

Komentarz na gorąco

Wyższa inflacja i płace, niższe zatrudnienie

15 lipca 2008

Inflacja CPI wzrosła w czerwcu do 4,6% zgodnie z naszą prognozą. Wzrost płac przyspieszył do 12% r/r, mocniej niż się spodziewaliśmy, ale za to wzrost zatrudnienia wyhamował mocniej od prognoz do 4,8% r/r. Wyraźnie obniżyła się majowa dynamika eksportu i importu, co częściowo wynikało z przesunięcia świąt, ale po części mogło już być efektem aprecjacji złotego i słabnącego popytu za granicą. W sumie, dane stanowią niejednoznaczną mieszankę informacji z punktu widzenia RPP, sugerując, że ryzyko efektów drugiej rundy jest nadal wysokie, ale jednocześnie wskazując na ryzyko spowolnienia w dalszej części roku (niższe dynamiki zatrudnienia, obrotów handlowych). W sytuacji dużej niepewności, a dodatkowo przy znacznej skali aprecjacji złotego, wydaje się nam, że RPP nie zdecyduje się na przyspieszenie decyzji o podwyżkach, czekając na informacje, które pozwolą lepiej ocenić perspektywy gospodarki i inflacji. Po wakacjach czeka nas jednak zapewne dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. W reakcji na dane, rentowności obligacji wzrosły o ok. 5 pb a stawki FRA o ok. 7 pb, a złoty umocnił się, ponieważ rynek walutowy najwyraźniej bardziej wziął pod uwagę oczekiwania nt. stóp niż pogorszenie eksportu.

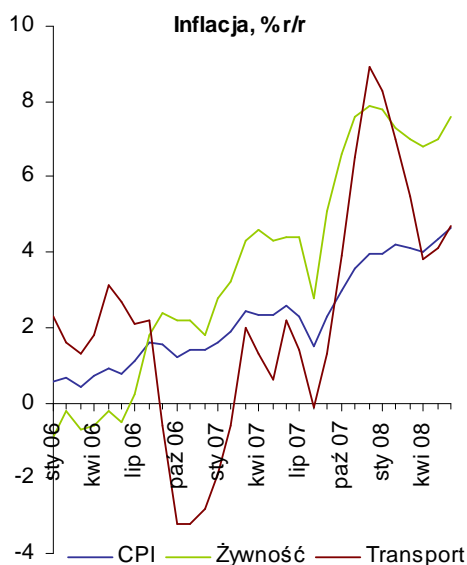
Inflacja wzrosła zgodnie z oczekiwaniami

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych były w czerwcu o 0,2% wyższe niż przed miesiącem i o 4,6% wyższe niż przed rokiem, dokładnie w zgodzie z naszą prognozą i nieco powyżej oczekiwań rynku (4,5% r/r).

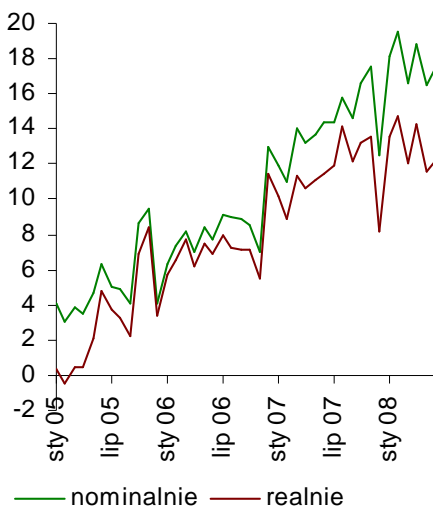
Na przyspieszenie wzrostu rocznej stopy inflacji wpłynęły w dużym stopniu ceny paliw, których dynamika wzrosła do 7,5% r/r (3,3% m/m) oraz ceny żywności, które wprawdzie spadły w czerwcu w porównaniu z majem o 0,6%, ale był to spadek mniejszy niż przed rokiem, w wyniku czego roczna dynamika przyspieszyła do 7,6%. Oprócz tego, po raz kolejny można było zaobserwować przyspieszenie wzrostu cen usług przy równocześnie ograniczonej dynamice (lub spadkach) cen towarów. W porównaniu z majem wyraźnie wzrosły m.in. ceny w kategorii rekreacja i kultura (1%), restauracje i hotele (0,7%), usługi transportowe (2,2%), usługi internetowe (7,7%). Tymczasem taniała m.in. odzież (-0,4%), sprzęt telekomunikacyjny (-1,2%), audiowizualny i informatyczny (-1,3%).

Jeśli chodzi o ceny żywności, ich spadek wobec poprzedniego miesiąca był nieco słabszy niż prognozowaliśmy (-0,6% wobec prognozy -0,8% m/m) i wynikał przede wszystkim z sezonowej obniżki cen owoców (o 16,3%) i warzyw (o 2,7%). Znacznie słabsze niż przed rokiem krajowe zbiory w tym sezonie wynikające z suszy spowodują zapewne, że sezonowe spadki cen żywności w kolejnych miesiącach wakacyjnych też będą słabsze niż przed rokiem. W sierpniu nadal bardzo prawdopodobne jest (tymczasowe) przekroczenie przez inflację poziomu 5% r/r.

