

Inflacja powróciła w październiku do 4,3%, m.in. za sprawą wyższych cen paliw, odzieży i obuwia oraz żywności, i do końca roku prawdopodobnie nie spadnie poniżej 4%. Szacujemy, że inflacja bazowa również wzrosła. Wraz z utrzymującą się presją na złotego będzie to wstrzymywało RPP przed pośpiechem z obniżkami stóp. Podtrzymujemy opinię, że pierwsza obniżka o 25 pb możliwa jest najwcześniej w marcu, kiedy CPI zacznie spadać.

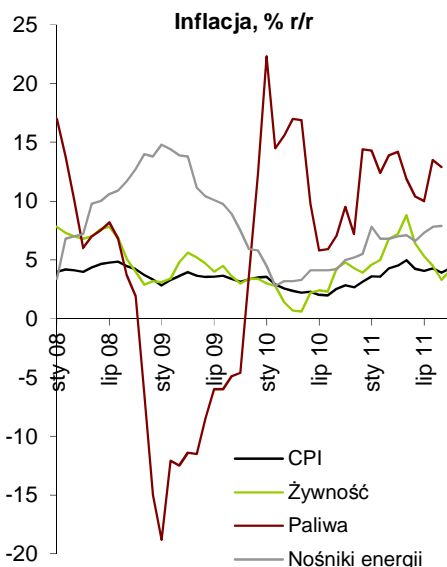
Wrześniowy deficyt na rachunku obrotów bieżących okazał się wyższy od naszych i rynkowych oczekiwań. Główny wpływ na poziom deficytu ma ujemne saldo dochodów. W porównaniu do sierpnia deficyt w handlu zagranicznym uległ znacznemu zacieśnieniu, co wynika głównie ze znacznego spowolnienia wzrostu importu w porównaniu do eksportu. Efekt substytucji dóbr importowanych tańszymi towarami w kraju w wyniku osłabienia złotego może być kontynuowany również w kolejnych miesiącach.

Inflacja ponownie powyżej 4%

Inflacja wzrosła w październiku do 4,3% r/r, z 3,9% we wrześniu, co było zgodne z naszą prognozą (najbardziej pesymistyczną na rynku) i wyraźnie powyżej konsensusu na poziomie 4,0%. Czynniki, które pchnęły wskaźnik CPI w górę w największym stopniu w porównaniu z poprzednim miesiącem były, zgodnie z tym co przewidywaliśmy, ceny żywności i napojów bezalkoholowych (1,0% m/m), paliw (wzrost o 3,4% m/m) oraz odzieży i obuwia (3,1% m/m). Dokładnie te same czynniki przyczyniły się do obniżenia (chwilowego, jak się okazało) inflacji we wrześniu. Z dzisiejszej perspektywy można więc potwierdzić, że wrześniowy spadek CPI nie był początkiem spadkowego trendu inflacji, a zaburzeniem, związanym m.in. z opóźnieniem wystąpienia sezonowych podwyżek w zakresie cen żywności oraz odzieży i obuwia (choć nadal trudno stwierdzić, co dokładnie spowodowało to opóźnienie). Wzrost cen towarów w październiku dodatkowo wzmocniony był efektem osłabienia złotego widocznego od września, powodującym wzrost cen towarów importowanych. Według naszych szacunków, inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła w październiku do 2,8% r/r z 2,6% przed miesiącem. Spodziewamy się, że stopa inflacji zacznie się wyraźnie obniżać dopiero od stycznia, kiedy zaczną ustępować efekty podwyżek VAT, a w kolejnych miesiącach procesowi temu będzie sprzyjać hamowanie popytu krajowego. Niemniej, do grudnia wzrost CPI pozostanie powyżej poziomu 4%, co będzie – wraz z utrzymującym się ryzykiem na rynku walutowym – poważnym argumentem powstrzymującym RPP przed obniżkami stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Spodziewamy się, że pierwsza obniżka stóp przez RPP możliwa będzie najwcześniej w marcu, kiedy RPP zapozna się z danymi o CPI za styczeń.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyższy od prognoz. Wyraźne spowolnienie dynamiki importu efektem osłabienia złotego

Wrześniowy deficyt na rachunku obrotów zaskoczył negatywnie wyższym od naszych oczekiwań odczytem. We wrześniu deficyt wyniósł 1,901 mld € (wobec sierpniowego deficytu na poziomie 2,017 mld € - dane po korekcie). To, co zadecydowało o wysokości niedoboru na rachunku bieżącym, to deficyty na rachunkach dochodów (1,524 mld € vs 1,658 mld € miesiąc wcześniej), obrotów



Obroty handlowe, % r/r



handlowych (454 mln € vs 1,083 mld €) oraz transferów bieżących (116 mln € vs nadwyżka 436 mln € w sierpniu) i nadwyżki salda usług na poziomie 193 mln € (vs 288 mln € miesiąc wcześniej). Rozczarowały dane odnośnie handlu zagranicznego - dynamiki r/r tak eksportu, jak i importu okazały się znacząco niższe od naszych prognoz. We wrześniu eksport wyniósł 12170 mln €, co oznacza wzrost o 4,6% r/r, gdy import ukształtował się na poziomie 12624 mln € i był wyższy o 3,7% r/r. Zbliżony do naszych prognoz deficyt w transferach bieżących wynikał z niskiego napływu transferów z UE (66 mln €), które tylko częściowo zbilansowały płatności Polski do budżetu unijnego (282 mln €).

Od strony finansowania pozytywnie zaskakują dane odnośnie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), które we wrześniu wyniosły aż 2,170 mld € (vs 1,182 mld € w sierpniu). Dzięki tak znacznemu napływowi BIZ we wrześniu stopień pokrycia luki na rachunku bieżącym kapitałem długoterminowym wzrósł do 19% z 10% miesiąc wcześniej. Natomiast stopień pokrycia luki na rachunku bieżącym kapitałem długoterminowym łącznie z transferami z UE wzrósł do 63% z 53% w sierpniu. Znacząco zmniejszył się we wrześniu napływ zagranicznego kapitału krótkoterminowego, który wyniósł 474 mln € (wobec 2,699 mld € w sierpniu).

Po publikacji tych danych szacujemy, że na koniec września deficyt na rachunku obrotów bieżących (skumulowane dane za 4 kwartały) stanowił około 5,1% PKB. Wrześniowe dane sugerują, że kurs walutowy jest istotnym czynnikiem wpływającym na popyt na towary importowane. Po jednym miesiącu trudno jest jednoznacznie przesądzać o zmianie trendu, niemniej nie wykluczamy, że szukanie tańszych substytutów dla towarów importowych może ograniczać dynamikę importu w nadchodzących miesiącach. W naszej ocenie na koniec roku relacja deficytu obrotów bieżących do PKB będzie oscylowała wokół 5%.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. 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. 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.