

Dzisiejsze dane o inflacji były powyżej oczekiwań. Co prawda zanotowano w kwietniu kolejny spadek do 0,8% r/r z 1% miesiąc wcześniej, ale oczekiwania rynku były na poziomie 0,7% (nasza prognoza 0,6%). Ceny wzrosły nieco szybciej wobec naszej prognozy w kategorii odzież i obuwanie oraz rekreacja i kultura. Struktura inflacji sugeruje również, że wyżej od wcześniejszych prognoz (1,2% vs 0,8%) może ukształtować się wskaźnik inflacji bazowej. Wciąż oczekujemy dalszego spadku inflacji w kolejnych dwóch miesiącach do 0,4-0,5% w czerwcu. Będzie to wspierało oczekiwania rynku na obniżki stóp, a biorąc pod uwagę dane o PKB za I kwartał, RPP najprawdopodobniej dokona obniżek w skali 25-50 pb na najbliższych dwóch posiedzeniach. Nie sądzimy jednak, aby po wakacjach kontynuowała redukcje i wciąż postrzegamy wycenę rynku za zbyt agresywną.

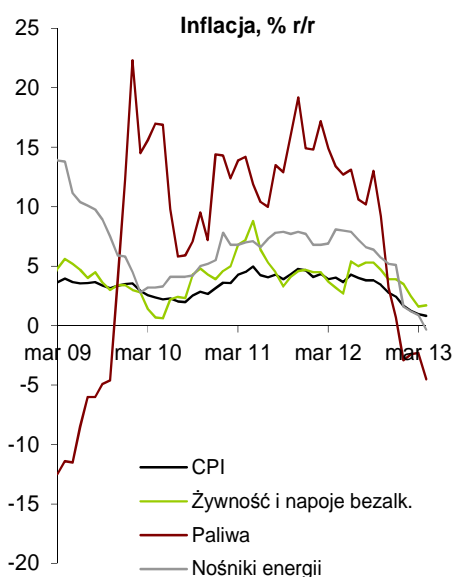
Dane o bilansie płatniczym pokazały eksport zgodny z naszą prognozą, ale wyższy import. W rezultacie deficyt handlowy oraz deficyt obrotów bieżących były wyższe od naszej prognozy.

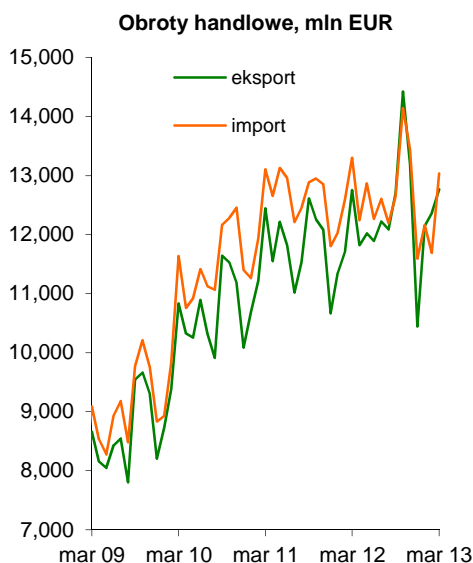
### Inflacja wciąż w dół, jednak nie tak wyraźnie

Zgodnie z oczekiwaniami rynku wskaźnik inflacji CPI zanotował kolejny spadek. Niemniej, był on w mniejszej skali od prognoz (konsensus 0,7%, наша prognoza 0,6%). W porównaniu z naszymi szacunkami, ceny wzrosły szybciej w kategoriach odzież i obuwanie (mocniejszy efekt nowych kolekcji) oraz rekreacja i kultura (koniec promocji na rynku wydawniczym). Minimalnie wyższe niż szacowaliśmy były również ceny żywności (0,4% vs 0,3% m/m). Struktura wskaźnika inflacji sugeruje również, że wyżej od wcześniejszych prognoz (1,2% vs 0,8%) może ukształtować się wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (publikacja jutro). Ciekawe, że zmiana cen konsumenta w skali roku wynosi 0,8%, z czego aż połowa przypada na ostatni miesiąc (wzrost cen w kwietniu 0,4% m/m). Pokazuje to, jak bardzo niski jest efekt bazy statystycznej w drugiej połowie 2012 roku (średniomiesięczny spadek cen). Wciąż uważamy, że druga połowa roku przyniesie odbicie wskaźnika inflacji, który ukształtować się powinien na koniec roku na ok. 1,5%. To samo dotyczyć będzie wskaźnika inflacji bazowej, która co prawda może osiągnąć dołek poniżej 1% w najbliższych 2 miesiącach, jednak w drugiej połowie roku wzrośnie nawet powyżej 1,5%.

