

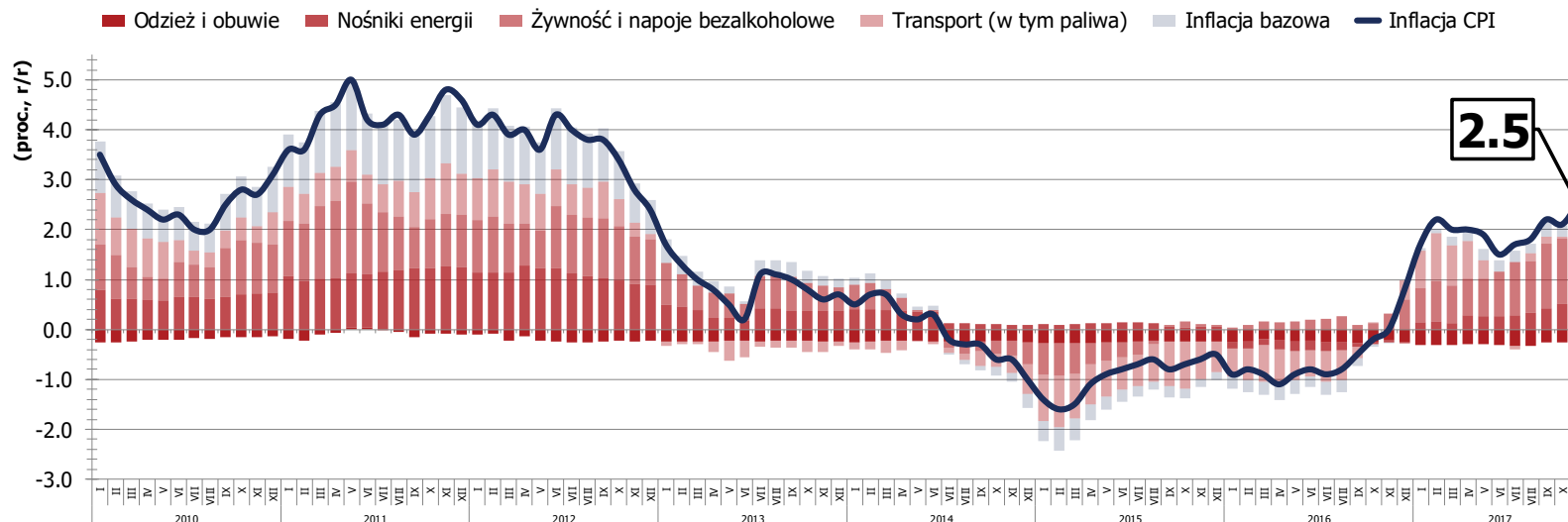
RAPORT

MIESIĄC W GOSPODARCE



	1 XII PMI dla sektora przemysłowego	11 XII Inflacja CPI	14 XII Saldo rachunku obrotów bieżących	18 XII Płace w sektorze przedsiębiorstw	18 XII Zatrudnienie	19 XII Produkcja przemysłowa	19 XII Sprzedaż detaliczna	22 XII Podaż pieniądza M3	22 XII Stopa bezrobocia
TMS Brokers	54.2	2.4	479	7.6	4.4	9.0	6.7	4.8	6.5
Konsensus	54.0	2.3	188	7.1	4.4	12.3	6.6	4.9	6.6
Poprzednio	53.4	2.1	-100	7.4	4.4	9.0	7.1	5.4	6.6