Wg naszego szacunku, inflacja netto (CPI po wyłączeniu żywności i paliw) wzrosła w czerwcu do 3,3% r/r wobec 3,2% w maju. W kolejnych miesiącach możliwy jest jej wzrost powyżej 4% r/r, m.in. za sprawą rosnącej dynamiki cen usług. Wprawdzie RPP ma teraz do dyspozycji również inflację po wyłączeniu cen żywności, paliw i energii, znajdującą się niżej, ale jej dynamika również najprawdopodobniej będzie rosła w najbliższych miesiącach.



**Fundusz wynagrodzeń
w sektorze przeds. % r/r**



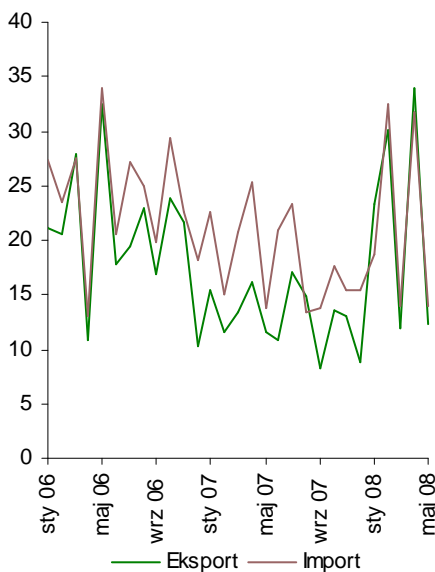
Mieszane dane z rynku pracy

Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w czerwcu o 4,8% m/m i 12% r/r, co oznacza przyspieszenie rocznego tempa wzrostu z 10,5% r/r w maju. Wynik okazał się wyższy od naszej prognozy na poziomie 10,8% r/r i konsensusu rynkowego wynoszącego 11,2% r/r. Wydaje się, że po tym jak spadek dynamiki płac w maju był spowodowany w pewnym stopniu obniżeniem wynagrodzeń akordowych przy mniejszej liczbie dni roboczych, w czerwcu dynamika płac mogła zostać nieco podwyższona przez wypłaty półrocznych premii w górnictwie. W sumie, oceniamy, że dynamika płac utrzyma się do końca roku na średnim poziomie ok. 11% r/r.

O ile płace w czerwcu zaskoczyły w górę, to dynamika zatrudnienia okazała się negatywną niespodzianką, spadając do zaledwie 4,8% r/r z 5,4% r/r w maju. Konsensus rynkowy wskazywał na 5,2% r/r, a nasza prognoza była najbardziej pesymistyczna na rynku i wynosiła 5,0% r/r. W ujęciu miesięczny zatrudnienie w czerwcu nie uległo zmianie, podczas gdy w latach 2004-2007 czerwiec był zawsze okresem silnego przyrostu popytu na pracę. Stagnacja zatrudnienia w czerwcu miała ostatni raz miejsce w okresie spowolnienia gospodarczego w latach 2002-2003. Wydaje się, że chociaż w pewnej mierze obecne osłabienie popytu na pracę wynika z braku odpowiednich zasobów siły roboczej, to istotniejszą rolę odgrywa raczej stopniowe osłabienie aktywności i pogorszenie ocen przyszłej koniunktury przez przedsiębiorstwa. Utrzymanie tej tendencji w kolejnych miesiącach może zaowocować osłabieniem presji płacowej.

Z punktu widzenia oceny bieżącej siły popytu konsumpcyjnego, dane wspierają naszą prognozę wzrostu spożycia indywidualnego w II kw. br. na poziomie 5,7% wobec 5,6% w I kw. Realny wzrost funduszu płac w firmach wyniósł bowiem w czerwcu 12,3% r/r (17,4% r/r nominalnie), a w całym II kw. przeciętnie 12,7% wobec 13,5% w I kw.

Obroty handlowe, % r/r



Słabsza dynamika eksportu i importu

W maju, zgodnie z naszymi przewidywaniami nastąpiło mocne spowolnienie wzrostu eksportu i importu. Dynamika eksportu obniżyła się do 12,2% r/r wobec 33,9% r/r w kwietniu, a wzrost importu zwolnił do 14% z 31,8% miesiąc wcześniej. Deficyt handlowy zwiększył się do 1,24 mld €, a deficyt obrotów bieżących wzrósł do 1,6 mld € (w nieco mniejszym stopniu niż prognozowaliśmy ponieważ wyhamowanie wzrostu importu było mocniejsze niż założyliśmy). Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wzrósł do 4,7% PKB (wobec 4,6% po kwietniu).

W pewnym stopniu majowe spowolnienie wzrostu obrotów handlowych wynikało, podobnie jak w przypadku produkcji, czy sprzedaży detalicznej, z przesunięcia świąt w porównaniu z poprzednim rokiem. Jednak w kolejnych miesiącach spodziewamy się wyhamowania tendencji wzrostowych w polskim eksporcie, na co złoży się wyjątkowo szybka aprecjacja złotego i spadek zamówień zagranicznych w wyniku spowolnienia wzrostu w gospodarce światowej. W efekcie, deficyt obrotów bieżących może wkrótce przekroczyć 5% PKB. Co więcej, systematycznie spada stopień finansowania deficytu napływem inwestycji bezpośrednich. Po maju roczny napływ FDI stanowił 93% rocznego deficytu obrotów bieżących (przed rokiem ok. 180%).

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