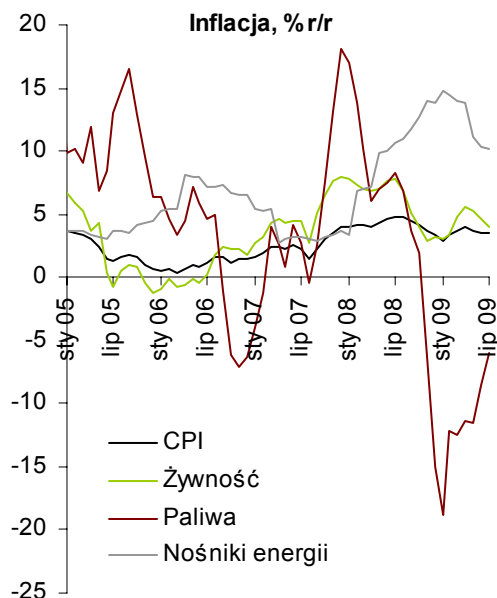


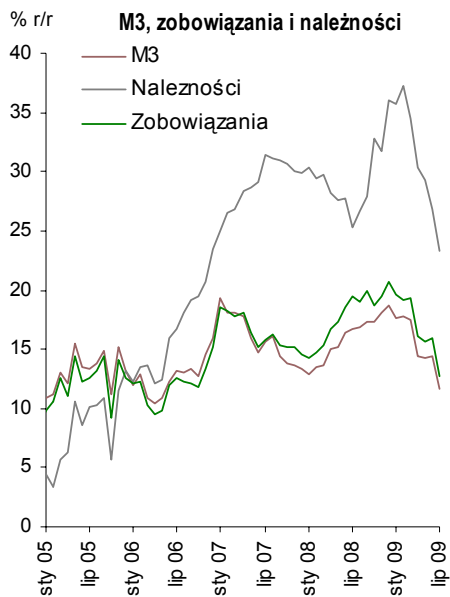
Inflacja utrzymuje się na podwyższonym poziomie. Pomimo wyraźnego spadku cen żywności, zgodnego z naszymi oczekiwaniami, wysoki wzrost cen wyrobów tytoniowych wynikający z podwyżki akcyzy oraz wyraźny wzrost cen paliw wpłynęły na łączny wzrost wskaźnika CPI o 0,1% w porównaniu z lipcem. Naszym zdaniem, zmienia to ścieżkę inflacji na kolejne miesiące, a co za tym idzie może zmniejszyć skłonność RPP do obniżek stóp. Wygląda na to, że na ewentualną obniżkę należy poczekać do października, a to czy ona będzie miała miejsce będzie zależało między innymi od nowej projekcji inflacji NBP.

Inflacja powyżej prognoz

Inflacja CPI wzrosła w lipcu do 3,6% r/r z 3,5% w czerwcu, co było powyżej oczekiwań rynkowych i naszej prognozy (3,4%) oraz szacunku Ministerstwa Finansów (3,5%). W porównaniu do naszej prognozy, wyższy wzrost cen nastąpił w kategorii „napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe” (2,7% m/m), za co odpowiadał wzrost cen wyrobów tytoniowych o 7,0% m/m. Jak podał GUS związane to było z obowiązującym od 1 lipca nowym wzorem banderoli, wynikającym z podwyżki stawek podatku akcyzowego. Również wzrost cen paliw był wyższy od naszych szacunków (4% m/m), podczas gdy skala spadku cen żywności była mniej więcej zgodna z naszą prognozą. Według naszych szacunków inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) wzrosła po raz kolejny w lipcu, być może nawet do 3% r/r, za co odpowiedzialny był w największym stopniu wspomniany wzrost cen wyrobów tytoniowych.

Dzisiejsze dane oznaczają zmianę ścieżki inflacji na najbliższe miesiące. Choć w sierpniu i we wrześniu można oczekiwać pewnego spadku inflacji, to jednak będzie ona oscylowała w okolicy poziomu górnego dopuszczalnego odchylenia od celu inflacyjnego NBP (3,5%). Oznacza to poważny argument dla członków Rady Polityki Pieniężnej opowiadających się przeciwko dalszym obniżkom stóp procentowych. Choć oczywiście o dalszych ruchach stóp będą decydowały perspektywy średnioterminowe inflacji (naszym zdaniem, wciąż korzystne), to jednak podwyższona stopa inflacji stwarza znaczące ryzyko dla naszego scenariusza dalszych obniżek na jesieni. Tym bardziej, że wygląda na to, iż dane o PKB za II kw. (opublikowane pod koniec sierpnia) nie pokażą dynamiki znacząco różnej od odnotowanej w I kw. Co prawda spodziewamy się, że tempo wzrostu popytu krajowego będzie na minusie w kolejnych kwartałach, ale skłonność Rady do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej może być zmniejszona. Wygląda na to, że na ewentualną obniżkę będziemy musieli poczekać do października i zadecyduje o niej kształt nowej projekcji inflacji i PKB. Jeśli do tego czasu nastąpi dalsza wyraźna poprawa wskaźników aktywności ekonomicznej, nie można wykluczyć, że stopy procentowe pozostaną już bez zmian do końca roku. Dalsze ruchy zależałyby wówczas od nowej Rady Polityki Pieniężnej, ale biorąc pod uwagę możliwość początku zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC w 2010 roku, kolejnym ruchem mogłaby być podwyżka stóp.





Podaż pieniądza mocno hamuje

W lipcu nastąpiło gwałtowne wyhamowanie dynamiki podaży pieniądza, kredytów i depozytów. Roczne tempo wzrostu M3 obniżyło się z 14,4% w czerwcu do 11,7%, wzrost depozytów ogółem spowolnił z 15,9% do 12,8% r/r, a wzrost kredytów z 26,8% do 23,3% r/r. W porównaniu z końcem czerwca wartość M3 obniżyła się o prawie 5,5 mld zł (0,8%), za co w głównej mierze odpowiadało zmniejszenie stanu depozytów w bankach, przede wszystkim depozytów przedsiębiorstw (-3 mld zł) i niemonetarnych instytucji finansowych (-2,8 mld zł). Depozyty gospodarstw domowych pozostały niemal bez zmian w porównaniu z poprzednim miesiącem. Wartość kredytów była za to aż o 12,7 mld zł niższa niż miesiąc wcześniej.

Jak pisaliśmy wcześniej, obniżenie wartości agregatów pieniężnych częściowo wynikało z aprecjacji złotego, wpływającej na wycenę aktywów i pasywów walutowych. Niemniej jednak nawet po uwzględnieniu wpływu efektu kursowego, widoczne było wyhamowanie akcji kredytowej, głównie dla firm (roczna dynamika po korekcie kursowej w dół z 8,4% do 5,6% r/r; czwarty miesiąc z rzędu spadku w ujęciu miesięcznym), wynikające zapewne z dalszego zacieśniania polityki kredytowej przez banki. Wzrost kredytów dla gospodarstw domowych spowolnił zaledwie nieznacznie, z 25% do 22,1% r/r po korekcie kursowej, a w ujęciu miesięcznym (1% m/m) był nawet nieco większy niż w czerwcu. W przypadku depozytów po raz kolejny widoczny był efekt wyraźnego odpływu środków z rachunków przedsiębiorstw po zakończeniu kwartału po ich wcześniejszej akumulacji w czerwcu.

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