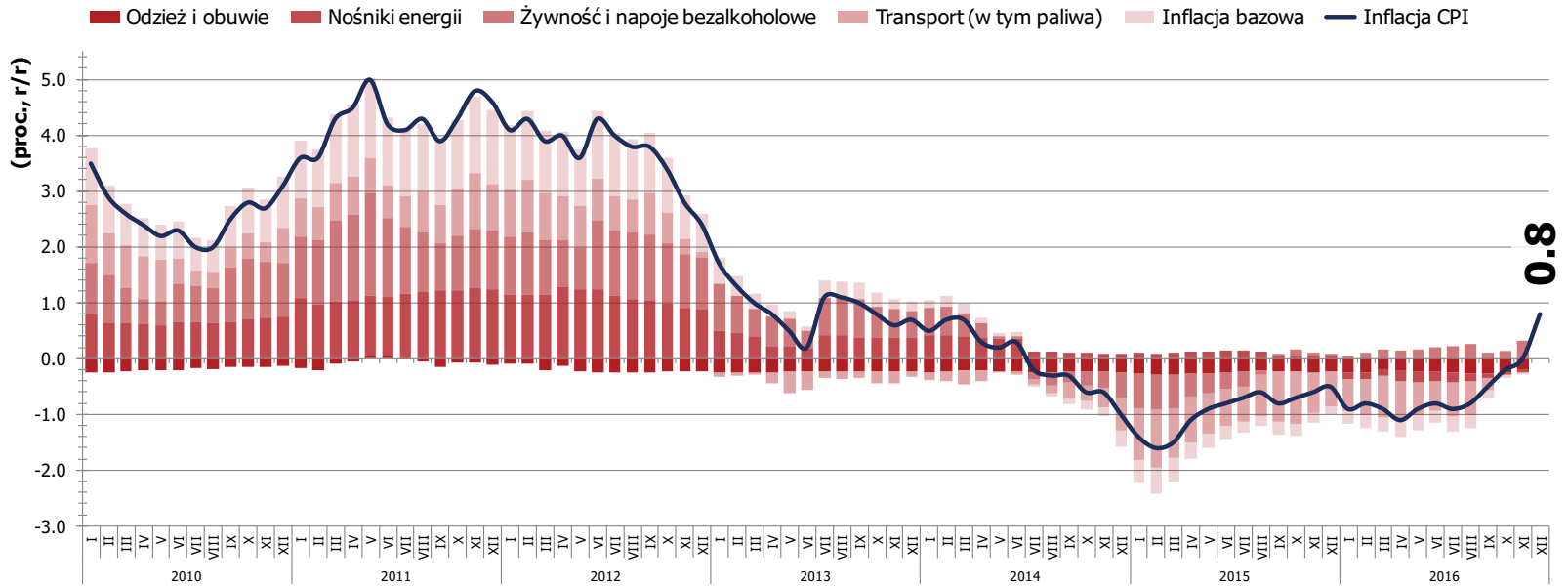
TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE

Data	Wskaźnik	Jednostka	Okres	Poprz. 2	Poprz.	TMS Brokers	Konsensus
13 sty	CPI	% r/r	grudzień	-0,2	0,0	0,3	0,4
13 sty	Podaż pieniądza M3	% r/r	grudzień	8,7	9,7	8,4	9,6
13 sty	Saldo rachunku obrotów bieżących	mln EUR	listopad	-999	-393	-343	-340
16 sty	Inflacja bazowa	% r/r	grudzień	-0,2	-0,1	0,0	0,0
18 sty	Wynagrodzenia	% r/r	grudzień	3,6	4,0	3,1	4,0
18 sty	Zatrudnienie	% r/r	grudzień	3,1	3,1	3,1	3,1
19 sty	PPI	% r/r	grudzień	0,6	1,7	2,5	2,6
19 sty	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	grudzień	-20,1	-12,8	-9,9	-13,3
19 sty	Produkcja przemysłowa	% r/r	grudzień	-1,3	3,3	0,5	1,6
19 sty	Sprzedaż detaliczna	% r/r	grudzień	3,7	7,4	2,6	6,7
25 sty	Stopa bezrobocia	%	grudzień	8,2	8,2	8,3	8,3
29 sty	Produkt Krajowy Brutto	% r/r	2016	3,3	3,9	2,7	2,7

