

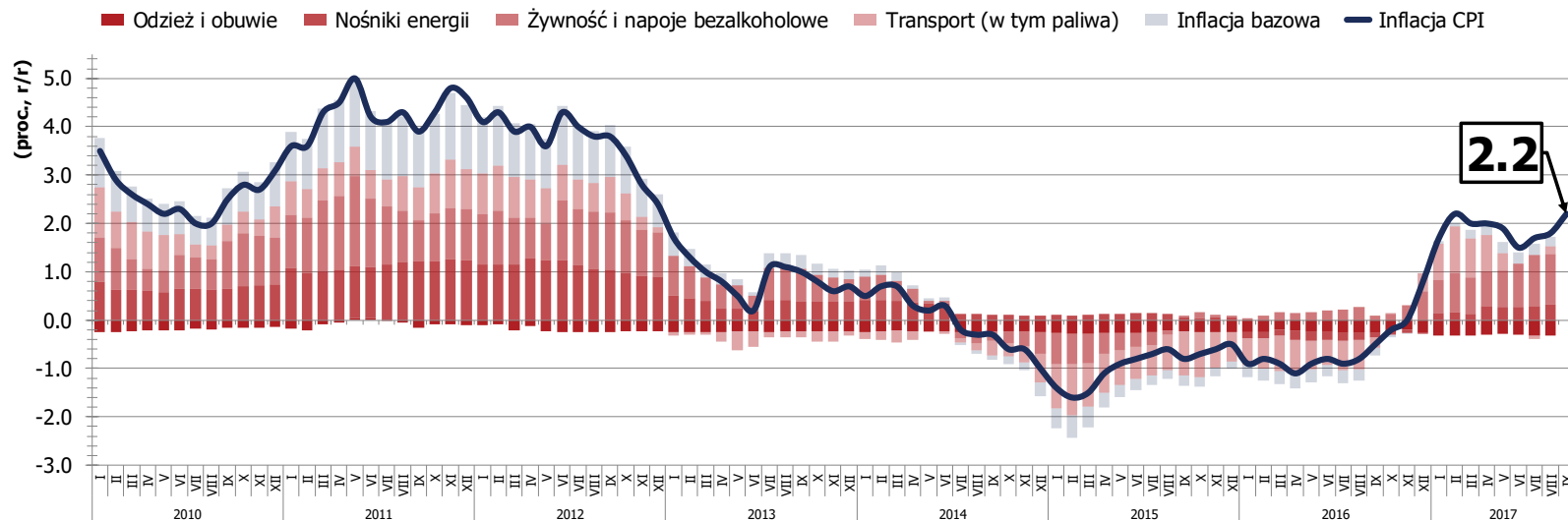
**RAPORT**

# **MIESIĄC W GOSPODARCE**



|                | <b>2 X</b><br>PMI<br>dla sektora<br>przemysłowego | <b>12 X</b><br>Inflacja<br>CPI | <b>16 X</b><br>Saldo<br>rachunku<br>obrotów<br>bieżących | <b>17 X</b><br>Płace<br>w sektorze<br>przedsiębiorstw | <b>17 X</b><br>Zatrudnienie | <b>18 X</b><br>Produkcja<br>przemysłowa | <b>18 X</b><br>Sprzedaż<br>detaliczna | <b>23 X</b><br>Podaż<br>pieniądz M3 | <b>24 X</b><br>Stopa<br>bezrobocia |
|----------------|---------------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|
| TMS<br>Brokers | 52.8                                              | 2.0                            | -775                                                     | 6.2                                                   | 4.6                         | 4.0                                     | 8.1                                   | 5.4                                 | 6.9                                |
| Konsensus      | 53.0                                              | 2.0                            | -660                                                     | 6.2                                                   | 4.6                         | 5.1                                     | 7.9                                   | 5.6                                 | 6.9                                |
| Poprzednio     | 52.5                                              | 1.8                            | -878                                                     | 6.6                                                   | 4.6                         | 8.8                                     | 7.6                                   | 5.5                                 | 7.0                                |

