

W listopadzie inflacja CPI przyspieszyła do 4,8% r/r, znacząco przewyższając oczekiwania. Dane te pokazują wyraźny wpływ osłabienia złotego na ceny konsumentów, co może opóźnić powrót wskaźnika inflacji do środka celu NBP. Nadal spodziewamy się, że RPP utrzyma stopy procentowe bez zmian przynajmniej do połowy przyszłego roku, po czym zdecyduje się na dwie obniżki. Jednak rynek, który już wcześniej przestał wyceniać obniżki stóp w horyzoncie roku, może – w sytuacji wyższej inflacji i utrzymującej się słabości złotego – zacząć wyceniać ryzyko podwyżki stóp (przed którym RPP ostrzega w komunikacie).

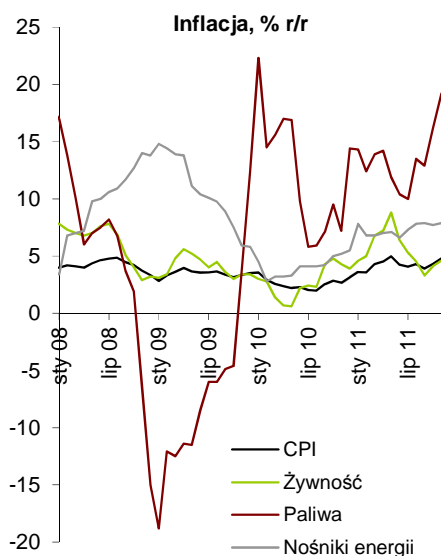
Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 1,6 mld € i był niższy od naszych i rynkowych oczekiwań. Zgodnie z oczekiwaniami nastąpiło dalsze spowolnienie dynamiki wzrostu eksportu i importu odpowiednio do 3,7% r/r i 2,7% r/r. Poprawiające się saldo eksportu netto będzie pozytywnie wpływać na dynamikę PKB w najbliższych kwartałach.

### Inflacja CPI w listopadzie wyraźnie przyspieszyła

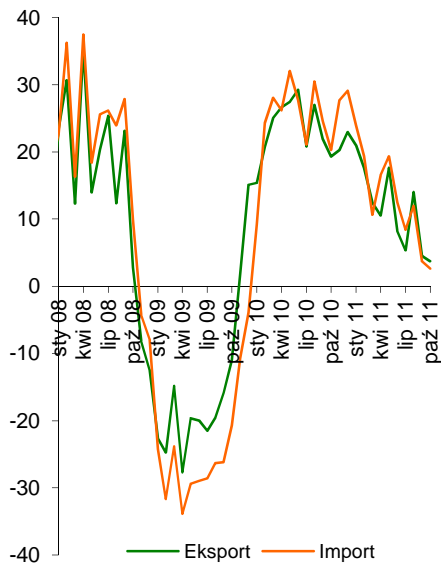
Listopadowa inflacja zaskoczyła negatywnie wzrostem do 4,8% r/r z 4,3% r/r miesiąc wcześniej, znacząco przewyższając nasze (4,4% r/r) i rynkowe oczekiwania (4,5% r/r). W skali m/m wzrost cen konsumentów wyniósł 0,7% (tyle samo co w październiku). Największy wpływ na kształtowanie się cen ogółem miał wzrost cen żywności o 1,3% (głównie ze względu na znaczący wzrost cen warzyw o 9,1%), cen paliw o 3,2%, co przełożyło się na wzrost cen transportu o 1,5% oraz wzrost cen w kategorii „zdrowie” o 2,3% (efekt zmian związanych z cenami leków refundowanych). W przypadku pozostałych kategorii wzrosty cen w skali miesiąca były bliskie naszym oczekiwaniom. Po publikacji listopadowych danych inflacyjnych szacujemy, że w listopadzie inflacja bazowa netto, po wyłączeniu cen energii i żywności, wzrosła do 3,1% r/r (najwyżej od kwietnia 2002).

Listopadowe dane inflacyjne wyraźnie pokazują wpływ osłabienia złotego na poziom cen konsumentów, co w konsekwencji może opóźnić powrót wskaźnika inflacji do celu NBP, tj. 2,5% +/-1pp. Nadal oczekujemy stopniowego spadku inflacji od początku 2012 r. głównie ze względu na eliminację wpływu zmian stawek VAT wprowadzonych na początku br. Proces obniżania inflacji będzie jednak przebiegał wolniej i startował z wyższego poziomu niż wcześniej oczekiwaliśmy. Z tego względu (oraz biorąc dodatkowo pod uwagę prawdopodobne utrzymywanie się presji na złotego w najbliższych miesiącach) RPP zapewne nie będzie spieszyła się z obniżkami stóp. Z drugiej strony, nie spodziewamy się jednak zaostrzenia polityki pieniężnej – mimo ostrzeżeń z komunikatu RPP dot. możliwego dostosowania stóp w sytuacji pogorszenia perspektyw powrotu inflacji do celu – ze względu na przewidywane mocne wyhamowanie aktywności gospodarczej. Nadal zakładamy, że osłabienie wzrostu PKB i stopniowe obniżanie inflacji w przyszłym roku skołonią Radę do dwóch obniżek stóp, przy czym pierwsza może mieć miejsce dopiero w czerwcu 2012 r.

Dane inflacyjne negatywnie wpłynęły na rynek długu; stawki FRA i rentowności obligacji o terminie zapadalności do 2 lat wzrosły średnio o 4pb.



Obroty handlowe, % r/r



### Deficyt na rachunku obrotów bieżących nieco niższy od prognoz

W październiku deficyt obrotów bieżących wyniósł 1622 mln € i okazał się być niższy od oczekiwań naszych (1799 mln €) i rynkowych (1897 mln €). Spadek deficytu wynikał ze wzrostu nadwyżki salda usług (401 mln € wobec 193 mln € we wrześniu) oraz spadku deficytu salda dochodów (1242 mln € wobec 1524 mld € miesiąc wcześniej). Korzystniejsze salda usług i dochodów z nadwyżką zrekompensowały pogłębienie się deficytu obrotów towarowych (do 652 mln € z 454 mln €) w porównaniu do września.

Wzrostu eksportu i importu po raz kolejny wyhamował w październiku (odpowiednio do 3,7% i 2,7% r/r). Ponownie, większa skala spowolnienia dotknęła import, prawdopodobnie m.in. ze względu na wpływ kursu walutowego na substytucję towarów importowanych krajowymi. Spodziewamy się, że proces ten będzie kontynuowany, w wyniku czego saldo eksportu netto (towarów i usług) będzie się stopniowo poprawiać, pozytywnie wpływając na dynamikę PKB.

Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) w październiku był dodatni po raz trzeci z rzędu i wyniósł 1490 mln €. Niemniej, stopień pokrycia dwunastomiesięcznej luki na rachunku bieżącym napływem BIZ spadł do 14% z 19% miesiąc wcześniej. Stopień pokrycia luki na rachunku bieżącym kapitałem długoterminowym łącznie z transferami z UE spadł do 56% z 63% we wrześniu.

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.