

# Codziennik – przegląd wiadomości

Żywność drożeje

15 września 2006

Inflacja CPI wzrosła w sierpniu do 1,6% r/r, przekraczając oczekiwania analityków i powodując osłabienie na rynku długu. Wzrost inflacji wynika jednak głównie z działania czynników podażowych, tj. cen żywności, podczas gdy inflacja netto pozostała według naszych szacunków bez zmian. Dlatego dane powinny mieć ograniczony wpływ na perspektywy polityki pieniężnej, co zostało wczoraj potwierdzone przez komentarze trzech członków RPP. Dane o podaży pieniądza pokazały przyspieszenie wzrostu kredytów, co jest pozytywne z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego i neutralne dla rynku.

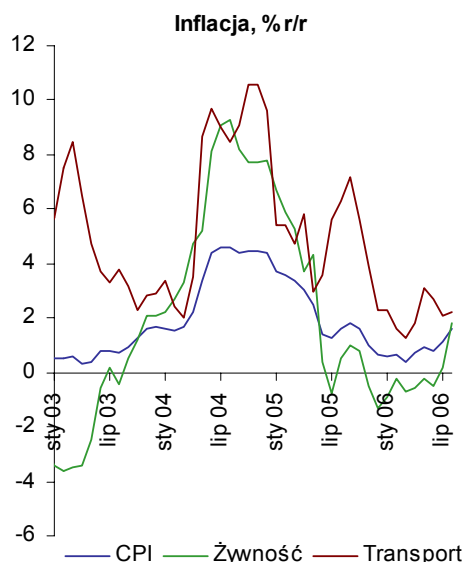
Dziś opublikowane zostaną dane o płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw. Będąc silne, mogą one utrwalić niezbyt dobre nastroje na rynku długu, które pojawiły się po publikacji wczorajszych danych o inflacji, nawet jeśli wzrost płac nadal nie wydaje się przekraczać dynamiki wydajności pracy.

## Gorące wydarzenia

### CPI w górę do 1,6%, ale inflacja netto bez zmian

Inflacja była wyższa od wszystkich prognoz, również tej przedstawionej przez Ministerstwo Finansów (1,5%). Ceny konsumpcyjne wzrosły w sierpniu o 0,3% m/m (w ostatnich sześciu latach w sierpniu odnotowywano średnio spadek o 0,3%), co spowodowało wzrost rocznej stopy inflacji do 1,6% z 1,1% w lipcu. Był to więc drugi z rzędu miesiąc niespodzianki inflacyjnej, na którą rynek obligacji zanotował negatywnie. Wzrost inflacji był całkowicie spowodowany czynnikami podażowymi (ceny żywności 0,7% m/m, ceny paliw 2,5% m/m w górę). Według naszych szacunków inflacja netto pozostała stabilna na poziomie 1,3% r/r, co potwierdza, że pomimo przyspieszającego wzrostu gospodarczego presja popytowa na ceny pozostaje ograniczona. Wyższe ceny żywności wynikały w pewnej mierze z letniej suszy, jednak wydaje się, że wzrost cen nie został jeszcze całkowicie wyczerpany (np. ceny pieczywa były w sierpniu stabilne, więc zapewne wzrosną we wrześniu). Tak więc perspektywa inflacji w najbliższych miesiącach zależeć będzie od cen żywności, więc pozostaje bardzo niepewna. Zakładamy, że ceny żywności wzrosną o ok. 1% we wrześniu i październiku, co oznaczałoby stabilizację inflacji na poziomie ok. 1,5%. Następnie, w listopadzie-grudniu efekt niskiej bazy statystycznej roku poprzedniego spowoduje dalszy wzrost inflacji do ok. 2% (lub nieco powyżej) nawet jeśli wzrost cen żywności spowolni. Co więcej, w pierwszym kwartale przyszłego roku inflacja będzie nadal rosła i prawdopodobnie przekroczy cel inflacyjny banku centralnego na poziomie 2,5% (a nawet będzie bliska 3%).