## Żywność napędzana ropą



Dekompozycja inflacji CPI

Źródło: GUS; TMS Brokers

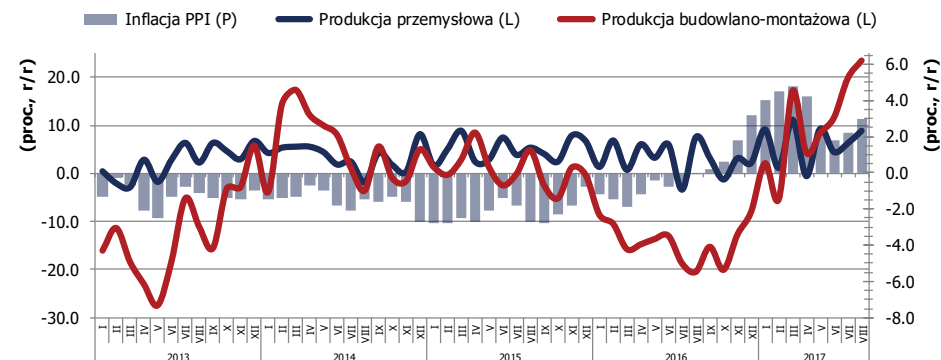
Na podstawie sporządzonych przez nas modeli predykcyjnych należało się spodziewać, że wrześniowa roczna stopa inflacji uplasuje się na poziomie 2,0 proc. Nasze wskazanie nie odbiegało od rynkowych oczekiwań, które charakteryzując się ujemną skośnością prognoz dawała szansę na dotknięcie nawet nieco niższych wartości. Szacunki zaprezentowane przez Główny Urząd Statystyczny wskazały na wystąpienie silniejszej presji cenowej, bowiem z miesiąca na miesiąc indeks CPI odnotował 0,4 proc. skok przy 0,6 proc. wzroście cen towarów. Motorem inflacji pozostały wyższe ceny żywności, które na przestrzeni roku zdążyły podrożeć o 5,3 proc. Do powyższego stanu rzeczy istotnie przyczyniły się przetasowania na światowym rynku ropy, czyniąc tym samym koszty transportu wyższymi o 1,0 proc. niż przed miesiącem. Zgodnie z wykorzystywanymi przez nas metodami ilościowymi na początku roku we wrześniu odnotowano wyraźne odbicie cen odzieży i obuwia, co częściowo jest spowodowane wprowadzeniem na półki sklepowe kolekcji jesienno-zimowej. Ostatnia z ostatnich kategorii zdążyła w skali miesiąca podrożeć o 2,1 proc., aczkolwiek ceny wymienionych dóbr nadal pozostają o 4,6 proc. niższe niż przed rokiem.

## Produkcja rzuca światło na wyższe tempo wzrostu

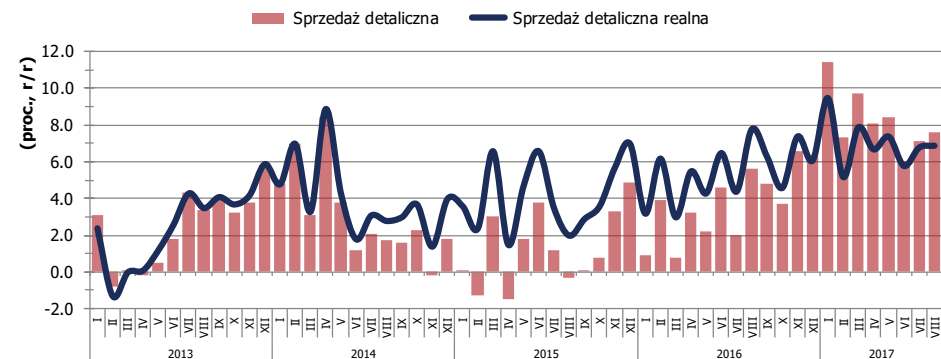
Niekwestionowaną gwiazdą sierpniowej paczki danych pozostała produkcja przemysłowa, której fenomenalne wskazanie skłoniło nas do rewizji wzrostu gospodarczego za III kwartał aż o 0,4 pp. do góry (tj. do poziomu 4,5 proc. r/r). Według kalkulacji sporządzonych przez GUS powyższy wskaźnik odnotował roczny skok na poziomie 8,8 proc., wyraźnie przebijając rynkowe oczekiwania. Sporządzone przez nas modele prognostyczne zakładały solidny przyrost produkcji (6,8 proc.), aczkolwiek perspektywa miesięcznego przyrostu wskaźnika o 5,9 proc. wydawała się być odległa z racji na między innymi solidnie ciężące górnictwo. Tym razem przedsiębiorstwa sklasyfikowane jako te, których model biznesowy opiera się na wydobywaniu węgla kamiennego i brunatnego odnotowały roczny spadek wolumenu rzędu 11,1 proc.

Miano lidera nadal należy do producentów wyrobów metalowych (13,5 proc.) oraz szeroko rozumianego sektora motoryzacyjnego (13,5 proc.). Z racji na zbliżające się rozpoczęcie roku szkolnego oraz akademickiego udany miesiąc mają za sobą poligraficy oraz podmioty reprodukujące zapisane nośniki informacji – w tym przypadku roczna dynamika produkcji ukształtowała się na poziomie 11,4 proc. Blisko naszych szacunków uplasował się roczny przyrost sprzedaży detalicznej, który w ujęciu realnym uplasował się na poziomie 6,9 proc.

GUS w swoim komunikacie informuje o relatywnie wysokim utrzymywaniu się wskaźnika we wszystkich grupach, przy czym wyraźny prym wiodą wygenerowane obroty przez producentów tekstyliów (17,3 proc.) oraz przez szeroko rozumianą branżę farmaceutyczną (13,3 proc.). Wysokie wartości opublikowanego wskaźnika to również zasługa wyższych wydatków na żywność oraz dobra użytku codziennego, bowiem w ujęciu rok do roku sprzedaż w sklepach wielobranżowych wzrosła o 7,2 proc.



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



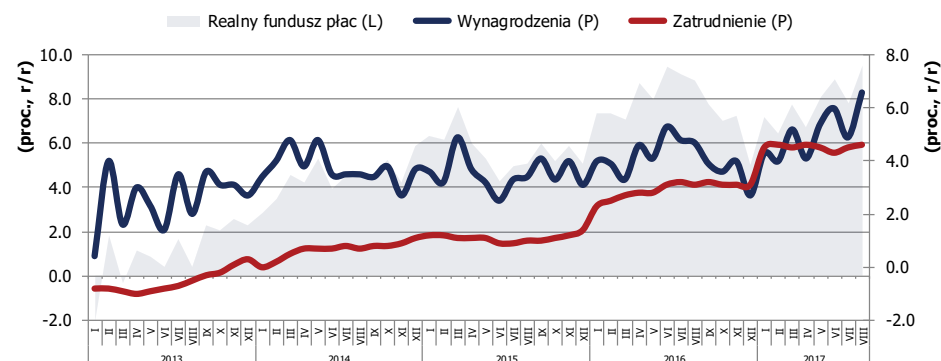
Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne versus realne  
Źródło: GUS; TMS Brokers

## Czas na stabilizację

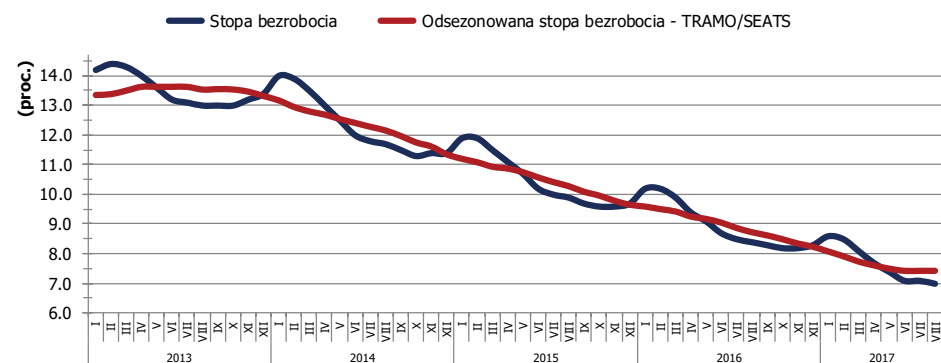
Wrześniowe szacunki stopy bezrobocia sporządzone przez Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej (MRPiPS) wskazują na udział aktywnych zawodowo bez stosunku pracy na poziomie 6,9 proc., spełniając tym samym oczekiwania ankietowanych uczestników rynku. Z punktu widzenia analizy szeregów czasowych należy zauważyć, że trajektoria odsezonowanego wskaźnika metodą TRAMO/SEATS charakteryzuje się dość wyraźnym spłaszczeniem. Powyższy fakt sygnalizuje możliwość stabilizacji obserwowanych tendencji na rodzimym rynku pracy. W oparciu o świeżo zrekalibrowany model bezrobocia równowagi stwierdzamy, że szacunki wykorzystujące rozszerzoną o oczekiwania krzywą Phillipsa wskazują na wartość rzędu 5,3 proc., tj. o 0,3 pp. wyższą niż wynika to z szacunków stopy bezrobocia BAEL za II kwartał 2017 roku (5,0 proc.).

