

Codziennik – przegląd wiadomości

Wyższe płace po niższej inflacji?

18 kwietnia 2006

Stopa inflacji spadła w marcu do 0,4% r/r z 0,7% r/r w lutym, wspierając polską krzywą rentowności. Rynek może zacząć wyceniać rozluźnienie polityki pieniężnej, ale my podtrzymujemy opinię, że w kwietniu stopy pozostaną bez zmian, chociaż jest pewna szansa na łagodną korektę stóp w dalszej części roku jeśli inflacja będzie nadal niższa od oczekiwań (tj. spadnie poniżej zera).

W tym tygodniu opublikowana zostanie duża porcja wskaźników: dane o płacach, zatrudnieniu, produkcji i PPI. Przewidujemy, że sytuacja na rynku pracy po raz kolejny uległa poprawie, co może być postrzegane jako potencjalne źródło presji inflacyjnej w przyszłości. Dane o produkcji powinny natomiast potwierdzić, że gospodarka nabiera siły, co podobnie jak statystyki z rynku pracy stanowić będzie argument przeciw dalszym obniżkom stóp. Z drugiej strony, spodziewany niski PPI może ożywić nadzieje na kolejne redukcje stóp.

Najbliższe dni będą również gorącym okresem w polityce. Po osiągnięciu porozumienia PiS i Samoobrony w zeszłym tygodniu, będą trwały poszukiwania trzeciego partnera do koalicji i rozmowy z potencjalnymi kandydatami (PSL i LPR). Rynek będzie śledził przebieg tych negocjacji z uwagą, jednak reakcja na fakt utworzenia koalicji z radykalnymi ugrupowaniami może być łagodzona przez fakt, że program rządu będzie oparty przede wszystkim na propozycjach PiS-u.

Gorące wydarzenia nowego tygodnia

Po zasmakowaniu wielkanocnych specjałów, uczestnicy polskiego rynku finansowego będą mogli spokojnie skupić się od rana na analizie danych inflacyjnych opublikowanych w piątek. Oprócz tego poznamy szereg nowych wskaźników. Już dzisiaj urząd statystyczny opublikuje dane o przeciętnych płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw, które są pilnie śledzone przez RPP w poszukiwaniu wskazówek nt. średnioterminowych perspektyw inflacji. Przewidujemy, że średnie zatrudnienie zwiększyło się w marcu o 2,4% r/r (mediana oczekiwań rynkowych jest na poziomie 2,5%, przy prognozach pomiędzy 2,2% a 2,7%) a średnia płaca wzrosła o 4,4% r/r (mediana prognoz 4,1%, przedział prognoz od 3,4% do 5,5%). Takie wyniki oznaczają, że warunki na rynku pracy nadal ulegają poprawie, co może być źródłem presji inflacyjnej w przyszłości. Kolejna porcja danych pojawi się w czwartek w postaci wskaźników produkcji i cen w przemyśle i budownictwie. Dane o produkcji przemysłowej powinny potwierdzić, że gospodarka nabiera sił i, podobnie jak dane z rynku pracy, będą stanowiły argument przeciwko kolejnym obniżkom stóp. Dane inflacyjne opublikowane w piątek miały być pozytywne dla rynku stóp procentowych, chociaż ich wpływ ujawni się w pełni dopiero dzisiaj z powodu przedświątecznego marazmu na rynku w piątek. Jednak dane, które poznamy w tym tygodniu, prawdopodobnie zniwelują częściowo optymizm na rynku. Z drugiej strony, niski wskaźnik PPI może pogłębić oczekiwania, że RPP nie skończyła jeszcze cyklu redukcji stóp.

Oprócz danych ekonomicznych, uczestnicy rynku będą śledzili rozwój sytuacji na scenie politycznej. Po osiągnięciu porozumienia między PiS i

Oczekiwany solidny wzrost płac i zatrudnienia w marcu

... oraz szybki wzrost produkcji przemysłowej

... co będzie przemawiało przeciw dalszym obniżkom stóp

... w odróżnieniu od niskiego PPI

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Samoobroną w zeszłym tygodniu, w najbliższych dniach będą toczyły się rozmowy z potencjalnymi kandydatami na trzeciego partnera do koalicji. Ani PSL, ani LPR nie spieszą się nadmiernie z dołączeniem do koalicji, ale wydaje się bardzo prawdopodobne, że przynajmniej jedna z tych partii (a może grupa posłów) dołączy do porozumienia i rząd koalicyjny stanie się faktem.

