

Codziennik – przegląd wiadomości

Inflacja niska, a co z płacami?

15 listopada 2006

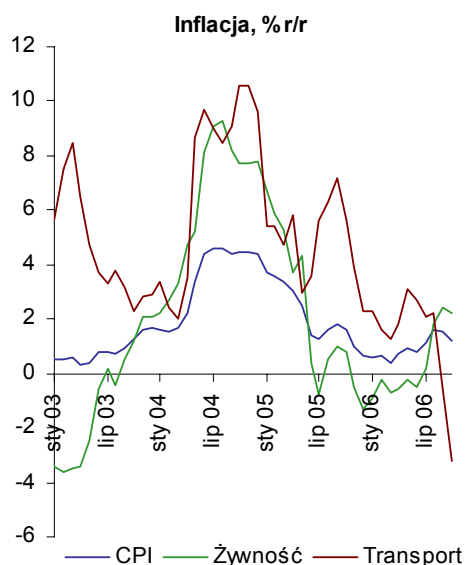
Po wtorkowej zaskakującej nadwyżce obrotów bieżących, wczorajsze dane dały kolejny pozytywny impuls dla polskiego rynku. Deficyt budżetu po październiku wyniósł zaledwie 54,4% planu całorocznego, a inflacja CPI była zgodna z prognozą Ministerstwa Finansów (i naszą) na poziomie 1,2%, za to lekko powyżej konsensusu rynkowego. Inflacja obniżyła się z 1,6% we wrześniu i wydaje się, że inflacja netto (wykluczająca ceny żywności i paliw) spadła z 1,4% do 1,3%. Potwierdza to naszą opinię, że podwyżka stóp procentowych w najbliższych miesiącach jest mało prawdopodobna, ponieważ presja popytowa na ceny jest niska. Jeden z członków RPP (raczej reprezentujący mniejszość) powiedział, że wzrost inflacji do 2% w grudniu będzie argumentem za podwyżką. Nie zgadzamy się z taką opinią, ponieważ cel jest na poziomie 2,5%, a bardziej restrykcyjna polityka pieniężna byłaby potrzebna gdyby istniało ryzyko przekroczenia tego poziomu w sposób trwały. Mogłoby to mieć miejsce gdyby na rynku pracy dalej się poprawiała, prowadząc do wzrostu napięć. Dzisiaj będziemy mieli okazję przekonać się, czy takie przypuszczenie ma uzasadnienie w danych. Prognozy wskazują, że wzrost płac w sektorze firm prawdopodobnie obniżył się w październiku z poziomu 5,1% w poprzednim miesiącu (rynek przewiduje 4,6% r/r, my 4,9%), co powinno uspokoić obawy o niekontrolowany wzrost kosztów pracy w przedsiębiorstwach. Równocześnie wzrost zatrudnienia pozostał zapewne silny, na poziomie 3,5% r/r.

Gorące wydarzenia

Inflacja CPI (oraz netto) w dół

Optymistyczna prognoza Ministerstwa Finansów (oraz nasza) zrealizowała się i dwunastomiesięczna inflacja spadła w październiku do 1,2% r/r z 1,6% r/r we wrześniu. O ile prezentacja szacunku inflacji przez Ministerstwo Finansów pod koniec minionego miesiąca miała pozytywny wpływ na rynek obligacji, to nie wszyscy analitycy rynkowi (poza nami) byli równie optymistyczni, ponieważ konsensus rynkowy wskazywał na spadek inflacji do 1,3% r/r. Przesłanie od Rady Polityki Pieniężnej po jej październikowym posiedzeniu ograniczyło oczekiwania na szybkie podwyżki stóp procentowych i wczorajsze dane o inflacji powinny jeszcze bardziej osłabić takie oczekiwania.

Po dwóch miesiącach stabilizacji inflacji na poziomie 1,6% r/r, w październiku znalazła się ona ponownie poniżej dolnej granicy dopuszczalnego przedziału odchyleń od celu banku centralnego. Chociaż należy to traktować jako przejściowe zjawisko i w kolejnych miesiącach inflacja będzie zapewne rosła, to niższy punkt początkowy tego wzrostu oznacza, że ryzyko przekroczenia przez inflację w I kwartale 2007 r. celu na poziomie 2,5% zmalało. Ponieważ nasza prognoza na październik zmaterializowała się, zmianie nie uległy nasze prognozy inflacji na kolejne miesiące. Przewidujemy, że w grudniu inflacja osiągnie niespełna 2% r/r, w I kwartale przyszłego roku może zwiększyć się do ok. 2,5%, a następnie powinna utrzymać się nieco powyżej poziomu 2% do końca 2007 r. Tym samym nie zmieniamy również naszego poglądu, że zdaniem większości członków RPP nie będzie potrzeby podwyżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach.