Według danych zaprezentowanych przez MRPiPS wrześniowa zmiana zasobu osób bezrobotnych zrównała się w ujęciu relatywnym z tendencjami obserwowanymi dokładnie przed rokiem. Zgodnie z powyższym należy domniemywać, że do spadku wskaźnika poniżej okrągłego progu 7,0 proc. przyczynił się transfer części bezrobotnych do form prac sezonowych typowych dla okresu jesiennego oraz utrzymywania się liczby wolnych miejsc pracy i miejsc aktywizacji zawodowej na poziomie 10,8 proc. wyższym niż przed rokiem.

Na przestrzeni ostatnich miesięcy obserwuje się stabilizację rocznej dynamiki zatrudnienia w gospodarce narodowej na poziomie 4,6 proc., co wynika z powszechnej dostępności ofert pracy dla niskowyzyskowanej siły roboczej. Powyższy fakt wyraźnie tuszuje słabości związane z długookresowymi niedopasowaniami strukturalnymi. Spodziewamy się, że w perspektywie najbliższych dwóch miesięcy nastąpi utrzymanie poprzednio obserwowanych tendencji z racji na zasilenie zasobu pracy nie tylko przez ludność napływową, ale również studentów.



Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach  
Źródło: GUS; TMS Brokers

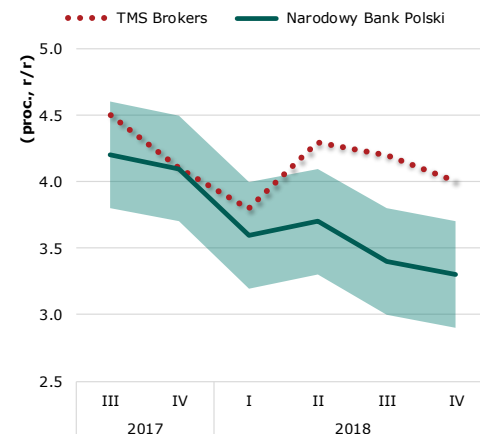


Stopa bezrobocia  
Źródło: GUS, TMS Brokers

## Polityka pieniężna: Eryk Łon i jego popis gołębih poglądów

Ostatnie posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej stoją pod znakiem doskonale znanej retoryki zakładającej utrzymanie stóp procentowych przez cały przyszły rok. Na podstawie sporządzonych prognoz stwierdzamy, że decyzja o zmianie parametrów powinna nastąpić w drugiej połowie 2019 roku, co częściowo pozostaje podyktowane względami politycznymi. W ostatnio opublikowanym komunikacie Rada zwróciła uwagę na zagadnienia związane z dość wysoką dynamiką wynagrodzeń, która zdaniem Rafała Sury jest wypadkową podbicia indeksu przez pokaźne trzynastki w górnictwie. Podobnie jak Sura spodziewamy się stopniowego wygaszenia powstałych efektów bazy i stabilizacji powyższego wskaźnika na niższych poziomach.

Uwagę inwestorów próbował zwrócić Eryk Łon, jeden z najbardziej gołębih członków Rady, który na przestrzeni ostatnich miesięcy wielokrotnie podkreślał możliwość obniżki stóp procentowych o kolejne 50 pb. oraz przeprowadzania interwencji mających osłabić relatywnie mocnego złotego. Nieco bardziej gołębią pozę zdecydowała się również przybrać jedyna członkini RPP Grażyna Ancyparowicz, która w dalszej mierze oczekuje na silniejsze przesłanki skłaniające pozostałych przedstawicieli do podwyżki.