Na rynkach zagranicznych uwaga inwestorów, obok danych o napływie kapitału, skupi się na wskaźnikach makroekonomicznych z USA (PPI we wtorek, CPI w środę) oraz notatkach z marcowego posiedzenia Fed, pierwszego pod przewodnictwem Bena Bernanke. Sprawozdanie będzie opublikowane dzisiaj wieczorem, w związku z czym możliwe są znaczne zmiany rentowności amerykańskich obligacji w ciągu nocy. Będzie to uzależnione od tego, czy rynek doszuka się w notatkach istotnych wskazówek nt. możliwego wzrostu stóp w USA powyżej 5,25%.

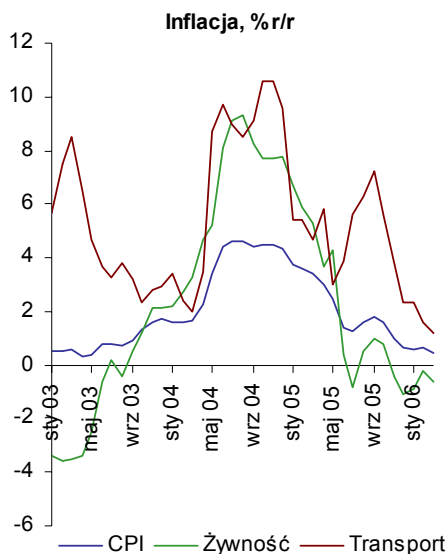
Konkluzja: W tym tygodniu zostaną opublikowane ważne dane makroekonomiczne. Naszym zdaniem nowe publikacje nie zmienią konsensusu w RPP, że stopy powinny pozostać bez zmian przez pewien czas.

Gorące wydarzenia

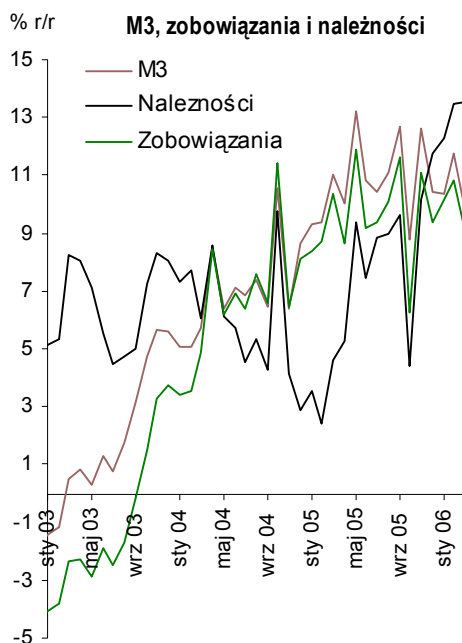
Bardzo niska inflacja, zgodnie z prognozą MinFin

Dane o inflacji w marcu, opublikowane w piątek, były zgodne z bardzo optymistycznymi przewidywaniami Ministerstwa Finansów. Okazało się bowiem, że inflacja spadła do 0,4% r/r z 0,7% r/r w lutym, podczas gdy konsensus rynkowy wskazywał na delikatny spadek do 0,6% r/r. W ciągu miesiąca ceny konsumpcyjne spadły o 0,1%, głównie za sprawą zmniejszenia cen żywności (-0,2% m/m), cen paliw (-0,5% m/m) oraz odzieży i obuwia (-0,7% m/m). Ceny w kategorii rekreacja i kultura również zanotowały spadek (o 0,1% m/m). Jednocześnie w pozostałych kategoriach koszyka konsumpcyjnego trudno jest doszukać się jakichkolwiek śladów popytowej presji na ceny, co znajduje odzwierciedlenie w fakcie, że według naszych szacunków inflacja netto (CPI po wyłączeniu cen żywności i paliw) ponownie zanotowała spadek - do 0,7% r/r z 0,8% r/r w lutym. Nasze prognozy pokazują, że w kolejnych miesiącach (do października) inflacja pozostanie poniżej poziomu 0,5% r/r, a w kwietniu spadnie do 0,3% r/r. Nawet jeśli w kwietniu nastąpi wzrost cen ze względu na wyższe ceny paliw oraz osłabienie złotego, to dość wysoka baza statystyczna (ceny przed rokiem) utrzyma roczną dynamikę cen na niskim poziomie.