Flesz wskazuje na wyjście z deflacji



Dekompozycja inflacji CPI
Źródło: GUS; TMS Brokers

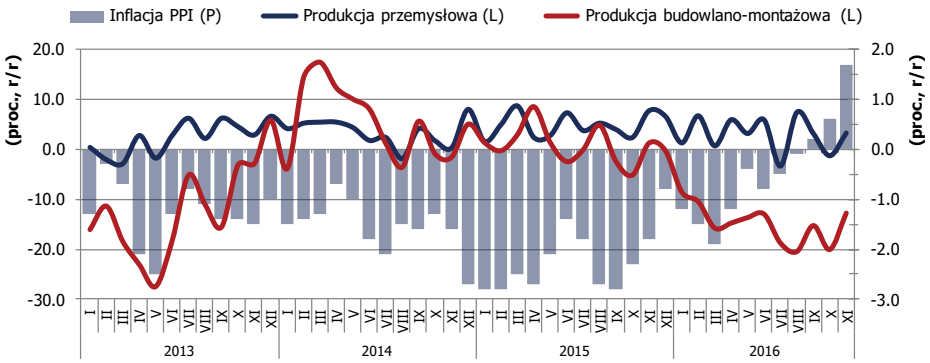
Koniec ubiegłego miesiąca stał pod znakiem nie lada zaskoczenia. Wstępne wskazanie grudniowej dynamiki cen konsumenta wskazało na wybicie się rocznych przyrostów w okolice trzyletnich szczytów. Istota enigmatycznego odczytu na poziomie 0,8 proc. w ujęciu rok do roku zostanie rozszyfrowana przez Główny Urząd Statystyczny już 14 grudnia, gdy zostaną opublikowane komponenty inflacji CPI. Mediana rynkowych oczekiwań wobec grudniowego wskazania nie zwiastowała nadania zdecydowanie bardziej wystromionej trajektorii (0,4 proc. r/r). W przypadku listopadowego wskazania nie należy mówić o zaskoczeniu, bowiem na przełomie dwunastu miesięcy ceny nie uległy zmianie (0,0 proc.). Wśród komponentów pierwszego nieujemnego odczytu od czerwca 2014 roku prym wiedzie dynamika żywności (0,5 proc. m/m), która była wspierana przez wyższe wskazania cen rekreacji i kultury (0,3 proc.). Po dość silnym przyroście cen transportu w październiku (1,5 proc. m/m) w listopadzie nastąpiło częściowe wymazanie odnotowanej zwyżki (-0,4 proc. m/m). Powyższy fakt należy utożsamiać ze stabilizacją cen ropy na światowych rynkach.