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

Jest tak szczególnie dlatego, że czynnikami odpowiedzialnymi za spadek inflacji w październiku nie były tylko ceny żywności i ceny paliw (te pierwsze wzrosły o umiarkowane 0,8% r/r i 2,2% r/r, a paliwa staniały aż o 5% m/m i 6,2% r/r). Według naszych szacunków inflacja netto (czyli CPI po wyłączeniu cen żywności i paliw) obniżyła się nieznacznie z 1,4% r/r do 1,3% r/r. Pokazuje to, że presja popytowa na ceny pozostaje bardzo umiarkowana, co powinno osłabić obawy (niektórych) bankierów centralnych o niekontrolowane przyspieszenie inflacji.

Dwóch członków RPP zabrało wczoraj głos po publikacji GUS-u i wydaje się, że reprezentowali dwie różne strony w Radzie. Marian Noga, który prawdopodobnie głosował za podwyżką stóp w październiku powiedział, że wzrost inflacji w grudniu na poziomie 2% byłby argumentem przemawiającym na rzecz zmiany parametrów polityki pieniężnej. Z drugiej strony, Jan Czekaj podkreślił, że inflacja jest niska i wygląda na to, że nie ma presji popytowej. Dodał też, że bankowi centralnemu byłoby trudno podnieść stopy procentowe, jeśli inflacja pozostałaby poniżej celu. Naszym zdaniem, możemy sobie wyobrazić sytuację, w której stopy procentowe będą musiały zostać podniesione, nawet jeśli inflacja będzie poniżej celu. Wystarczy, że perspektywa średnioterminowa wskaże wysokie prawdopodobieństwo przekroczenia przez inflację celu, a wówczas działania RPP powinny być wyprzedzające. Jednak, pogląd większości członków Rady jest taki, że na razie taki przypadek nie dotyczy obecnej sytuacji w polskiej gospodarce. To jest powód, dla którego uczestnicy rynkowi powinni przywiązywać większą uwagę do wypowiedzi Czekaja, niż Nogi, gdyż ten pierwszy reprezentuje pogląd większości RPP.

Konkluzja: Pozytywne dla rynku stopy procentowej. Podtrzymujemy nasze prognozy inflacyjne i przewidywania dotyczące stóp procentowych.

Niska realizacja budżetu w październiku

Ministerstwo Finansów opublikowało dane o budżecie za październik. Były one pozytywne pomimo faktu, że po kilku miesiącach nadwyżek tym razem wystąpił deficyt w wysokości ponad 2 mld zł. Jak już wielokrotnie pisaliśmy, z różnych powodów realizacja części wydatków została odłożona na IV kwartał i faktycznie miesięczne wydatki w październiku wyniosły aż 20,5 mld zł, co jest najwyższą wartością w tym roku. Równocześnie jednak, kontynuacja szybkiego wzrostu gospodarczego skutkowałą najlepszym w tym roku wynikiem jeśli chodzi o wpływy podatkowe (wyłączając styczeń, kiedy to nastąpił transfer środków z 2005 r.). W związku z tym, o ile wydatki będą kontynuować silny wzrost do końca tego roku, pytanie jest do jakiego stopnia wpłynie to na wykonanie deficytu budżetu, ponieważ wzrost dochodów będzie również wysoki. Poprzednie prognozy resortu finansów wskazywały, że deficyt w grudniu może być o ok. 2 mld zł niższy od planowanego, ale może się okazać, że wynik będzie jeszcze lepszy. Po październiku skumulowany deficyt budżetu wyniósł 16,6 mld zł, czyli tylko 54,4% rocznego planu. Równocześnie dochody zostały zrealizowane w 83,3%, a wydatki w 79,4%. W samym październiku dochody wzrosły o 16% r/r, a w pierwszych dziesięciu miesiącach w sumie o 9,2% r/r, wobec planu 8,6%. Chociaż wpływy z podatków pośrednich i CIT wzrosły w nieco mniejszym tempie niż jest planowane na ten rok, to pozostałe wpływy zrekomensowały ten ubytek.

