

# Komentarz na gorąco

## Inflacja i płace niżej od prognoz

15 kwietnia 2008

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami inflacja w marcu spadła do 4,1% zamiast oczekiwanej przez rynek stabilizacji na poziomie 4,2% w lutym. Jednocześnie niższe od oczekiwań okazały się dane z rynku pracy. Członek RPP Jan Czekaj stwierdził, że dane są neutralne z punktu widzenia prawdopodobieństwa ewentualnych dalszych podwyżek stóp, w tym w kwietniu. Kluczowe dla Rady będą jego zdaniem wskaźniki aktywności gospodarczej oraz wpływ kursu złotego na kondycję gospodarki. Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę dzisiejsze dane, nasze prognozy produkcji i sprzedaży detalicznej (w obu przypadkach poniżej konsensusu) oraz bardzo silny kurs złotego, większość członków Rady opowie się za przerwą w podwyżkach stóp w kwietniu. Ponieważ dane zmniejszyły oczekiwania na kolejną podwyżkę stóp już w kwietniu, osłabiły one nieco złotego i stanowiły wsparcie dla rynku stopy procentowej po umocnieniu od początku tego tygodnia.

W lutym nastąpiło mocne przyspieszenie wzrostu eksportu i importu, a deficyt obrotów bieżących był wyższy od prognoz. W dalszej części roku należy się spodziewać pogorszenia wyników handlu zagranicznego w reakcji na silną aprecjację złotego i spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie.

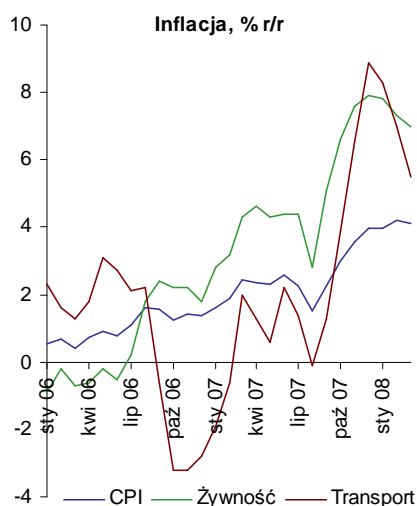
### W marcu inflacja spadła

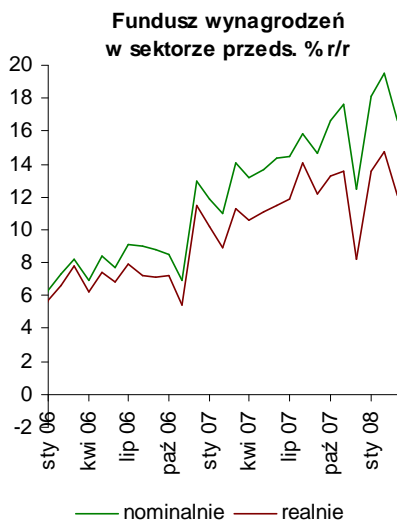
Główny Urząd Statystyczny podał dziś, że dwunastomiesięczna inflacja CPI w marcu spadła do 4,1% z 4,2% w lutym po wzroście cen w ciągu miesiąca o 0,4%. Dane są zgodne z naszą prognozą i szacunkiem MinFin, a niższe od konsensusu rynkowego na poziomie 4,2%. Nasze szacunki inflacji netto na podstawie opublikowanych danych są nieznacznie niższe niż na podstawie prognozowanej struktury wzrostu cen w marcu. Obecnie szacujemy, że inflacja netto wzrosła w marcu do 2,7%, a nie do 2,8% jak wcześniej przewidywaliśmy. Roczna dynamika cen żywności i paliw okazała się bowiem wyższa niż prognozowaliśmy wynosząc odpowiednio 7% i 10,1%. Niższa od oczekiwań była natomiast roczna dynamika łącznie pozostałych kategorii cen.

W kwietniu przewidujemy stabilizację inflacji CPI na poziomie z marca, natomiast w maju możemy zobaczyć jej przyspieszenie do 4,3% ze względu na podwyżki cen gazu oraz energii elektrycznej. Latem inflacja CPI powinna się ustabilizować nieco powyżej 4%, pomijając sierpień, gdy ze względu na efekt niskiej bazy wzrośnie do 4,6-4,7%, a w ostatnim kwartale roku spodziewamy się spadku inflacji poniżej 4%. Jednocześnie jednak inflacja netto wzrośnie już w najbliższych miesiącach powyżej 3%. W sumie, dane o inflacji za marzec nie zmieniają zasadniczo perspektyw inflacji (swoje prognozy spadku inflacji w II połowie roku podtrzymało po publikacji danych Ministerstwo Finansów), ale nieco niższa od oczekiwań dynamika cen wspiera nasz pogląd, że w kwietniu RPP może powstrzymać się z podwyżką stóp, szczególnie, że dane z rynku pracy również były niższe od prognoz.