Przemysłowa sinusoida

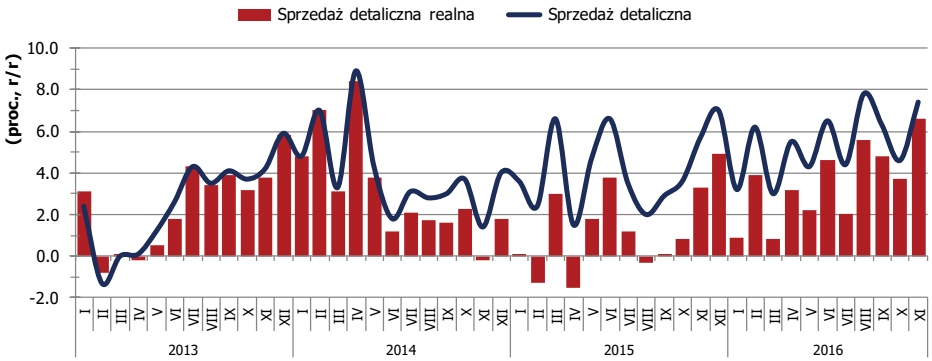
W październiku roczna dynamika produkcji przemysłowej ustabilizowała się na poziomie -1,3 proc., co niewątpliwie rozczarowało rynkowe oczekiwania. Tym razem listopadowy odczyt przyniósł nową falę optymizmu nadając przemysłowi momentum, które wyniosło wskazanie 3,3 proc. nad kreskę. Mediana rynkowych oczekiwań wobec publikacji z minionego miesiąca wyniosła 1,8 proc. W naszych prognozach nie daliśmy ponieść się rynkowej powściągliwości celując tuż przy finalnym wskazaniu GUS i trafiając bezpośrednio w wartość opublikowaną przez Eurostat (3,2 proc.).

Wyższe wskazanie jest wypadkową lekkiego odbicia w górnictwie i wydobyciu (0,8 proc. m/m) oraz nieco silniejszej poprawy w przetwórstwie przemysłowym (1,6 proc. m/m). Silną dynamikę produkcji odnotowały przedsiębiorstwa dostarczające media – energię elektryczną, gaz, parę wodną oraz gorącą wodę (6,8 proc. m/m).

W przypadku sektora przedsiębiorstw budowlanych należy mówić o odnotowaniu ujemnej dynamiki rocznej na poziomie 12,8 proc. Znaczne wybicie się nad poprzedni odczyt (-20,1 proc.) wynika częściowo z obecności efektów sezonowych. Miesięczna dynamika rzędu 5,4 proc. zaskoczyła negatywnie nastawiony konsensus rynkowy (-18,6 proc.), któremu było zdecydowanie bliżej październikowego rozczarowania.



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

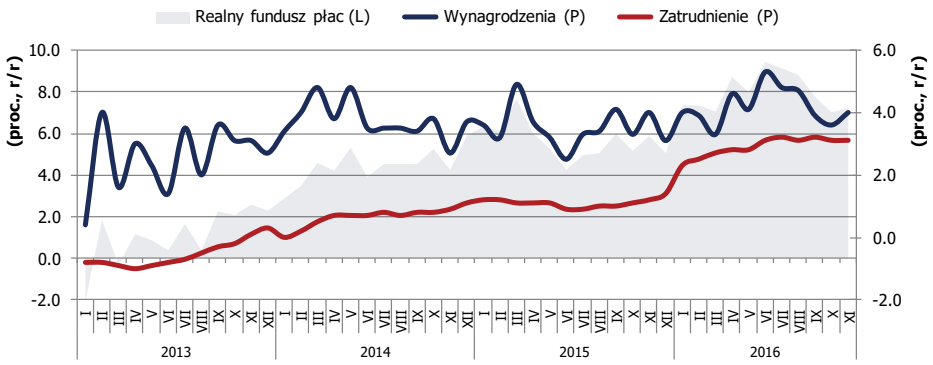


Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne vs realne
Źródło: GUS, TMS Brokers

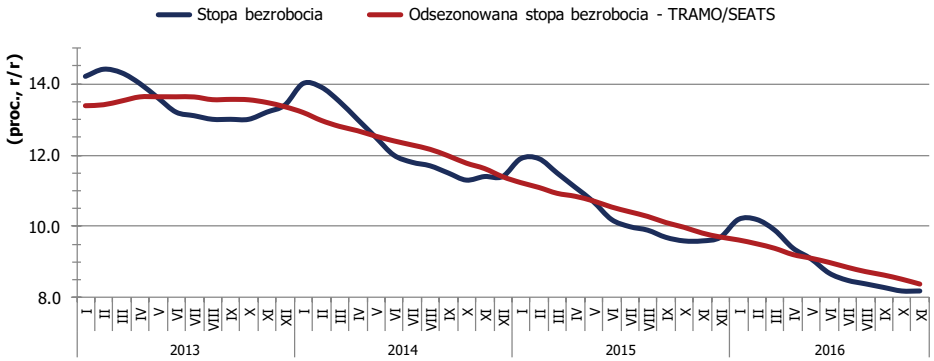
Bezrobocie z perspektywą lekkiego odbicia