Konkluzja: Do końca roku pozostały tylko dwa miesiące, a Ministerstwo Finansów ma do wykonania deficyt 14 mld zł. Jest pewne, że deficyt budżetu na koniec roku będzie wyraźnie lepszy niż planowano dzięki szybkiemu wzrostowi gospodarczemu.

Monitor rynku

W środę trend wzrostowy złotego był kontynuowany i pod koniec sesji, kurs EURUSD chwilowo przekroczył poziom 3,8. Było to spowodowane pozytywnym nastawieniem wobec rynków wschodzących i walut w regionie (słowacka korona po raz kolejny osiągnęła rekordowo mocny poziom wobec euro po dobrych danych o PKB). Kurs USDPLN spadł lekko w pierwszej części dnia, jednak po nagłym spadku kursu EURUSD po danych o aktywności sektora przetwórczego w regionie Nowego Yorku, kurs USDPLN podskoczył chwilowo do poziomu 2,984 i powrócił później do 2,968. Pozytywne nastroje na polskim rynku długu były wsparte dobrymi danymi CPI, które były niższe od oczekiwań rynkowych. Ministerstwo Finansów uplasowało 2 mld PLN 5-letnich obligacji typu PS0511 przy średniej rentowności 4,987% i popycie na poziomie 4,852 mld PLN.

Na zagranicznych rynkach nie zaplanowano wielu istotnych publikacji, a po nieznacznym spadku wobec euro, dolar osiągnął poziom poniżej 1,28 po pozytywnych danych o wskaźniku aktywności New York. Po lekkiej korekcie, dolar poszedł w górę po protokole FOMC. Nowojorskie statystyki wpłynęły także na amerykańskie obligacje, i przyczyniły się do wzrostu 10-letnich rentowności do 4,6% z 4,58% na wtorkowym zamknięciu. Protokół Fed z październikowego spotkania także przyczynił się do strat Treasuries.

Konkluzja: EURPLN testował 3,8, podczas gdy obligacje nieco się umocniły z powodu danych CPI. Dziś rynek skupi się na statystykach z rynku pracy i amerykańskim CPI.

Przegląd międzynarodowy

Bank Rezerwy Federalnej z regionu Nowy Jork zakomunikował w środę, że jego indeks aktywności gospodarczej "Empire State" wzrósł w listopadzie do 26,66 z 22,92 w październiku. Indeks cen płaconych wzrósł do 34,9 z 30,83, indeks zatrudnienia do 24,5 z 19,39, natomiast komponent nowych zamówień podskoczył do 22,38 z 11,75.

W protokole Federalnego Komitetu Operacji Otwartego Rynku (FOMC) amerykańscy bankierzy centralni wyrazili swój niepokój w kwestii redukcji inflacji oraz oczekiwań wzrostu cen.

GODZ.	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		RYNEK	OSTATNIA WARTOŚĆ
11:00	EMU	Finalny HICP	X	% r/r	1,6	1,7
14:30	USA	CPI	X	% m/m	-0,2	-0,5
15:00	USA	Napływ kapitału netto	IX	mld \$	75,0	116,8
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	X	%	82,0	81,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	X	% m/m	0,3	-0,6
18:00	USA	Indeks Philadelphia	X	% m/m	5,0	-0,7

Źródło: Reuters

Notowania złotego (15.11.2006)

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **	Fixing
EUR	3,7960	3,8176	3,8085	3,7975	3,8085
USD	2,9635	2,9846	2,9679	2,9650	2,9715

* 8:30, ** 17:00

Notowania kursu EUR/USD (15.11.2006)

