawiedliwość, którego politycy jasno mówią, że kandydaci do RPP będą dobierani pod kątem skłonności do dalszych obniżek.

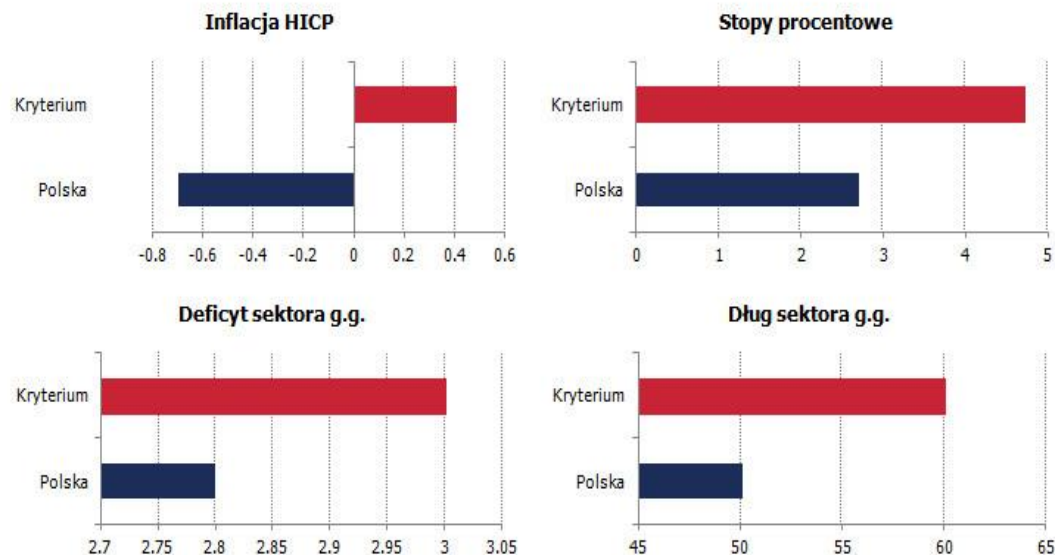
Typowany na nowego prezesa Adam Glapiński (obecnie członek RPP) na razie zachowuje neutralność, z jednej strony widząc pole do dalszych obniżek, ale decyzje w tym temacie odkłada do marca, kiedy to dopiero będzie zauważalne, czy gospodarka i inflacja „naprawdę rozczarowują oraz czy nowy rząd będzie prowadził politykę nadmiernego deficytu”.

Naszym zdaniem stopy procentowe w Polsce nie powinny być obniżane, gdyż pozytywny wpływ takiej decyzji na wzrost gospodarczy będzie niewspółmiernie niewielki w stosunku do potencjalnych ryzyk dla stabilności systemu finansowego (m.in. odpływ depozytów). Dalej sądzimy, że od strony oczekiwanych warunków gospodarczych następnym ruchem Rady powinna być podwyżka, której spodziewamy się w listopadzie 2016 r. Jest to rewizja naszej poprzedniej prognozy (III kw. 2016 r.), gdyż widzimy istotne ryzyko nacisku politycznego na decyzje nowej Rady. Rynek pieniężny jest bardziej sceptyczny i już zakłada co najmniej 35 pb cięcia stopy referencyjnej po wymianie członków Rady.

Polityka fiskalna

Ministerstwo Finansów na koniec października poinformowało, że do tego czasu sfinansowało w pełni potrzeby pożyczkowe na 2015 rok i rozpoczęło prefinansowanie potrzebę na przyszły rok. Ma się to odbywać poprzez aukcję zamiany obligacji z papierów wygasających w przyszłym roku na te z dłuższym terminem. Jednocześnie resort potwierdził, że posiada bezpieczny poziom środków pieniężnych w wysokości ok 44 mld zł.

Według danych resortu w październiku saldo przepływów u inwestorów zagranicznych będzie ujemne ze względu na wykup od tej grupy inwestorów zapadających w październiku obligacji o wartości 10 mld zł, z kolei nowe inwestycje inwestorów zagranicznych były mniejsze. Ogólnie jednak udział inwestorów zagranicznych pozostaje względnie stabilny i struktura nie wskazuje na zmianę nastawienia pod kątem ryzyka politycznego.



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

Złoty odrabia okołowybórcze osłabienie i naszym zdaniem temat ten utrzyma się przez kolejne tygodnie. Ryzyko polityczne maleje z każdym dniem, który przynosi wycofywanie się przedstawicieli PiS z co bardziej szkodliwych dla stabilności budżetu obietnic wyborczych. Także w NBP w listopadowym Raporcie Inflacyjnym zwrócił uwagę, że złoty jest poniżej wyceny fundamentalnej.

Spodziewamy się, że w kolejnych tygodniach rynkowe środowisko powinno sprzyjać złotemu i innym walutom regionu ze względu na nieuchronne luzowanie polityki przez ECB i dobrą koniunkturę na giełdach. Jako że EUR/USD już niemal w pełni dyskontuje ruch ze strony ECB i w 80 proc. ujmuje podwyżkę Fed, pole do gwałtownej zmiany poziomu kursu jest ograniczone. Oczekujemy korespondujących z eurozłotym spadków USD/PLN i CHF/PLN. Na koniec sierpnia przewidujemy EUR/PLN na 4,23 USD/PLN na 3,88 i CHF/PLN na 3,88.



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”.