Inflacja wróciła do celu



Dekompozycja inflacji CPI

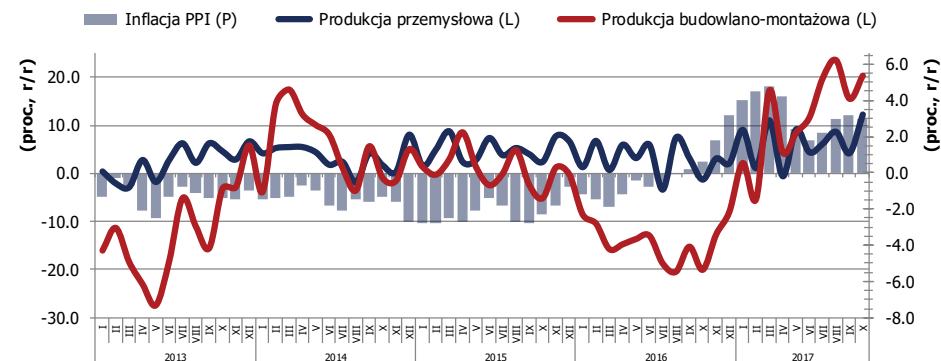
Źródło: GUS; TMS Brokers

Wstępny szacunek inflacji CPI za listopad należy traktować jako wysoce zaskakujący, bowiem ankietowani ekonomiści nie byli za bardzo przygotowani na uplasowanie się rocznej zmiany dynamiki cen konsumenta na tegorocznych maksimach (2,5 proc. r/r, konsensus: 2,3 proc.). Nasze prognozy podbiły szansę na zaskoczenie (TMS Brokers: 2,4 proc.), czego źródło w dalszej mierze upatrujemy w wyższych cenach paliw oraz systematycznie drożejącej żywności. Nie wykluczamy, że listopad mógł rzutować na nieco wyższych cenach odzieży czy nawet drobnej elektroniki użytkowej. Na podstawie obserwowanych tendencji sezonowych za dość powszechną tendencję uznaje się drożenie dóbr konsumenckich tuż przed Świętami Bożego Narodzenia, po czym detaliści decydują się na zabicie zawyżonych cen ku wyjściowym poziomom. W grudniu stopa inflacji powinna zdecydowanie powędrować w stronę niższych poziomów. Poza przewidywanymi tendencjami na poszczególnych rynkach towarów i usług konsumenckich, należy oczekiwać solidnie podbitego efektu bazy spowodowanego zeszłorocznym skokiem. W scenariuszu bazowym zakładamy zejście stopy inflacji CPI w stronę 1,8 proc. r/r.