Co taki scenariusz inflacyjny oznacza dla perspektyw polityki pieniężnej? Naszym zdaniem niewiele. Po pierwsze, inflacja netto (CPI po wyłączeniu cen żywności i cen paliw) pozostaje na bardzo niskim poziomie i nie powinna wzrosnąć do końca roku ponieważ wzrost inflacji CPI będzie spowodowany wyższymi cenami żywności. W przyszłym roku inflacja netto powinna



**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

pozostać blisko 2%. Po drugie, pozostaje pytanie czy RPP powinna reagować na wzrost inflacji powodowany szokami podażowymi tak długo jak nie zwiększy się ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Tak więc, aby ocenić szansę na podwyżki stóp należy patrzeć raczej na statystyki z rynku pracy niż na CPI. Po trzecie, nie oczekujemy niekontrolowanego wzrostu płac w polskiej gospodarce i wydaje się, że nawet brak rąk do pracy w niektórych sektorach powinien skutkować raczej zmianą płac relatywnych niż znacznym wzrostem średniej płacy w całej gospodarce. W końcu, warto przypomnieć, że cel inflacyjny banku centralnego to 2,5% +/- 1 pkt proc.

Przypomnijmy również, co Rada Polityki Pieniężnej napisała w Założeniach polityki pieniężnej na 2006 rok w rozdziale *Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego*. Rada dyskutuje obecnie założenia na rok przyszły, jednak wydaje nam się, że tak fundamentalny rozdział powinien pozostać bez zmian

1. „Niewłaściwa reakcja polityki pieniężnej [na szoki podażowe] może mieć daleko idące niekorzystne skutki dla gospodarki. Próba całkowitego zneutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może prowadzić niepotrzebnie do znacznego spadku produkcji, ponieważ już sam wstrząs podażowy wpływa niekorzystnie na popyt i inwestycje.”
2. „Znaczna część wstrząsów podażowych ma przejściowy charakter i niewielką skalę, w związku z czym nie ma potrzeby natychmiastowego reagowania na nie. Przy większych wstrząsach nawet przejściowe przyspieszenie wzrostu cen może wywołać względnie trwałe wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji wzrost inflacji ze względu na pojawienie się żądań płacowych.”
3. „Przy analizie wstrząsów podażowych bardzo przydatne stają się miary inflacji bazowej, które pozwalają przynajmniej częściowo odróżnić skutki przejściowe od trwałych zmian presji inflacyjnej.”

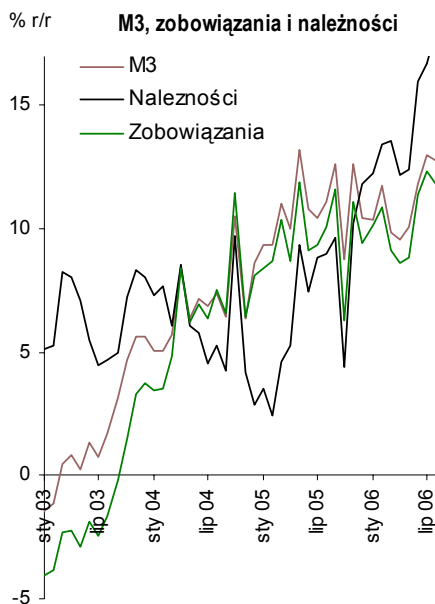
Podsumowując, w sytuacji gdy wzrost CPI jest spowodowany przez ceny żywności, aby ocenić prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych warto przeanalizować statystyki inflacji bazowej i tendencje na rynku pracy. Wszystkie te zmienne nie przedstawiają jak na razie niepokojącego obrazu sytuacji i naszym zdaniem tak pozostanie w kolejnych miesiącach, w związku z czym nie zmieniamy zdania na temat perspektyw polityki pieniężnej. Taki punkt widzenia potwierdziło wczoraj dwóch członków RPP, Jan Czekaj i Mirosław Pietrewicz, którzy powiedzieli, że informacja o inflacji sierpniowej nie zmienia wiele z punktu widzenia polityki pieniężnej. Co ważne, podobne stanowisko zajęła również Halina Wasilewska-Trenkner, uważana za członka RPP o dość jastrzębich poglądach. W opublikowanym dzisiaj wywiadzie powiedziała, że RPP raczej nie zdecyduje się na podwyżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach (półroczu), a reakcję polityki pieniężnej mogłyby przyspieszyć tylko niekorzystne zmiany w relacji wydajności pracy i jednostkowych kosztów płac, czy też negatywny scenariusz zmian w obszarze finansów publicznych.

