

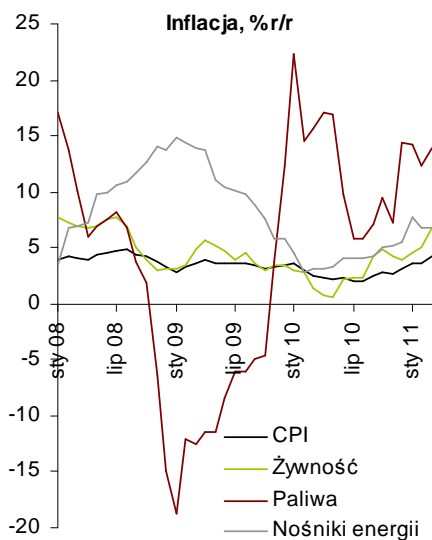
Inflacja wzrosła w marcu do 4,3%, mocno przekraczając oczekiwania, co spowoduje zapewne, że rynek zacznie wyceniać znacznie większe szanse na podwyżkę w maju, i to w skali większej niż 25 pb. Naszym zdaniem taka decyzja nie jest przesądzona, ponieważ część członków Rady może nadal obawiać się o perspektywy wzrostu gospodarczego. Kluczowe będą w tym kontekście najbliższe dane o aktywności ekonomicznej i sytuacji na rynku pracy. Deficyt obrotów bieżących był nieco wyższy od naszej prognozy. Obroty handlowe pokazują spowolnienie zarówno eksportu i importu (choć import za poprzedni miesiąc został mocno zrewidowany w górę).

### Inflacja wyraźnie przyspieszyła

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły w marcu znacznie bardziej niż oczekiwano, o 0,9% m/m i 4,3% r/r. Nasza prognoza i konsensus rynkowy były na poziomie 3,9%, a najwyższa z prognoz w ankiecie Parkietu wynosiła 4,0%. Jednym z głównych źródeł niespodzianki były znacznie mocniejsze niż zakładaliśmy podwyżki cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,1% m/m), w szczególności niemal 40-procentowy wzrost cen cukru (o tym ryzyku wspominaliśmy w raporcie tygodniowym), chociaż wyraźnie wzrosły też ceny większości innych produktów żywnościowych (najbardziej w przypadku mąki, pieczywa, mięsa). Dużym zaskoczeniem były też ceny odzieży i obuwia, które zanotowały w marcu wzrost o 3,1% m/m, podczas gdy my zakładaliśmy niespełna 1%. W marcu ceny w tej kategorii zwykle rosną ze względu na wprowadzanie na rynek nowych kolekcji, ale skala marcowych podwyżek kilkukrotnie przewyższyła zmiany obserwowane w poprzednich latach. Znaczący wzrost cen nastąpił również na rynku paliw, ale jego skala była niemal dokładnie zgodna z naszymi szacunkami (3,1% m/m).

W raporcie miesięcznym opublikowanym dzisiaj przed publikacją marcowych danych o inflacji, wskazaliśmy na czynniki przesuwające w górę ścieżkę CPI przewidywaną na ten rok. Marcowe dane dodatkowo potęgują obawy o perspektywy inflacji. Chociaż w przypadku cen cukru wydaje się prawdopodobne, że nastąpi częściowa korekta ostatnich wzrostów (ale ceny nie wrócą do poziomu sprzed podwyżek), to jednocześnie wzrostowa tendencja na rynkach surowców oraz światowych cen żywności będzie kontynuowana, co będzie nadal negatywnie wpływać na krajową inflację. Dodatkowo, w coraz większym stopniu będzie zapewne widoczny efekt rozprzestrzeniania się impulsu inflacyjnego i przenoszenia podwyżek na inne kategorie towarów i usług konsumpcyjnych. Obawy o pojawienie się tzw. efektów drugiej rundy nie są bezpodstawne, co również pokazaliśmy w analizie opublikowanej w kwietniowym raporcie miesięcznym, a w kontekście silniejszego niż oczekiwano impulsu cenowego na początku roku, problem ten zyskuje na znaczeniu. Przenoszenie podwyżek cen zewnętrznych na inne kategorie będzie skutkowało wzrostem inflacji bazowej – wg naszych szacunków inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła w marcu do 2,1%, a w dalszej części roku może się zbliżyć do 3%. Jeśli chodzi o CPI, przewidujemy, że stopa inflacji do końca tego roku pozostanie wyraźnie powyżej 4% r/r.