Główny Urząd Statystyczny publikując szacunki stopy bezrobocia za listopad nie przyczynił się do jej wybicia z jej ponad 26-letnich minimów. Wskazanie na poziomie 8,2 proc. jest lekko zagrożone przez obecność efektów sezonowych. Nasze prognozy (8,3 proc.) wstępie potwierdziło Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej. Obecna trajektoria stopy procentowej powinna lekko wystramiać się w stronę wartości wskazywanych przez szereg, który podległ procedurze odsezonowania. Powyższy fakt nie powinien być utożsamiany z możliwością wystąpienia negatywnych efektów na rodzimym rynku pracy. W naszej opinii obecne tendencje gospodarcze napawają ponadprzeciętnym optymizmem – na tyle, że w perspektywie najbliższych dwunastu miesięcy postrzegamy polskie bezrobocie na poziomie 7,7 proc.

W listopadzie roczna dynamika wynagrodzeń sięgnęła okrągłego poziomu 4,0 proc., delikatnie zaskakując tym samym rynkowy konsensus (3,9 proc. r/r). Możliwość nieco silniejszego odbicia była przez nas akcentowana w zeszłomiesięcznym raporcie, według którego spodziewaliśmy się 4,2 proc. dynamiki z racji na występowanie relatywnie silnych czynników sezonowych. W publikacjach Głównego Urzędu Statystycznego nie zawiodło również zatrudnienie, które na przełomie roku odnotowało przyrost rzędu 3,1 proc. (konsensus: 3,0 proc.).



Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna: coraz więcej niepewności wokół ścieżki stóp procentowych

Rada Polityki Pieniężnej w trakcie styczniowego posiedzenia zdecydowała się na utrzymanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Konferencja władz Narodowego Banku Polskiego miała szczególny wydźwięk, bowiem uczestnicy rynku czekali na wypowiedź Adama Glapińskiego w sprawie dość zaskakującego odczytu za grudzień. Prezes NBP okazał się być zachowawczy wobec ostatnich publikacji Głównego Urzędu Statystycznego. Jego zdaniem w trakcie najbliższych dwunastu miesięcy nastąpi podejście dynamiki cen konsumenta w okolice dolnego przedziału celu inflacyjnego, tj. pod poziom 1,5 proc. w ujęciu rok do roku. Według Adama Glapińskiego 2017 rok nie będzie stał pod znakiem osiągnięcia przez inflację mediany dozwolonego pasma.

W trakcie styczniowej konferencji po posiedzeniu RPP Adam Glapiński zdecydował się również na komentarz w sprawie słabości złotego. Jego zdaniem obecnie obserwuje się pierwsze negatywne tendencje. Co ważne, zgodnie z jego przekonaniami polska gospodarka w 2017 roku powinna rozwijać się w tempie 3,0-4,0 proc. dzięki intensyfikacji nakładów inwestycyjnych. Przed publikacją ocen ratingowych Adam Glapiński pozostaje umiarkowanie spokojny. Prezes NBP stwierdza, że polskie finanse publiczne charakteryzują się dobrą kondycją.

Polityka fiskalna: w oczekiwaniu na werdykt Moody's oraz Fitch

Na piątek 13 stycznia zaplanowane są rewizje ratingów Polski przez dwie agencje – Fitch i Moody's. Niemal równo rok temu inna agencja, Standard&Poor's, nieoczekiwanie obniżyła rating kraju, więc analogie mogą być podstawą do budowania spekulacyjnej presji. EUR/PLN jest już ponad dwa gorsze od piątkowych dołków. Moody's utrzymuje długoterminową ocenę kredytową Polski na A2, najwyżej z spośród wszystkich trzech agencji. Stopień niżej (A minus) ocenia Polskę Fitch, a kolejny poziom niżej znajduje się ocena S&P (BBB minus).