**Konkluzja:** Wyższa inflacja negatywna dla rynku obligacji, ale była spowodowana wyłącznie czynnikami podażowymi (inflacja netto bez zmian), więc powinna mieć mały wpływ na perspektywy polityki pieniężnej, co potwierdziły wypowiedzi trzech członków RPP.

### Dzisiaj dane z rynku pracy

Dzisiaj zostaną opublikowane dane nt. płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu. O ile oczekujemy silnego wzrostu obydwu wskaźników, to nie wygląda on na nadmierny, biorąc pod uwagę wzrost wydajności pracy. Według naszych szacunków, presja ze strony jednostkowych kosztów pracy zmniejszyła się dość wyraźnie w drugim kwartale. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę wczorajszy negatywny sygnał dla obligacji ze strony danych o CPI, wysoki wzrost płac i zatrudnienia (oczekujemy odpowiednio 6,0% r/r i 3,4% r/r) może pogłębić niekorzystne nastroje.

**Konkluzja:** Mocne dane z rynku pracy mogą wzmocnić negatywne nastroje na rynku długu, które pojawiły się po wyższej od oczekiwań inflacji, nawet jeśli wzrost płac nie przekracza wzrostu wydajności pracy.



### Kolejne przyspieszenie wzrostu kredytów

Podaż pieniądza mierzona agregatem M3 wzrosła w sierpniu o 12,8% r/r wobec oczekiwań rynku na wzrost o 12,5% r/r. Pozytywną wiadomością jest to, że nadal przyspiesza zarówno dynamika kredytu dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Te pierwsze zwiększyły się o 29% r/r, zapewne głównie za sprawą kredytów mieszkaniowych, podczas gdy kredyty dla firm wzrosły o 8,9% r/r wobec wzrostu o 7,2% r/r, co prawdopodobnie odzwierciedla rosnącą aktywność inwestycyjną. Wroży to dobrze wynikom aktywności gospodarczej w III kwartale. Jeśli chodzi o depozyty w sektorze bankowym, w przypadku gospodarstw domowych nastąpiło przyspieszenie wzrostu do 5,9% r/r z 5,2% r/r, podczas gdy depozyty firm zwiększyły się w sierpniu o ponad 3 mld zł, ale był to mniejszy przyrost niż rok wcześniej, więc roczny wzrost spowolnił do 23% r/r z 26,3%.

**Konkluzja:** Dane neutralne dla rynku, potwierdzając wysoką aktywność gospodarczą.

## Monitor rynku

Wczoraj, trend wzrostowy trwający od początku tygodnia został przerwany. Podczas większej części wczorajszego dnia, kurs złotego wobec głównych walut poruszał się w wąskim przedziale wahań. Jedynie pod koniec dnia krajowa waluta osłabła i kurs EURPLN nieco przekroczył 3,97. Rynek EURUSD był także relatywnie stabilny. Jednak, lekkie osłabienie dolara było widoczne i kurs EURUSD spadł poniżej 1,27.

Na rynek długu duży wpływ miała publikacja danych o CPI. Ponieważ dane były wyższe od oczekiwanych, obligacje straciły cały wzrost uzyskany wcześniej podczas dnia i nieco umocnienia zanotowanego w poprzednich dniach. Poza negatywną niespodzianką inflacji, krajowe rynki były także pod negatywnym wpływem osłabienia na bazowych rynkach długu. Rentowności 10-letnich Treasuries wzmocniły się do poziomu 4,79% a 10-letnie bundy zakończyły wczorajszą sesję na poziomie 3,81%.

**Konkluzja:** Wczoraj złoty ustabilizował się podczas gdy obligacje osłabiły się z powodu wyższej niż przewidywanej inflacji i osłabienia na rynku bazowym. Dziś, uczestnicy rynku będą czekać na statystyki krajowego rynku pracy i istotne dane zagraniczne z wyjątkowym skupieniem na Amerykański CPI.