Zestawienie prognoz dynamiki PKB  
Źródło: TMS Brokers, NBP (projekcja lipcowa)

## Polityka fiskalna: czas rewizji

Szereg fenomenalnych wskazań produkcji przemysłowej oraz występowanie dość silnych efektów bazy to czynniki, które skłoniły wiodące agencje ratingowe do rewizji uprzednio opublikowanych prognoz. Zachowanie średniorocznego tempa wzrostu na poziomie 3,3 proc. (Fitch), 3,2 proc. (Moody's) czy 3,1 proc. (Standard & Poor's) wyraźnie stawiałoby pod znakiem zapytania wiarygodność rekalkulacji wykorzystywanych narzędzi prognostycznych. Obecnie średnie tempo wzrostu prognozowane przez agencje kształtuje się na poziomie 4,2 proc., co nadal pozostaje w zasięgu rodzimej gospodarki.

Ostatnia decyzja Moody's o braku aktualizacji ratingu Polski rzuca nowe światło na perspektywę zmiany oceny wiarygodności kredytowej w horyzoncie następnych dwunastu miesięcy. Gasnące ryzyka polityczne oraz poprawa kondycji finansów publicznych są ciepło przyjmowane przez agencje, które w swoich notach analitycznych wyrażały obawę o stabilność obowiązujących ram instytucjonalnych. Na podstawie obecnie obserwowanych tendencji spodziewamy się, że tegoroczny deficyt budżetowy uplasuje się tuż przy poziomie 2,0 proc. PKB, wskazując tym samym dalszą gotowość prowadzenia dość szeroko zakrojonej ekspansji fiskalnej.

## Rynek walutowy

Silne fundamenty polskiej gospodarki są wsparciem dla złotego, jednak wpływ tego czynnika będzie zagłuszany przez powrót aprecjacji dolara i wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych wraz z zaostrzaniem polityki Fed. Kiedy grudniowa podwyżka Fed będzie przesądzona, spodziewamy się nasilenia presji na wyprzedaż walut rynków wschodzących, w tym złotego. Dodatkowo jasno komunikowana bierność RPP podkreśla niską atrakcyjność odsetkową złotego, co powinno spowalniać późniejsze umocnienie złotego.

W trakcie kwartału spodziewamy się jeszcze jednej fali umocnienia dolara, gdyż wraz z poprawą w danych makro oraz odbudowanymi nadziejami na ekspansję fiskalną, dolar ma jeszcze pole do aprecjacji i odrzucenia nadmiernego pesymizmu z okresu letniego. Efekt ten powinien jednak osłabnąć bliżej przełomu roku. W przypadku euro, przy braku nowych szczegółów dotyczących wygaszania QE przez ECB unijna waluta została pozostawiona bez paliwa dla dalszych wzrostów i wrażliwa na przejściową redukcję długich pozycji przez inwestorów. Oczekujemy konsolidacji do końca roku, jednocześnie pozostając optymistyczni w dalszym okresie w oparciu o planowaną normalizację polityki ECB i solidne zaplecze makro. Z tego też powodu zakładamy stabilizację EUR/CHF do końca roku z dalszymi wzrostami w kolejnych miesiącach, którym nie będzie przeszkadzał szwajcarski bank centralny.

Większej zmienności oczekujemy od funta. Bank Anglii obudził oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych i dał funtowi świeży powód do umocnienia. Jakkolwiek nie możemy wykluczyć podwyżki w listopadzie, tak nie widzimy podstaw dla dalszego zacieśniania, co będzie skutkowało bolesnym złamaniem siły GBP w średnim terminie.

Prognozy kursów złotych na koniec okresu

|                | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 2018 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| <b>EUR/PLN</b> | 4.28 | 4.33 | 4.25 | 4.30 | 4.30 |
| <b>USD/PLN</b> | 3.69 | 3.64 | 3.51 | 3.50 | 3.47 |
| <b>CHF/PLN</b> | 3.72 | 3.73 | 3.63 | 3.68 | 3.64 |
| <b>GBP/PLN</b> | 4.84 | 4.76 | 4.57 | 4.62 | 4.67 |

Źródło: TMS Brokers



EURPLN Curncy (EUR-PLN X-RATE) PLN MwG Daily 11SEP2014-14JUL2017 Copyright© 2017 Bloomberg Finance L.P. 14-Jul-2017 15:08:11

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](http://www.tms.pl) w części „zastrzeżenia”.