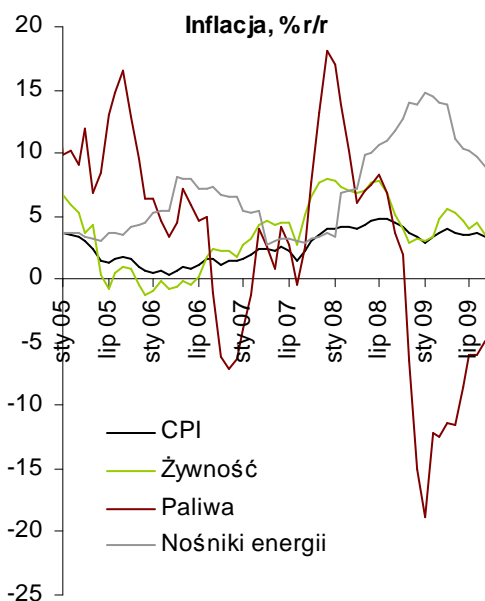


Dane CPI za wrzesień okazały się niższe od oczekiwań, pokazując spadek rocznej inflacji do 3,4% z 3,7% w sierpniu, poniżej naszej prognozy, szacunku MinFin i konsensusu rynkowego na poziomie 3,5%. Spowodowało to lekkie umocnienie na krajowym rynku stopy procentowej (rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej w dół o 2-3 pb). Chociaż CPI ogółem okazał się niższy od prognoz, to biorąc pod uwagę strukturę zmian cen podwyższeniu uległ nasz szacunek inflacji bazowej. W sumie, dane nie zmieniają naszych przewidywań co do przyszłej ścieżki inflacji oraz perspektyw polityki pieniężnej. W cieniu danych o inflacji pozostały statystyki pieniężne, które pokazały wyższy od oczekiwań wzrost podaży pieniądza we wrześniu.

### CPI niżej od prognoz, szacunek inflacji bazowej w górę

Inflacja CPI spadła we wrześniu do 3,4% r/r z 3,7% r/r w sierpniu przy stabilizacji poziomu cen konsumpcyjnych w ciągu miesiąca. Wynik ten jest niższy niż nasza prognoza, szacunek MinFin i konsensus rynkowy, które wynosiły zgodnie 3,5% r/r. W kierunku spadku inflacji działały we wrześniu przede wszystkim ceny żywności i napojów bezalkoholowych, które spadły w ciągu miesiąca o 0,2% (oczekiwaliśmy wzrostu o 0,5% i podobny był szacunek MinFin), a ich roczna dynamika obniżyła się znacznie do 3,6% z 4,5% w sierpniu. Pozytywna niespodzianka nastąpiła też w przypadku drugiego największego komponentu CPI, czyli kategorii użytkowanie mieszkania i nośniki energii. W tym przypadku ceny wzrosły w ciągu miesiąca o 0,2% (a zakładaliśmy dwukrotnie silniejszy wzrost), co obniżyło roczną dynamikę do 7,6% z 8,1% w sierpniu. Warto odnotować, że roczne tempo wzrostu cen obniżyło się również w przypadku napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (po umiarkowanym wzroście o 0,3% m/m), a także dla niektórych komponentów CPI związanych z usługami, tj. edukacji oraz restauracji i hoteli. W kierunku wzrostu inflacji działało podwyższenie rocznej dynamiki cen w transporcie do -1,0% z -1,8% miesiąc wcześniej (w mniejszej skali niż zakładaliśmy) oraz w przypadku odzieży i obuwia do -7,6% z -7,9% (przy silniejszym niż rok temu sezonowym wzroście cen w ciągu miesiąca o 1,7%). Zmiany cen pozostałych komponentów CPI były ograniczone i nie odbiegały znacząco od oczekiwań.

