

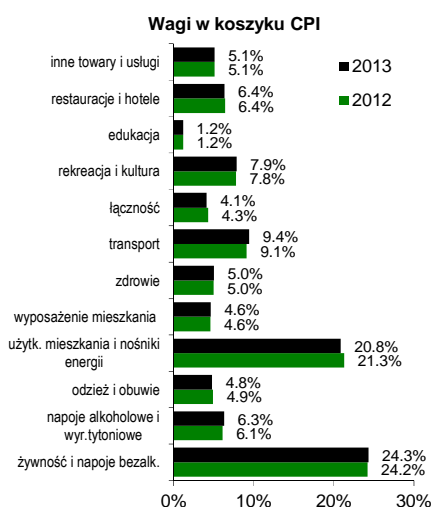
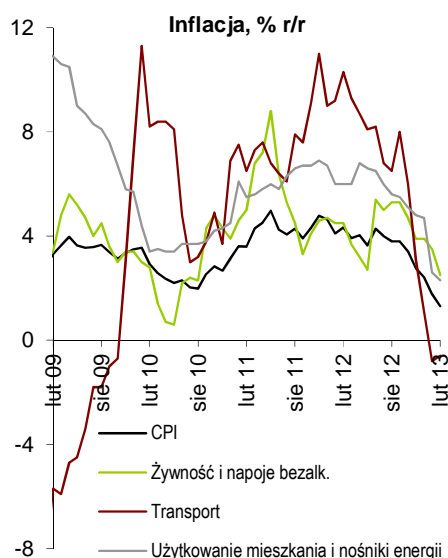
Inflacja CPI spadła w lutym do 1,3% r/r, mocniej od prognoz i poniżej dolnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań wokół celu NBP. Inflacja bazowa wg naszych szacunków wyniosła 1,2%. Przewidujemy dalsze spadki inflacji, nawet poniżej 1%, co oznacza realizację ścieżki poniżej przewidywanej przez ostatnią projekcję NBP. Sprzyja to spekulacji nt. kolejnych obniżek stóp procentowych. W reakcji na dane złoty osłabił się o 1 grosz do euro (EURPLN osiągnął 4,157), a 2-letni IRS ustanowił rekordowo niski poziom (3,28%); umocnienie rządu 5-10 pb zanotowały też krajowe obligacje. Niemniej, naszym zdaniem istotniejsze dla RPP mogą być dane nt. gospodarki realnej i to, czy będą zgodne z przewidywanym przez NBP scenariuszem ożywienia. Dane o bilansie płatniczym potwierdziły spodziewaną poprawę dynamiki eksportu w styczniu, przy niższym od prognoz imporcie. Poprawa bilansu handlowego będzie głównym czynnikiem sprawczym ożywienia polskiej gospodarki w tym roku.

Inflacja wciąż spada szybciej od prognoz

Stopa inflacji obniżyła się z 1,7% r/r w styczniu do 1,3% w lutym, najniższego poziomu od ponad sześciu lat, i po raz kolejny okazała się niższa od oczekiwań (nasza prognoza 1,6%, konsensus rynkowy 1,5%). Za to, że odczyt był poniżej naszych szacunków, odpowiadały przede wszystkim niespodzianki w dwóch kategoriach: żywność i napoje bezalkoholowe oraz łączność. W obu przypadkach nastąpiły obniżki cen w porównaniu ze styczniem, odpowiednio o 0,2% i o 3,0% m/m. W łączności wynikało to z promocji na rynku telefonii komórkowej. Jeśli chodzi o żywność, potaniało sporo produktów, m.in. cukier, mięso, wędliny (co w lutym zdarza się bardzo rzadko). W pozostałych kategoriach nie było dużych niespodzianek, miesięczne zmiany cen były bardzo niewielkie, bliskie zera, z wyjątkiem tytoniu i alkoholu (+1,3% m/m – efekt podwyżki akcyzy) oraz opłat związanych z transportem (+0,7% m/m – skutek podwyżek cen paliw na stacjach benzynowych).

Rewizja wag w koszyku CPI była niewielka (patrz wykres obok) i zgodnie z naszymi oczekiwaniami nieznacznie podniosła stopę inflacji (o ok. 0,02 pkt. proc.).