## Przegląd międzynarodowy

Sprzedaż detaliczna w USA była wyższa od przewidywanej w sierpniu, wzrastając o 0,2% podczas gdy ekonomiści z Wall Street przewidywali spadek o 0,1%. Sprzedaż samochodów w tym raporcie wzrosła o 0,4%. W ciągu 12 ostatnich miesięcy, sprzedaż detaliczna wzrosła o solidne 6,7%.

Liczba osób ubiegających się o zasiłek dla bezrobotnych w USA była niższa od przewidywań w tygodniu zaczynającym się 9 września, spadając o 5.000 do poziomu 308.000. Czterotygodniowa średnia spadła o 1.500 do poziomu 314.250. Liczba bezrobotnych pozostaje na niskim i stabilnym poziomie i nie wskazuje na pogorszenie sytuacji na rynku pracy na początku września.

Dziś, duża dawka ważnych danych makroekonomicznych zostanie opublikowana za granicą. Szczegóły w tabelce poniżej.

| CZAS W-WA | KRAJ | WSKAŹNIK                        | OKRES |       | RYNEK | OSTATNIA WARTOŚĆ |
|-----------|------|---------------------------------|-------|-------|-------|------------------|
| 11:00     | EMU  | Finalny HICP                    | VIII  | % r/r | 2.3   | 2.4              |
| 14:30     | US   | CPI                             | VIII  | % r/r | 3.9   | 4.1              |
| 15:15     | US   | Wykorzystanie mocy produkcyjnej | VIII  | %     | 82.5  | 82.4             |
| 15:15     | US   | Produkcja przemysłu             | VIII  | % m/m | 0.2   | 0.4              |
| 15:45     | US   | Wstępny Michigan                | IX    |       | 84.0  | 82.0             |

## Notowania złotego (14.09.2006)

|     | Min    | Max    | Otwarcie * | Zamknięcie ** | Fixing |
|-----|--------|--------|------------|---------------|--------|
| EUR | 3.9550 | 3.9730 | 3.9550     | 3.9695        | 3.9635 |
| USD | 3.1115 | 3.1300 | 3.1300     | 3.1240        | 3.1244 |

\* 8:30, \*\* 17:00

## Notowania kursu EUR/USD (14.09.2006)

|         | Min    | Max    | Otwarcie * | Zamknięcie ** |
|---------|--------|--------|------------|---------------|
| EUR/USD | 1.2675 | 1.2748 | 1.2700     | 1.2748        |

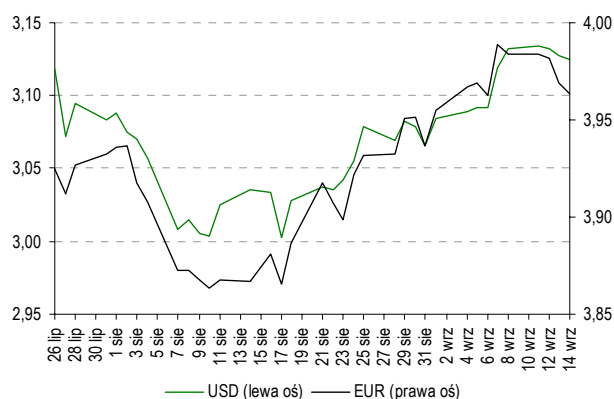
\* 8:30, \*\* 17:00

## Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

|         |        |         |        |
|---------|--------|---------|--------|
| EURUSD  | 1.2724 | CADPLN  | 2.8097 |
| USDPLN  | 3.1198 | DKKPLN  | 0.5366 |
| EURPLN  | 3.9691 | NOKPLN  | 0.4924 |
| CHFPLN  | 2.5307 | SEKPLN  | 0.4293 |
| JPYPLN* | 2.6927 | CZKPLN  | 0.1420 |
| GBPPLN  | 5.9247 | HUFPLN* | 1.4499 |