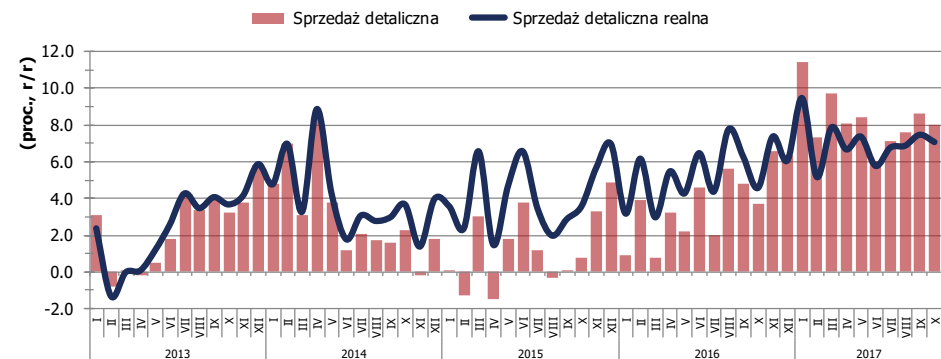
Produkcja na siedmioletnich szczytach

Uwagę obserwatorów polskiej gospodarki ponownie skradła produkcja przemysłowa, której październikowe szacunki wyraźnie przebiły najśmielsze oczekiwania ankietowanych uczestników rynku. Za niższymi wartościami przemawiały nie tylko różnice w dniach roboczych w gospodarce narodowej, mniej korzystne efekty bazy czy nawet ujemne czynniki sezonowe, ale również dość wysoki poziom wyjściowy z września (8,8 proc. r/r). Osiągnięciu 12,3 proc. dynamiki wskaźnika w ujęciu rocznym pomogło pokaźne odbicie w górnictwie i wydobywaniu, gdzie z miesiąca na miesiąc odnotowano skok wolumenu na poziomie 13,0 proc. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami miano motoru napędowego gospodarki zyskali producenci maszyn oraz urządzeń (23,8 proc.), którym wtórowały lepsze nastroje podmiotów z branży tekstylnej (21,9 proc.). Napływ tak fenomenalnych danych wyraźnie skłania do rewizji prognoz wzrostu gospodarczego za IV kwartał 2017 roku – na podstawie uproszczonej rekalkulacji modelu predykcyjnego spodziewany się zakończenia roku ze wskazaniem rzędu 4,8 proc. r/r.

Lekkie rozczarowanie zapewniła sprzedaż detaliczna, która musiała sprostać dość wysoko zawieszanej poprzeczce przez rynkowy konsensus. Roczną zmianę obrotów w handlu na poziomie 7,1 proc. należy ocenić jako satysfakcjonującą. Zgodnie ze sporządzonymi prognozami solidne odbicie w skali miesiąca odnotowała branża farmaceutyczna, co sygnalizowały między innymi zmiany średnich temperatur w miastach wojewódzkich sugerując możliwość startu „sezonu przeziębień”. Efekt wyższej dynamiki sprzedaży samochodów osobowych w Unii Europejskiej istotnie wpływa również na strukturę obrotów na rodzimym rynku, gdzie obserwuje się wyższe zapotrzebowanie na części do pojazdów czy wzrost popytu na paliwa.