### ...a dynamika płac i zatrudnienia spowolniły silniej od oczekiwań

Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w marcu o 3,7% m/m i 10,2% r/r wobec oczekiwanego spowolnienia wzrostu do 11,1% r/r z 12,8% w lutym. Jednocześnie dynamika zatrudnienia delikatnie spadła w marcu do 5,8% r/r zamiast oczekiwanej stabilizacji na poziomie 5,9% r/r. W rezultacie,



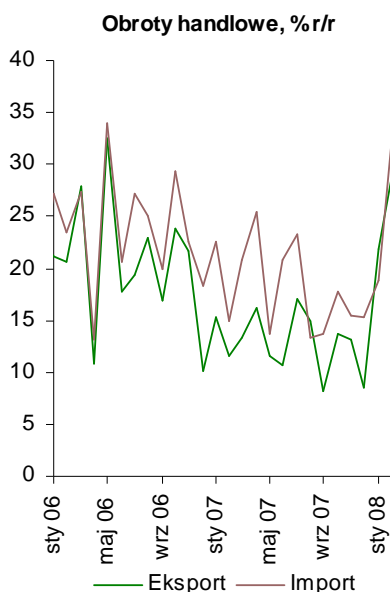


dynamika funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw spowolniła w marcu nominalnie do 16,6% r/r i realnie do 12% r/r z rekordowych poziomów odpowiednio 19,5% i 14,7% w lutym. Silniejszy od prognoz spadek dynamiki przeciętnego wynagrodzenia i funduszu płac w firmach to pozytywna wiadomość dla RPP, ale trzeba pamiętać, że w części jest to efekt wysokiej bazy z marca 2007. W tym kontekście nie może dziwić wypowiedź umiarkowanego bankiera centralnego Jana Czekaja, który powiedział agencji Reuters, że opublikowane dziś dane są neutralne z punktu widzenia decyzji RPP na kwietniowym posiedzeniu. Jego zdaniem nie można wykluczyć kolejnych podwyżek stóp, a kluczowe dla decyzji Rady będą dane o aktywności gospodarczej. "Jeżeli dane za marzec pokażą wysokie tempo wzrostu [produkcji, sprzedaży detalicznej], to będziemy brali pod uwagę kolejne podwyżki stóp", powiedział Czekaj w wywiadzie dla TVN CNBC. Jednocześnie Czekaj podkreślił, że podejmując decyzje o stopach, RPP musi brać pod uwagę to, jak będą one wpływały na złotego. Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę dzisiejsze dane, nasze prognozy produkcji i sprzedaży detalicznej (w obu przypadkach poniżej konsensusu) oraz bardzo silny kurs złotego, większość członków Rady opowie się za przerwą w podwyżkach stóp w kwietniu.

### Mocny wzrost obrotów handlowych w lutym, wyższy deficyt

Deficyt obrotów bieżących wzrósł w lutym do 1,32 mld € z poziomu 1,1 mld € w styczniu, wobec mediany prognoz rynkowych na poziomie 1 mld € i naszego szacunku ok. 1,2 mld €. Zgodnie z naszymi przewidywaniami, dynamika eksportu i importu wyraźnie przyspieszyła w lutym, znacznie przekraczając prognozy rynkowe, co było pochodną bardzo dobrych wyników produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w tym miesiącu. Eksport (wyrażony w euro) wzrósł o prawie 29% r/r, najszybciej od maja 2006 r., a import zwiększył się w jeszcze większym stopniu, o ponad 32% r/r. Tak dobre wyniki eksportu nie sposób będzie utrzymać w dalszej części roku, ze względu na znaczną skalę aprecjacji złotego, a także osłabienie wzrostu gospodarczego za granicą. Jednocześnie, dynamika importu pozostanie zapewne dość wysoka, ze względu na prawdopodobny dalszy szybki wzrost popytu krajowego. Będzie to prowadziło do stopniowego wzrostu deficytu handlowego i pogarszania salda obrotów bieżących do PKB. W lutym skumulowany 12-miesięczny deficyt wyniósł 4% PKB wobec 3,9% w styczniu, jednak na koniec roku relacja ta może przekroczyć 5%.

W lutym, oprócz wyższego deficytu handlowego (933 mld €), pogorszeniu uległo również saldo usług (nadwyżka zaledwie 90 mln €), natomiast zmniejszył się deficyt na rachunku dochodów (767 mln €), co mogło wynikać m.in. z wyższych transferów dochodów Polaków pracujących za granicą. Po raz kolejny zanotowano wysoki napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (1,3 mld €), chociaż równocześnie ponownie zmniejszyła się nadwyżka sumy inwestycji bezpośrednich za ostatnie 12 miesięcy nad skumulowanym deficytem obrotów bieżących w tym samym okresie.



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.