Wciąż oczekujemy dalszego spadku inflacji w najbliższych dwóch miesiącach, niemniej o ile wcześniej uważaliśmy za możliwe osiągnięcie nowych historycznych dołków (ok. 0,3% z kwietnia 2003), obecnie wydaje się to mniej prawdopodobne. Niemniej, kolejne promocje na rynku telefonii komórkowej oraz wycofanie podwyżki dla abonentów jednej z telewizyjnych sieci kablowych po decyzji UOKiK powinny, wraz z efektem bazy statystycznej (szczególnie jeśli chodzi o ceny żywności w czerwcu), przynieść spadek rocznego wskaźnika inflacji do 0,4-0,5% w czerwcu.

Będzie to wspierało oczekiwania rynku na dalsze obniżki stóp, a biorąc pod uwagę dane o PKB za I kwartał, RPP najprawdopodobniej dokona obniżek w skali 25-50 pb na najbliższych dwóch posiedzeniach. Nie sądzimy jednak, aby po wakacjach Rada kontynuowała redukcje i wciąż postrzegamy wycenę rynku (100 pb w ciągu 9 miesięcy) za zbyt agresywną.





## Odbicie w imporcie, wyższy deficyt

Marcowe dane dotyczące bilansu płatniczego zaskoczyły jeśli chodzi o skalę nierównowagi zewnętrznej. Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 200 mln € i przewyższał zarówno nasze (+146 mln €), jak i rynkowe oczekiwania (-33 mln €). Największą niespodzianką marcowego odczytu okazały się dane o imporcie. W analizowanym miesiącu import wyniósł nieco ponad 13 mld €, co oznacza wzrost o 11,5% m/m (największy miesięczny przyrost w badanym miesiącu od 2010). W skali roku import był jednak o 2% niższy. Dane dotyczące eksportu były dokładnie zgodne z naszymi oczekiwaniami, odnotowano nieznaczny tylko wzrost w skali m/m, który wyniósł 3,2%, co przełożyło się na wzrost o zaledwie 0,1% r/r. Należy pamiętać, że w marcu mieliśmy znaczący spadek produkcji na skutek mniejszej liczby dni roboczych, co wpłynęło na eksport. Spowolnienie rocznego tempa wzrostu nie powinno więc niepokoić. Z kolei, import mógł być pod wpływem chwilowego odbicia w sprzedaży detalicznej (zakupy przedświąteczne).

W marcu saldo obrotów towarowych było ujemne i wyniosło 273 mln € (wobec oczekiwanej przez nas nadwyżki w wysokości 66 mln €). W przypadku pozostałych kategorii nasze przewidywania były bardzo zbliżone do danych NBP, w tym nadwyżka na rachunku transferów bieżących przekroczyła 1 mld € (zgodnie z naszymi oczekiwaniami).

Szacujemy, że na koniec marca deficyt obrotów bieżących stanowił 3,6% PKB (nieco tylko więcej niż w IV kw. 2012). Spodziewamy się, że w nadchodzących kwartałach będziemy obserwowali stopniowy spadek tej relacji do ok. 2,5% w IV kw. 2013.

Od strony finansowania warto zwrócić uwagę na napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich w wysokości nieco ponad 1 mld € oraz zagranicznych inwestycji portfelowych w wysokości 0,5 mld € (po spadku o prawie 0,7 mld € w lutym). Na koniec marca 12-miesięczny deficyt na rachunku obrotów bieżących był w 134% finansowany napływem kapitału długoterminowego (inwestycje bezpośrednie + fundusz unijne).