\* za 100 jednostek

Kurs złotego



## Rentowności obligacji (14.09.2006)

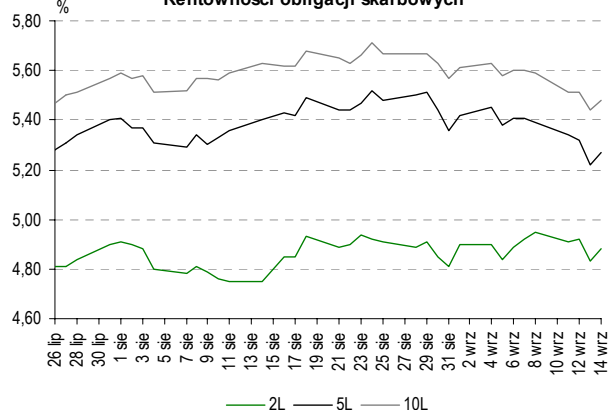
| Termin | PL           |             | USA          |             | GER          |             |
|--------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
|        | Rentow. ność | Zmiana (pb) | Rentow. ność | Zmiana (pb) | Rentow. ność | Zmiana (pb) |
| 2L     | 4.88         | 5           | 4.84         | 4           | 3.66         | 2           |
| 3L     | 5.04         | 2           | 4.76         | 4           | 3.66         | 2           |
| 4L     | 5.24         | 4           |              |             | 3.68         | 3           |
| 5L     | 5.27         | 5           | 4.74         | 4           | 3.69         | 2           |
| 8L     | 5.38         | 3           |              |             | 3.75         | 0           |
| 10L    | 5.48         | 4           | 4.79         | 3           | 3.81         | 2           |

## Aukcje obligacji

| Data  |     | Oferta | Popyt | Sprzedaż | Śr. rentow. ność | Poprzednia śr. rentow. ność | Zmiana (pb) |
|-------|-----|--------|-------|----------|------------------|-----------------------------|-------------|
|       |     | PLN m  |       |          |                  |                             |             |
| 06.09 | 2Y  | 1 800  | 4 240 | 1 800    | 4,991            | 4,943                       | 5           |
| 21.06 | 5Y  | 2 000  | 3 530 | 2 000    | 5,525            | 5,031                       | 49          |
| 12.07 | 10Y | 800    | 4 905 | 800      | 5,595            | 4,978                       | 62          |

\* w tym aukcja uzupełniająca

Rentowności obligacji skarbowych



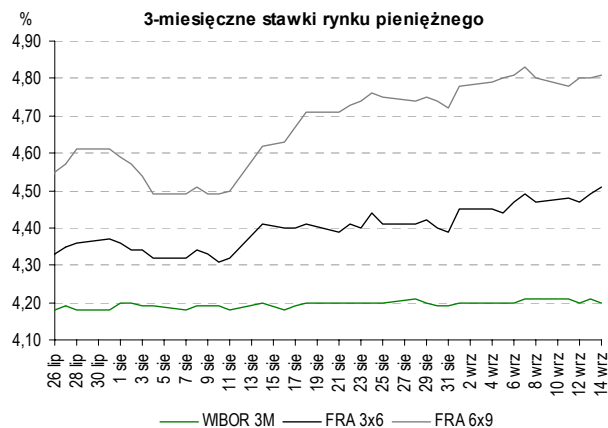
## Stawki WIBOR (14.09.2006)

| Termin | Stawki | Zmiana (pb) |
|--------|--------|-------------|
| O/N    | 4.09   | 0           |
| T/N    | 4.11   | 0           |
| SW     | 4.12   | 0           |
| 2W     | 4.12   | 0           |
| 1M     | 4.12   | -1          |
| 3M     | 4.20   | -1          |
| 6M     | 4.37   | 1           |
| 9M     | 4.57   | 0           |
| 1Y     | 4.67   | 0           |

## Stawki FRA (14.09.2006)

| Termin | Średnia | Zmiana (pb) |
|--------|---------|-------------|
| 1x2    | 4.18    | 2           |
| 3x6    | 4.48    | 2           |
| 6x9    | 4.78    | 0           |
| 9x12   | 5.00    | 3           |
| 3x9    | 4.66    | 2           |
| 6x12   | 4.92    | 3           |

3-miesięczne stawki rynku pieniężnego



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.



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