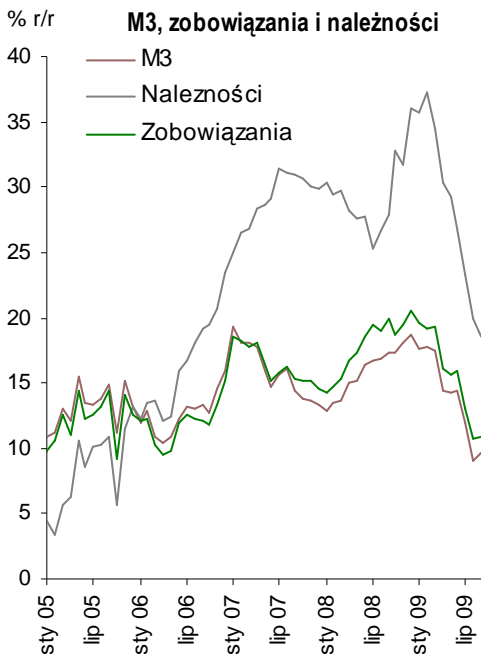
Biorąc pod uwagę różnice w strukturze zmian cen konsumpcyjnych we wrześniu wobec naszych założeń, nasz obecny szacunek inflacji CPI po wyłączeniu cen żywności i energii uległ podwyższeniu do 2,9% r/r z 2,7% r/r. Nie zmienia to jednak naszym zdaniem oceny, że w kolejnych miesiącach inflacja bazowa będzie spadać, odzwierciedlając wpływ słabego popytu, zmniejszonej dynamiki kosztów pracy oraz trwającej od marca tendencji stopniowego umocnienia złotego. Nie zmieniła się również istotnie przewidywana przez nas ścieżka inflacji CPI. Do końca roku pozostanie ona podwyższona w okolicy górnej granicy dopuszczalnych odchyień do celu (a w grudniu nawet powyżej), ale w trackie 2010 powinna się wyraźnie obniżyć. Tempo tego spadku zależeć będzie jednak mocno zależeć terminu i skali



zmian cen administrowanych. W sumie, dane o inflacji za wrzesień nie zmieniły nic w naszej ocenie perspektyw polityki pieniężnej. Nadal oczekujemy, że obecna RPP w październiku zmieni nieformalne nastawienie na neutralne, a stopy procentowe utrzyma bez zmian do końca kadencji. Początku podwyżek stóp przez nową RPP nie spodziewamy się natomiast przed połową 2010 r.

### Podaż pieniądza powyżej prognoz

Podaż pieniądza ogółem wzrosła we wrześniu o blisko 6 mld zł, co jest pozytywnym zaskoczeniem po spadkach dwa miesiące z rzędu w lipcu i sierpniu. Roczna dynamika podaży pieniądza wzrosła do 9,7% z 9,0% w sierpniu wobec konsensusu rynkowego na poziomie 8,8% i naszej prognozy wynoszącej 9,0%. Zanotowano przy tym silny przyrost miesięczny depozytów firm (o 5,2 mld zł), co może być przejściowym zjawiskiem w ramach spadkowego trendu (podobnie jak w paru innych miesiącach w ciągu tego roku). Z punktu widzenia oceny w sektorze finansów publicznych pozytywnie należy ocenić fakt, że depozyty w sektorze funduszy ubezpieczeń społecznych zmniejszyły się jedynie o 69 mln zł, a jednocześnie utrzymało się praktycznie zerowe zadłużenie tego sektora w bankach. Wzrostowi depozytów ogółem po raz kolejny sprzyjał spadek gotówki w obiegu (tym razem o 1,2 mld zł), co wg nas jest kontynuacją procesu powrotu udziału gotówki w obiegu w podaży pieniądza do poziomu sprzed wybuchu kryzysu. Po stronie kredytów we wrześniu odnotowano wzrost kredytów zarówno dla gospodarstw domowych, jak i dla przedsiębiorstw, jednak dane są częściowo zaburzone przez osłabienie złotego.



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.