Powstaje pytanie, jak bank centralny zareaguje na bardziej korzystne, krótkoterminowe perspektywy inflacji. Długie opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej oznaczają, że RPP jest oczywiście skupiona na średnioterminowych perspektywach inflacji, a polityka pieniężna nie powinna być prowadzona pod wpływem krótkoterminowych wahań inflacji, ale poprawa punktu wyjścia projekcji inflacji (prognozujemy, że w maju i październiku inflacja wyniesie tylko 0,2% r/r) powoduje, że wzrost inflacji w średnim okresie nie musi okazać się niebezpieczny dla celu inflacyjnego na poziomie 2,5%. Jak na razie, podtrzymujemy nasz pogląd, że podstawowe



stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca roku, ale nie zdziwimy się, jeśli rynek zacznie wyceniać pewne prawdopodobieństwo ponownej obniżki stóp w II połowie br. Jednocześnie sądzimy, że z co najmniej kilku powodów uczestnicy rynku nie będą dyskutować obniżki stóp już w tym miesiącu. Po pierwsze, w ciągu tygodnia nastąpi kilka publikacji danych (produkcja, płace, zatrudnienie), które powinny działać w przeciwnym kierunku niż dane o CPI. Po drugie, bardzo niepewna jest sytuacja polityczna, co rodzi ryzyko dalszego osłabienia złotego, szczególnie, że trwa wzrost rentowności obligacji za granicą. Ponadto, prawie wszyscy członkowie RPP wypowiadali się ostatnio dość jednoznacznie, że stopy procentowe są obecnie na odpowiednim poziomie i należy poczekać pewien czas na więcej danych ekonomicznych (nie tylko CPI za marzec), które pozwoliłyby zweryfikować najbardziej prawdopodobny scenariusz rozwoju sytuacji makroekonomicznej. Ten sposób rozumowania został potwierdzony w piątek przez członka Rady Mirosława Pietrewicza, który powiedział, że pomimo niższych niż oczekiwano danych o inflacji, RPP skupia się głównie na średnioterminowych perspektywach inflacji i dlatego potrzeba więcej informacji, aby zmienić wnioski co do pożądanych działań w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem obniżka stóp w pozostałej części roku byłaby możliwa, gdyby dane inflacyjne w dalszym ciągu były pozytywnym zaskoczeniem i jednocześnie pojawiałyby się zagrożenia dla wzrostu gospodarczego. Dodatkowo musiałoby chyba dojść do stabilizacji na scenie politycznej (i przygotowania rozsądnego budżetu na 2007 r.).



W piątek opublikowane zostały również statystyki pieniężne za marzec. Pokazały one, że podaż pieniądza wzrosła słabiej niż oczekiwano. Wzrost wyniósł tylko 9,7% r/r (konsensus rynkowy i nasza prognoza wskazywały na wzrost dwucyfrowy). Po stronie depozytów zanotowano pewne przyspieszenie w przypadku dynamiki depozytów gospodarstw domowych (z 2,7% r/r do 3,1% r/r po wzroście o 1,5% m/m), podczas gdy depozyty przedsiębiorstw nie uległy w ciągu miesiąca zmianom, co oznacza spowolnienie rocznej dynamiki z 23,2% do 17,6%. Jeśli chodzi o czynniki kreacji pieniądza, w marcu utrzymała się tendencja polegająca na szybszym wzroście kredytów dla gospodarstw domowych niż dla firm. Kredyty dla firm zwiększyły się w ciągu miesiąca 3,5% (5 mld zł), co jest równoznaczne z przyspieszeniem rocznej dynamiki z 24% do 25,3%. Kredyty dla firm nie uległy zmianie w ciągu miesiąca, a ich roczny wzrost zmniejszył się z 4,6% w lutym do 3,9% w marcu.

Konkluzja: Niższa od oczekiwań inflacja stanowi wsparcie dla rynku stopy procentowej. Uczestnicy rynku mogą zacząć ponownie wyceniać obniżkę stóp procentowych, ale pozostajemy zdania, że w kwietniu RPP na pewno nie zładodzi polityki pieniężnej, choć nie można wykluczyć, że w dalszej części roku dokona pewnego dostosowania stóp, jeśli inflacja nadal będzie pozytywnie zaskakiwać (np. jeśli w niektórych miesiącach nastąpią roczne spadki cen).