	Min	Max	Otwarcie *	Zamknięcie **
EUR/USD	1,2780	1,2828	1,2823	1,2807

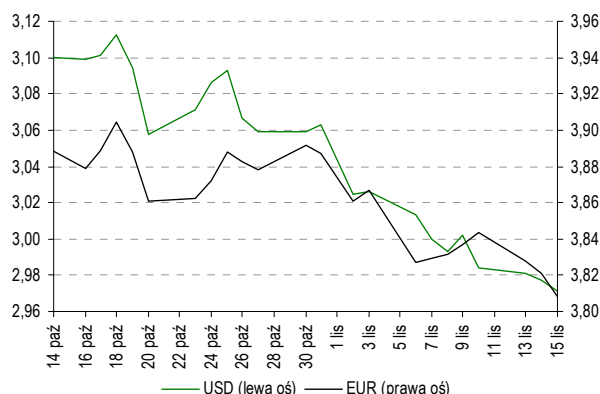
* 8:30, ** 17:00

Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

EURUSD	1,2824	CADPLN	2,6131
USDPLN	2,9600	DKKPLN	0,5069
EURPLN	3,7959	NOKPLN	0,4573
CHFPLN	2,3765	SEKPLN	0,4113
JPYPLN*	2,5336	CZKPLN	0,1347
GBPPLN	5,6486	HUFPLN*	1,4564

* za 100 jednostek

Kurs złotego



Rentowności obligacji (15.11.2006)

	PL		USA		GER	
Termin	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)	Rentow. ność	Zmiana (pb)
2L*	4,57	-5	4,82	8	3,73	3
3L**	4,81	-2	4,70	8	3,65	-1
4L***	4,95	1			3,67	0
5L	4,98	-1	4,63	7	3,71	3
8L	5,05	-2			3,71	0
10L	5,15	0	4,62	5	3,74	2

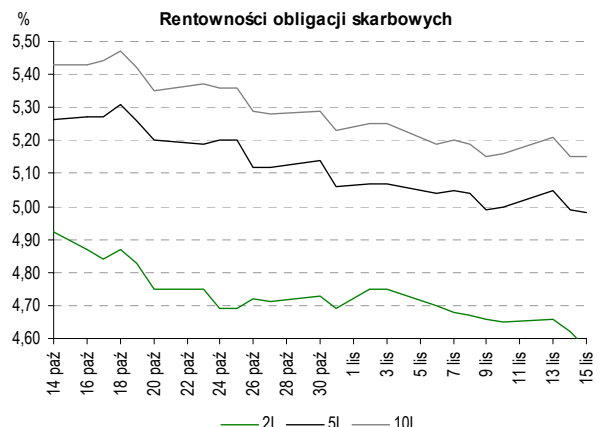
*OK1208 **PS0310 ***DS1110

Aukcje obligacji

Data		Oferta	Popyt	Sprzedaż	Śr. rentow. ność	Poprzednia śr. rentowność	Zmiana (pb)
		PLN m					
04.10	2L	1 400	4 150	1 400	4,723	4,970	-25
15.11	5L	2 000	4 852	2 000	4,987	5,328	-34
11.10	10L*	2 400	5 520	2 400	5,483	5,595	-11

* w tym aukcja uzupełniająca

Rentowności obligacji skarbowych



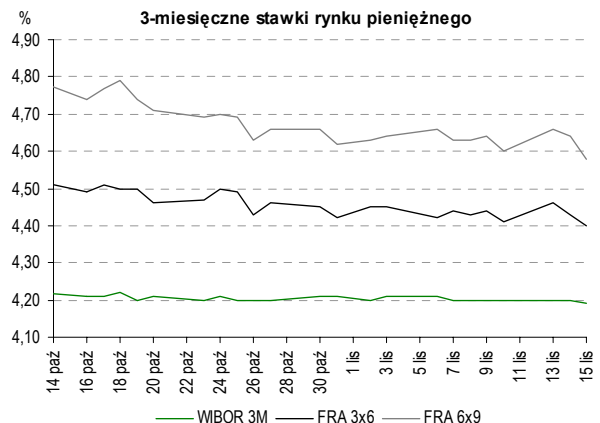
Stawki WIBOR (15.11.2006)

Termin	Stawki	Zmiana (pb)
O/N	4,07	3
T/N	4,09	2
SW	4,10	0
2W	4,10	-1
1M	4,12	0
3M	4,19	-1
6M	4,33	-1
9M	4,49	-1
1Y	4,59	0

Stawki FRA (15.11.2006)

Termin	Średnia	Zmiana (pb)
1x2	4,15	-2
3x6	4,37	-2
6x9	4,55	-5
9x12	4,69	-2
3x9	4,48	-3
6x12	4,65	-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