Choć uważamy, że agencje zdecydują o utrzymaniu dotychczasowej oceny, ryzyko obniżenia ratingu nie jest zerowe. Mniejsze ryzyko stanowi decyzja agencji Fitch, która względnie milczał przez cały 2016 r. od czasu rewizji ratingu w styczniu. Jako argumentację wówczas podano oczekiwania wzrostu gospodarczego na poziomie 3 proc. i deficytu budżetowego 3 proc. PKB. Wzrost gospodarczy w 2016 r. będzie słabszy (prognoza TMS: 2,7 proc.), jednak są silne sugestie wyraźnego odbicia w 2017 r. Z kolei deficyt budżetowy może wypaść istotnie poniżej progu 3 proc. dzięki niższemu od zaplanowanego przyrostu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego (opóźnienia w realizacji inwestycji infrastrukturalnych z wykorzystaniem środków unijnych).

Decyzja Moody's niesie ze sobą więcej zagrożeń. W maju 2016 r. agencja obniżyła perspektywę polskiego ratingu ze stabilnej do negatywnej, powołując się na wzrost ryzyk fiskalnych i pogorszenie klimatu inwestycyjnego w związku z nieprzewidywalnością polityki rządu. W pierwszym elemencie sytuacja uległa poprawie, jednak niewiadomą jest ocena przyszłej kondycji finansów publicznych w oparciu o przeprowadzane reformy, m.in. Rodzina 500+ i obniżenie wieku emerytalnego. Jeśli Moody's wykaże sceptycyzm wobec planów finansowania wydatków budżetowych, może to być argument za obniżeniem perspektywy, a nawet ratingu.

Jednakże Moody's nie ma podparcia dla negatywnej rewizji w pozostałych elementach. Klimat inwestycyjny uległ pogorszeniu 2016 r., jednak w ostatnich miesiącach sytuacja przeszła w stabilizację. Ostatnia presja na złotego i polskie obligacje skarbowe nie była związana ze zmianą postrzegania polskiej polityki gospodarczej, a wynikała z globalnej zmiany nastawienia do rynków wschodzących. Dodatkowo prognozy gospodarcze na 2017 r. wskazują na przyspieszenie ożywienia, odbicie inwestycji i polepszenie wskaźników fiskalnych, czego Moody's nie może zignorować.

Rynek walutowy

Zachowawczo podchodzimy do perspektyw umocnienia złotego w pierwszym półroczu. Wśród zagrożeń zewnętrznych widzimy kontynuowaną ucieczkę kapitału z rynków wschodzących w stronę USA oraz potencjalny wybuch protekcjonizmu administracji Trumpa w handlu zagranicznym. Bliżej Polski ryzyko polityczne w gorącym roku wyborczym w Europie (z największą uwagą na Francji) będzie rykoszetem odbijać się na postrzeganiu walut Europy Środkowo-Wschodniej. Na krajowym podwórku mamy okres przejściowej słabości wzrostu gospodarczego w połączeniu z niepewnością o krajobraz polityczny i możliwe spekulacje o obniżce ratingów Polski. Nawet jeśli w kolejnych miesiącach sentyment względem rynków wschodzących miałby ulec poprawie, Polska nie będzie na czele listy kierunków powrotu zagranicznych inwestorów.

Prognozy kursów złotowych na koniec okresu

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2018
EUR/PLN	4.40	4.40	4.35	4.30	4.30
USD/PLN	4.36	4.23	4.07	3.91	3.84
CHF/PLN	4.11	4.03	3.95	4.11	3.91
GBP/PLN	5.24	5.12	5.00	4.89	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

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".