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

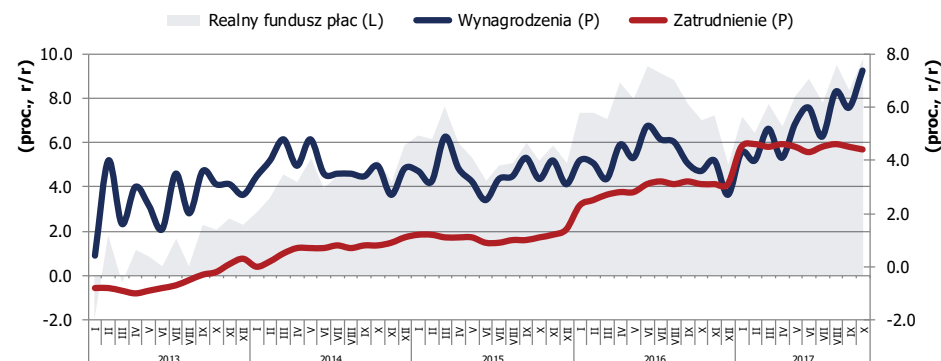


Sprzedaż detaliczna – ujęcie nominalne versus realne
Źródło: GUS; TMS Brokers

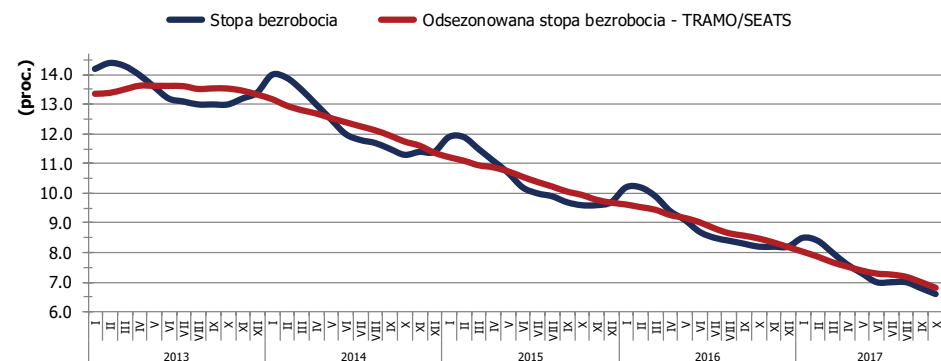
Płace na kolejnych maksimach

Początek 2017 roku przyniósł wysoce uzasadnione obawy o siłę presji płacowej w rodzimej gospodarce. Względnie niskie dynamiki wynagrodzeń były asem w rękawie tych, którzy oczekiwali zachowania monetarnego statusu quo w możliwie jak najdłuższym horyzoncie. Sporządzone przez nas modele symulacyjne wyraźnie wskazują na to, iż wygenerowane impulsy przez rynek pracy nie będą przekładały się na szybkie podbicie cen bazowych, minimalizując tym samym szansę na oczekiwaną podwyżkę stóp procentowych. Nie ulega jednak wątpliwości to, że 7,4 proc. wzrost płacy brutto na przestrzeni ostatnich dwunastu miesięcy robi wrażenie – nawet pomimo tego, iż część przyrostu wynika z wypłaty wysokich „trzynastek” w górnictwie. Spodziewamy się podtrzymania powyższej tendencji aż do stycznia przyszłego roku, gdy po dość powszechnych premiach świątecznych nastanie czas podwyżek przez jednego z największych pracodawców w Polsce – Jeronimo Martins.

Odchylenia pomiędzy wartościami faktycznymi oraz ich odsezonowanym wskaźnikiem sugerują, iż najbliższe miesiące powinny obfitować w kolejne rekordy stopy bezrobocia rejestrowanego. Tradycyjnie w raportach Ministerstwa Pracy, Rodziny i Polityki Społecznej zauważa się wzmianki o wyższej dostępności programów aktywizacyjnych czy dostatecznie wysokiej ilości dostępnych wakatów. Należy mieć na uwadze, że do spadku wskaźnika istotnie przyczynia się masowa utrata statusu osoby bezrobotnej. Jednym z istotnie ważącym czynnikiem jest wzrost konsumpcji autonomicznej w gospodarce narodowej, której poziom podbijają prosocjalne programy gabinetu Beaty Szydło.



Zatrudnienie i płace w przedsiębiorstwach
Źródło: GUS; TMS Brokers



Stopa bezrobocia
Źródło: GUS, TMS Brokers

Polityka pieniężna: mało istotna niespodzianka

Ostatnie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej obfitowało w drobną niespodziankę, która na moment próbowała odwrócić uwagę uczestników rynku od aspektów związanych ze stopami procentowymi. W tym przypadku mowa o zmianie stopy rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych co najmniej na dwa lata do poziomu 0,0 proc. z uprzednio obowiązujących 3,5 proc. Powyższy zabieg należy traktować jako ukłon w stronę sektora bankowego, który już od początku marca będzie mógł liczyć na dodatkowy zastrzyk płynności. Z punktu widzenia ramowych punktów spotkania nie należy mówić o zaskakującym obrocie spraw. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami Rada zdecydowała się na przyjęcie zrewidowanych prognoz wzrostu gospodarczego oraz inflacji CPI na najbliższe dwa lata. Jastrzębi wydzźwięk oczekiwań dotyczących skoku średniorocznych cen konsumenta o 2,7 proc. w 2019 roku wyraźnie łagodziły przedstawione projekcje luki popytowej, która stawiała pod znakiem zapytania konieczność podwyżek stóp procentowych. Dobitym argumentem za pozostawieniem „wait-and-see” w grze była wypowiedź prezesa NBP Adama Glapińskiego o braku zmiany gołębiego nastawienia w sytuacji zauważalnego wyostrenia trajektorii stóp procentowych w opublikowanych projekcjach.