Marcowa niespodzianka inflacyjna będzie z pewnością miała spory wpływ na ocenę sytuacji przez RPP. Andrzej Kaźmierczak, uważany do niedawna za członka o



najbardziej gołych poglądach, zasugerował kilka dni temu, że jeśli CPI przekroczy 4%, będzie trzeba rozważyć bardziej agresywne ruchy stopami. Andrzej Bratkowski wskazał na konieczność podwyżki stóp w maju o 50 pb jeszcze przed dzisiejszą publikacją. Anna Zielińska-Głębocka powiedziała dziś, że w kontekście tych danych podwyżka stóp w maju jest uzasadniona. Z drugiej strony, w ocenie Elżbiety Chojnej-Duch, dane nie zmieniły oceny sytuacji, ponieważ wzrost cen żywności jest przejściowy. Niewątpliwie rynek finansowy zacznie obecnie wyceniać większe prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w maju oraz tego, że może to być ruch o 50 a nie 25 pb (tuż po publikacji danych stawki FRA wzrosły o 10 pb na krótkim końcu, nastąpiło też umocnienie złotego). Naszym zdaniem jednak trudno na razie przesądzić, czy znajdzie się większość w RPP aby przegłosować odważniejszy ruch niż 25 pb. Część członków Rady może powstrzymać przed taką decyzją ich obawa o perspektywy wzrostu gospodarczego. Z tego powodu kluczowe dla decyzji mogą być najbliższe dane nt. rynku pracy i aktywności ekonomicznej za marzec. Dla rynkowych oczekiwań nt. tempa i skali zacieśniania polityki pieniężnej kluczowe będą z pewnością wypowiedzi Marka Belki.

### Wyższy deficyt obrotów bieżących, ale niski handlowy

Dane bilansu płatniczego pokazały wyższych od oczekiwań deficyt obrotów bieżących – na poziomie 685 mln € wobec naszej prognozy o ok. 100 mln niższej i mediany oczekiwań rynkowych niższej o ponad 200 mln. Oprócz poziomu deficytu, w danych było sporo innych niespodzianek. W szczególności, deficyt obrotów towarowych był w lutym znacznie niższy niż nasze oczekiwania i wyniósł zaledwie 163 mln €, co wynikało ze stosunkowo niskiego importu. Jednak z drugiej strony, warto od razu zaznaczyć, że dane o imporcie za poprzedni miesiąc, które od razu wydawały się niedoszacowane, zostały wyraźnie zrewidowane w górę. Po rewizji wzrost importu w styczniu wyniósł 20% r/r, przy czym import za luty wzrósł w ujęciu rocznym o połowę mniej (niewykluczone, że za miesiąc zobaczymy rewizję). Eksport również zanotował wyraźne spowolnienie do 10% r/r i choć był nieco niższy od naszej prognozy, to od dłuższego czasu uważaliśmy, że wzrost w tempie ok. 20% będzie trudny do utrzymania. W pozostałych elementach bilansu obrotów bieżących z uwagę zasługuje wysoki deficyt w obrotach dochodów. Wyniósł on ponad 1,3 mld € drugi miesiąc z rzędu, głównie na skutek wysokich dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich z tytułu ich zaangażowania kapitałowego w polskich podmiotach (ponad 1 mld €, w tym reinwestowane zyski 857 mln €). Ponadto bilans transferów był niższy od naszej prognozy o ponad 200 mln.

Po stronie kapitałowej bilansu płatniczego zwraca uwagę bardzo duży napływ środków z Unii Europejskiej (ponad 1,3 mld €) oraz kolejny solidny wzrost bezpośrednich inwestycji zagranicznych (prawie 1 mld €). Napływ inwestycji bezpośrednich był niższy niż rok wcześniej, przez co pokrycie deficytu obrotów bieżących przez FDI w ujęciu 12-miesięcznym zmniejszyło się z 26% do 18%. Jednak w ocenie trwałości finansowania polskiej nierównowagi zewnętrznej (deficyt obrotów bieżących na poziomie 3,8% PKB po lutym) należy brać pod uwagę również napływ środków unijnych w rachunku kapitałowym bilansu płatniczego. Tutaj również nastąpił delikatny spadek, choć poziom jest dość wysoki (ok. 75%).

Jeśli chodzi o element bilansu płatniczego, który ostatnio zwraca dużą uwagę rynków, czyli „saldo błędów i opuszczeń”, to w lutym zanotowany został wynik +103 mln € wobec ok. -1,5 mld w styczniu i średnio -1,1 mld w 2010 roku.



---

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.