Bazując na danych o CPI szacujemy, że inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen energii i żywności) wyniosła 1,5% w styczniu i 1,2% w lutym, co potwierdza brak presji inflacyjnej, wynikający ze słabości popytu krajowego. Spodziewamy się dalszego spadku inflacji CPI (i prawdopodobnie również bazowej) w kolejnych miesiącach. W kwietniu inflacja będzie zapewne wyraźnie poniżej 1%. Oznacza to, że zaczyna materializować się scenariusz niższej ścieżki inflacyjnej, niż przewidywana w ostatniej projekcji NBP. Naszym zdaniem istotniejsze z punktu widzenia RPP będzie to, czy dane o aktywności ekonomicznej również okażą się rozczarowaniem. Na razie dzisiejsze dane nie zrobiły na członkach Rady większego wrażenia: zdaniem J. Winieckiego spadek inflacji był oczekiwany, wynika z czynników jednorazowych i może poprawić nastroje konsumentów; z kolei E. Chojna-Duch stwierdziła, że dane pokazują, że ostatnia decyzja była właściwa i trzeba poczekać na kolejne dane, aby ocenić trwałość spadku inflacji.



Import niższy od oczekiwań

Tak jak się spodziewaliśmy, w styczniu zaobserwowaliśmy odbicie obrotów handlu zagranicznego. Jednak o ile eksport był mniej więcej zgodny z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami (12,2 mld €, wzrost 7,3% r/r), to import okazał się niższy od oczekiwań (12,2 mld € i wzrost o 1,1% r/r), co z kolei spowodowało znacznie mocniejszy od prognoz spadek deficytu handlowego (zanotowano nawet minimalną nadwyżkę). Dane opublikowane wcześniej przez GUS pokazały, że mocno spadł import towarów z Rosji (-11,7% r/r). Warto przypomnieć, że rok temu w styczniu import z tego kraju zaskoczył w drugą stronę (wzrost o ponad 40% r/r), co tłumaczyliśmy wzrostem wartości surowców. Możliwe, że w tym roku zaważył ten sam czynnik. Spodziewamy się, że tendencje zarysowane w styczniu (odbicie eksportu oraz słabsze importu, zawężenie deficytu handlowego) będą w tym roku dominowały w polskim handlu zagranicznym.

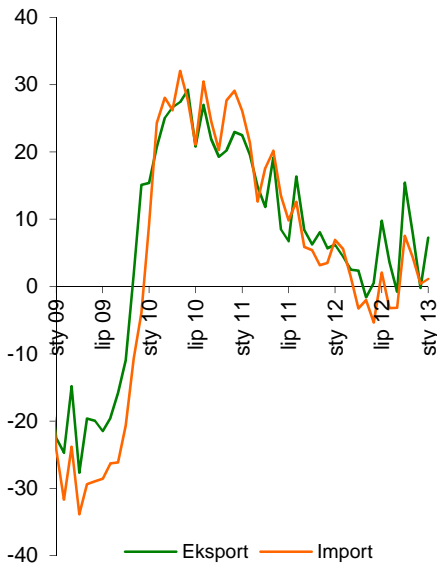
Pozostałe składniki bilansu płatniczego były mniej więcej zgodne z naszymi oczekiwaniami, zatem, tak jak się spodziewaliśmy, deficyt na rachunku bieżącym powiększył się w porównaniu do grudnia (i wyniósł 1,5 mld €), głównie pod wpływem słabszego napływu środków z UE (saldo transferów bieżących pokazało deficyt w wysokości 299 mln €, podczas gdy w grudniu zanotowaliśmy nadwyżkę 1 mld €).

Jeśli chodzi o finansowanie bilansu płatniczego, uwagę zwraca mocny wzrost zaangażowania zagranicy w polskie instrumenty dłużne (prawie 3 mld €). Stopień pokrycia luki w bilansie płatniczym kapitałem długoterminowym wzrósł do 96%.

Podaż pieniądza M3 stopniowo do góry

W lutym podaż pieniądza M3 wyniosła 920,8 mld zł, co oznacza wzrost o 0,8% m/m i o 5,6% r/r. Odnotowano nieznaczne przyspieszenie wzrostu depozytów (5,2% r/r) i kredytów (3,8% r/r), zarówno w przypadku gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Obroty handlowe, % r/r



% r/r M3, zobowiązania i należności