Polityka fiskalna: ograniczenia w handlu nie będą rzutowały na wzrost

W trakcie listopadowych obrad rząd Prawa i Sprawiedliwości zdołał przeforsować przez Sejm ustawę ograniczającą swobodę handlu w niedziele. Pierwsze implikacje związane z nowym aktem prawnym powinny pojawić się od marca przyszłego roku, gdy detaliści będą mogli prowadzić nieskrępowaną działalność w pierwszy oraz ostatni weekend miesiąca. Powyższe obostrzenie wydaje się być wysoce godzące w przyszłe wskazania spożycia indywidualnego, aczkolwiek na podstawie sporządzonych analiz wskazujemy na marginalną szansę załamania konsumpcji z racji na szereg przewidzianych wyjątków. W projekcie przyjętym przez niższą izbę parlamentu zauważa się możliwość handlu na stacjach benzynowych, obiektach handlowych przy istotnych węzłach komunikacji publicznej czy sklepach obsługiwanych przez właściciela. Co więcej, wyniki symulacji wskazują na obecność zwiększonego popytu w piątki oraz soboty, gdy gospodarstwa domowe będą celowo zaopatrywały się dobra rzekomo niedostępne w dzień wolny od handlu. Teoretyczna siła impulsu generowanego przez ustawę bywa porównywana z każdorazowymi obchodami Święta Wojska Polskiego/Wniebowzięcia Matki Bożej czy w skrajnych warunkach zaburzeń na skalę długiego weekendu majowego.

Rynek walutowy

Święty Mikołaj przyszedł w tym roku wcześniej na rynki finansowe, ale dla inwestorów ma niestety różgę w postaci zdławionej zmienności. Płynki i pozbawiony emocji handel zdominował rynek walutowy już w listopadzie i są poważne przesłanki ku temu, że dopiero z nowym rokiem można liczyć na ożywienie trendów.

Inercja głównych walut bierze się z hazardowego zakładu, jaki przyjęły banki centralne. Generalna chęć do dochodzenia od ekspansji monetarnej zderza się z uporczywie słabą inflacją. Ani bankierzy centralni, ani uczestnicy rynku nie są gotowi postawić dużych pieniędzy na to, czy pomimo solidnego globalnego ożywienia inflacja zdoła przyspieszyć, w efekcie tryb „wait-and-see” dopada rynek FX, skutkując konsolidacyjnym dryfem.

Potrzeba więcej danych i dowodów presji inflacyjnej i płacowej, by móc zacząć dyskontować większą aktywność po stronie zacieśniania monetarnego. Bez tego trudno o większe zmiany w wycenie walut. Tematy zastępcze także nie są proste do tradingu. Poprawa w danych makro nikogo nie wyróżnia, kiedy solidne tempo wzrostu PKB jest zjawiskiem ogólnosiwiatowym. Z końcem listopada widać przebudzenie funta, a raczej wzrost przekonania, że z obecnego położenia może być już tylko lepiej. Rynek dość łatwo przechodzi między wizjami bolesnego rozvodu Wielkiej Brytanii z UE a dżentelmeńską umową z korzyścią dla obu stron. Nie mamy przekonania, czy zauroczenie z ostatnich dni i rajd funta przetrwa na dłużej, biorąc pod uwagę mnogość tematów, o które negocjacje mogą się potknąć.

Innym zjawiskiem widocznym w ostatnich tygodniach jest generalna odporność aktywów na pogorszenie sentymentu. Spodziewaliśmy się mniej stabilnych rynków, szczególnie zakładaliśmy wzrost presji na rynki wschodzące zainicjowanej przez wzrost rentowności obligacji skarbowych USA. Jako że to drugie nie następuje, waluty emerging markets korzystają na pozytywnym sentymencie. Widzimy w tym główny powód aprecjacji złotego, choć EUR/PLN przy 4,20 wygląda nam na wyczerpanego zjazdem, ale osiągnięcie celu 4,28 na koniec roku to trochę za wiele do oczekiwania od tego rynku. Korygujemy prognozę do 4,25.

Prognozy kursów złotych na koniec okresu

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2018
EUR/PLN	4.25	4.33	4.25	4.30	4.30
USD/PLN	3.61	3.64	3.51	3.50	3.47
CHF/PLN	3.63	3.70	3.60	3.61	3.64
GBP/PLN	4.80	4.76	4.57	4.62	4.67

Źródło: TMS Brokers



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****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”.