Notowania złotego (14.04.2006)

	Min	Max	Fixing
EUR	3,9300	3,9450	3,9325
USD	3,2480	3,2610	3,2499

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,2253	CADPLN	2,7377
USDPLN	3,2116	DKKPLN	0,5225
EURPLN	3,9351	NOKPLN	0,4949
CHFPLN	2,4611	SEKPLN	0,4149
JPYPLN*	2,7294	CZKPLN	0,1369
GBPPLN	5,5851	HUFPLN*	1,4803

*100 jednostek

Rentowności obligacji (14.04.2006)

Termin	Rentowność	Zmiana (pb)
2L	4,26	-4
3L	4,45	-3
4L	4,65	-5
5L	4,76	-6
8L	4,91	-6
10L	4,99	-2

Stawki WIBOR (14.04.2006)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	4,10	7
T/N	4,11	11
SW	4,12	1
2W	4,12	0
1M	4,12	-1
3M	4,14	-1
6M	4,15	-1
9M	4,17	-1
1L	4,17	-1

Stawki FRA (14.04.2006)

Termin	Średnia	Change (bp)
1x2	4,10	0
3x6	4,15	3
6x9	4,17	3
9x12	4,21	3
3x9	4,18	2
6x12	4,18	0

Monitor rynku

Piątkowa sesja była bardzo spokojna w związku z nadchodzącymi świętami Wielkanocnymi i dniem wolnym na wielu rynkach międzynarodowych, co przyczyniło się do ograniczonej aktywności i niewielkich ruchów na rynku. Złoty lekko umocnił się względem euro z 3,936 do 3,932 oraz z 3,2508 do 3,249 wobec dolara. Dolar minimalnie umocnił się względem euro z 1,211 do 1,21 a dane o produkcji w Stanach nie wpłynęły znacząco na kurs EURUSD. W poniedziałek dolar stracił na wartości wobec wspólnej waluty do 1,225 z powodu spadku oczekiwań odnośnie kolejnych podwyżek stóp procentowych, natomiast wysoki napływ kapitału do USA ograniczył straty dolara. Dziś polska waluta jest na jeszcze mocniejszym poziomie 3,925 względem euro oraz 3,216 względem dolara.

Sytuacja na rynku długu była podobna do tej na rynku walutowym. Obligacje umocniły się już na początku sesji a rentowności spadły o 2-6 pb. Reakcja na dane była dosyć ograniczona a pełny wpływ wyjątkowo niskiej inflacji na rynek może pojawić się dzisiaj. W piątek rentowności 10-letnich amerykańskich Treasuries oraz niemieckich Bundów pozostały niezmienione na poziomie odpowiednio 5,03% oraz 4,95%. Dziś amerykańskie obligacje skarbowe są nieco mocniejsze przy 10-letnich rentownościach na poziomie 5.0% w wyniku spekulacji na wcześniejsze zakończenie cyklu podwyżek stóp w USA oraz w związku z obawami o wysokie ceny ropy, które mogą negatywnie wpłynąć na zaufanie i wydatki konsumentów.

Ministerstwo Finansów poinformowało w piątek, że zamierza zaoferować na środowym przetargu 2,0 mld zł obligacji 5-letnich PS0511.

Konkluzja: W piątek aktywność była ograniczona w obliczu nadchodzących świąt Wielkanocnych. Złoty nieco zyskał względem głównych walut. Obligacje umocniły się w oczekiwaniu na niski wskaźnik CPI. Dziś polskie obligacje mogą umocnić się w reakcji na piątkowe dane o inflacji oraz lekkie umocnienie na rynku amerykańskim.

Przegląd międzynarodowy

W marcu produkcja przemysłowa wzrosła w Stanach Zjednoczonych o 0,6% w porównaniu do zrewidowanego w dół wzrostu o 0,5% (0,7% przed rewizją) w lutym, co było powyżej rynkowego konsensusu na poziomie 0,5%. Wykorzystanie mocy produkcyjnych wzrosło z 81,2% w lutym do 81,3% w marcu.

W lutym napływ kapitału netto do Stanów Zjednoczonych wyniósł 86,9 mld \$, co było znacznie powyżej rynkowego konsensusu na poziomie 62,8 mld \$ i było wystarczające by pokryć deficyt handlowy w wysokości 65,7 mld \$. Wartość zakupionych amerykańskich obligacji skarbowych wzrosła z 4,4 mld \$ w styczniu do 21,9 mld \$.

Dziś zostaną opublikowane bardzo ważne dane (patrz tabela), a inwestorzy skupią uwagę głównie na bazowym PPI oraz protokole z marcowego posiedzenia Fed. Dane z rynku nieruchomości również mogą okazać się istotne i mogą wesprzeć rynki długu.

CZAS W-WA	REGION	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	OSTATNIA WARTOŚĆ
14:30	USA	Liczba nowych budów (W)	III	mln	2,03	2,12
14:30	USA	Liczba wydanych pozwoleń na budowę (W)	III	mln	2,1	2,179
14:30	USA	PPI (W)	III	% m/m	0,4	-1,4
21:00	USA	Protokół z posiedzenia Fed (W)				

Źródło: Reuters

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Skarbu, Zespół Głównego Ekonomisty, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon (22) 586 8363, 586 8333, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group