

KOMENTARZ NA GORĄCO

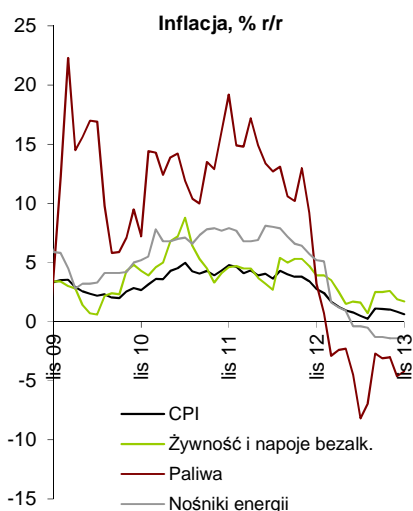
29 listopada 2013

Inflacja jeszcze niższa, deficyt wyższy

Wskaźnik inflacji CPI był w listopadzie poniżej naszej prognozy, jeszcze niżej od średniej prognoz rynkowych i poniżej najniższej prognozy. Spadek inflacji do 0,6% r/r wynikał w znacznej mierze z niskiego wzrostu cen żywności (jak na tę porę roku), ale główna niespodzianka dotyczyła kategorii łączność, gdzie nastąpił spadek cen o prawie 5% m/m na skutek promocji na rynku telefonii komórkowej. Dzisiejsze dane oznaczają niższą ścieżkę inflacji na kolejne miesiące, a co za tym idzie zwiększone ryzyko odłożenia w czasie pierwszej podwyżki stóp. Obniżka stóp procentowych jest bardzo mało prawdopodobna. Rynek długu zareagował na publikację spadkiem rentowności obligacji od 5pb dla 2 lat po 3pb dla 10 lat.

Deficyt obrotów bieżących w wysokości 466 mln € był wyższy od naszej prognozy, przede wszystkim na skutek niewielkiej nadwyżki w obrotach handlowych (wzrost importu szybszy niż eksportu, odpowiednio: 2,4% r/r i 0,2% r/r). Co ciekawe, deficyt w dochodach był najniższy od kilku miesięcy (1,3 mld € wobec średniej 1,5 mld od stycznia do września). W sumie, stabilność zewnętrzna polskiej gospodarki pozostaje niezagrażona – dwunastomiesięczny skumulowany deficyt w obrotach bieżących to wciąż ok. 2% PKB.

Spadek inflacji do 0,6%



Dane o listopadowej inflacji okazały się dużą niespodzianką, pokazując spadek w listopadzie do 0,6% r/r, wyraźnie poniżej prognoz (konsensus rynkowy 0,9%, nasza prognoza 0,8% r/r). W skali miesiąca ceny towarów i usług konsumpcyjnych obniżyły się o 0,2%, co jest bardzo nietypowym zjawiskiem jak na tę porę roku (w ostatnich dwóch dekadach miesięczny spadek cen w listopadzie zdarzył się jeszcze tylko dwa razy, w 2001 i 2005 r.). Na tak niski wynik złożyły się – obok przewidywanych przez nas niskich cen żywności i paliw – przede wszystkim mocne przeceny na rynku telefonii komórkowej (ceny w kategorii łączność spadły średnio o ok. 5% m/m, co pociągnęło w dół CPI o ok. 0,2 pkt. proc.). W pozostałych kategoriach dynamika cen pozostała niewielka, wciąż nie sygnalizując żadnej fundamentalnej presji inflacyjnej. Bazując na danych o CPI szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w listopadzie do ok. 1% r/r, z poziomu 1,4% w październiku.

Nadal uważamy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie stopniowo rostała. Niemniej, wyraźnie niższy od prognoz odczyt listopadowy oznacza niższy punkt startowy dla ścieżki na 2014 r., co oznacza, że zbliżenie się do oficjalnego celu NBP może zająć więcej czasu. W raporcie miesięcznym [MAKROskop](#) zwracaliśmy uwagę, na ryzyko niższej ścieżki inflacji w najbliższych kwartałach w porównaniu z naszą prognozą, co mogłoby opóźnić podwyżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej. Najwyraźniej to ryzyko już się materializuje. Niemniej, członek RPP Andrzej Bratkowski powiedział po publikacji danych, że podwyżka stóp procentowych jest bardziej prawdopodobna „kiedy dzieci pójdą do szkoły”, co sugeruje wrzesień. Taka też jest jak na razie nasza prognoza.

Import sugeruje szybsze odbicie popytu krajowego

Saldo obrotów bieżących w październiku wyniosło -466 mln €, czyli zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi (-450 mln €) i powyżej naszej prognozy (-194 mln €). Eksport był niższy od naszych oczekiwań, ale i tak był najwyższy w historii (14,62 mld €) po wzroście o 0,2% r/r. Z kolei import zaskoczył w drugą stronę – był wyższy od naszych oczekiwań i również najwyższy w historii (14,57 mld €), po wzroście o 2,4% r/r. Bilans handlowy zawężił się do zaledwie 53 mln € z 673 mln € przed miesiącem. Co ciekawe, import rósł szybciej od eksportu i taka sytuacja miała miejsca pierwszy raz od grudnia 2012 r. Naszym zdaniem

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

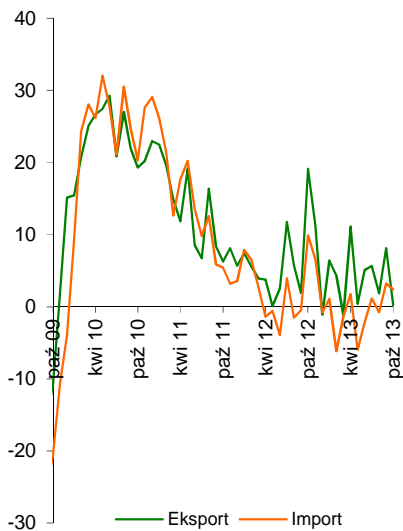
DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

Obroty handlowe, % r/r



może to świadczyć o tym, że na początku IV kw. popyt krajowy odbił się mocniej niż się spodziewaliśmy, zatem przyspieszenie gospodarcze w kolejnych kwartałach może być w znacznie większym stopniu oparte na tym elemencie PKB, co jest dość istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej. Saldo usług pokazało nadwyżkę 391 mln €, saldo transferów nadwyżkę 397 mln €, a saldo dochodów deficyt 1307 mln € (najniższa wartość od marca br.).

Stopień pokrycia luki na rachunku bieżącym napływem inwestycji bezpośrednich spadł do zaledwie 9%, co jest najniższą wartością, od kiedy dostępne są porównywalne dane (2000 r.). Ta wartość wzrasta jednak do 136% po uwzględnieniu transferów z UE, zatem nie widzimy większego ryzyka ze strony kapitału krótkoterminowego, zwłaszcza że skumulowany 12-miesięczny deficyt na rachunku bieżącym wynosi tylko ok. 2% PKB.

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. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. 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. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. 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.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl