

Inflacja we wrześniu okazała się niższa od prognoz, głównie za sprawą obniżek cen żywności i paliw oraz niewielkich sezonowych podwyżek cen ubrań. Wydaje nam się jednak, że październik przyniesie wyraźne podwyżki we wszystkich tych kategoriach i w efekcie inflacja pozostanie w pobliżu 4% do końca roku. Dane o inflacji naszym zdaniem nie skłonią RPP do obniżki stóp w tym roku (m.in. ze względu na presję na złotego), ale w I półroczu 2012 możliwe są dwie obniżki stóp po 25 pb. Rynek długu zareagował na dzisiejszą publikację obniżą rentowności o ok. 2pb.

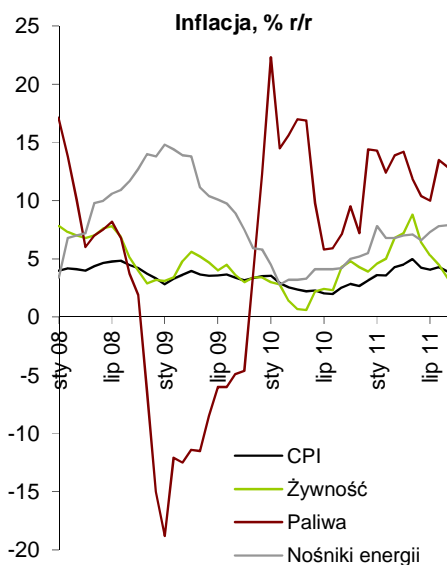
Deficyt obrotów bieżących w sierpniu przewyższył oczekiwania. Pozytywnie zaskoczyły dane o eksporcie, potwierdzając wcześniejsze przewidywania, iż wpływ spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro na polski przemysł będzie umiarkowany. Podtrzymujemy, że słabszy złoty będzie częściowo łagodził osłabienie popytu zagranicznego. Napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich w sierpniu przyczynił się do wzrostu stopnia pokrycia deficytu obrotów bieżących przez napływ kapitału długoterminowego, co oddała w czasie negatywny wpływ na złotego.

Inflacja poniżej prognoz

Inflacja CPI obniżyła się we wrześniu do 3,9% r/r z poziomu 4,3% w sierpniu, po wzroście cen towarów i usług konsumpcyjnych o 0,1% w ciągu miesiąca. Wynik był wyraźnie poniżej naszej prognozy i konsensusu rynkowego na poziomie 4,1% r/r (najniższa z prognoz w ankiecie Parkietu była na poziomie 4,0%). Wynikało to przede wszystkim z mniejszej od oczekiwań dynamiki cen w trzech kategoriach: żywność i napoje bezalkoholowe (-0,2% m/m), paliwa (-0,8% m/m) oraz odzież i obuwanie (0,6% m/m). Szczególnie istotny wpływ na spadek dynamiki CPI miały ceny żywności, mające największą wagę w koszyku konsumpcyjnym. Wprawdzie z naszych obserwacji wynikało już wcześniej, że w tym roku nie wystąpił typowy dla września wzrost cen tuż po wakacjach, ale dane GUS okazały się jeszcze niższe. W dużym stopniu odpowiedzialne za to były mocne spadki cen owoców, warzyw i cukru. Znacznie wyższy od oczekiwań wzrost cen zanotowano we wrześniu w kategorii edukacja (3,5% m/m, co było efektem wprowadzenia opłat w przedszkolach), jednak ze względu na małą wagę tej kategorii nie miało to decydującego wpływu na stopę inflacji. Wg naszych szacunków inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się we wrześniu do 2,6% z poziomu 2,7% r/r.

Nasze szacunki wskazują, że we wszystkich trzech kategoriach, które pchnęły inflację niżej we wrześniu, w październiku nastąpi wyraźne odbicie cen w górę, które spowoduje powrót stopy inflacji lekko powyżej 4% r/r. Do końca roku dynamika CPI utrzyma się prawdopodobnie blisko tego poziomu, a jej wyraźniejszy spadek rozpocznie się dopiero od stycznia.

Wprawdzie dane o niższej inflacji to dobra wiadomość dla RPP, ale nie spodziewamy się, aby Rada zdecydowała się na obniżkę stóp przed końcem roku, m.in. ze względu na sytuację na rynku walutowym. Członkini RPP Elżbieta Chojna-Duch powtórzyła po publikacji, że do końca roku stopy powinny pozostać bez zmian. Naszym zdaniem RPP zdecyduje się na złagodzenie polityki w I połowie 2012 r. (dwie obniżki po 25 pb), przy nieco bardziej stabilnej sytuacji na rynku walutowym, niższej inflacji i po rozpoczęciu obniżek przez EBC.



Lepsze od oczekiwań dane o eksporcie

Deficyt obrotów bieżących wyniósł w sierpniu 1,73 mld €, przewyższając nasze i rynkowe oczekiwania. W porównaniu do lipca odnotowaliśmy nieznaczne zawężenie deficytu (z 2,04 mld € po korekcie). Główny wpływ na poziom deficytu na rachunku obrotów bieżących miał deficyt dochodów, który zwiększył się do 1,67 mld € (z 1,53 mld € przed miesiącem), co wynikało z ujemnego salda dochodów z inwestycji (1,78 mld €). Natomiast pozytywnie zaskoczyły dane o handlu zagranicznym. W sierpniu deficyt handlowy wyniósł 750 mln € (wobec deficytu w wysokości 1178 mln € miesiąc wcześniej), głównie za sprawą przyspieszenia w eksporcie. W sierpniu eksport wyniósł 11607 mln € (wzrost o 6,7% m/m, co przełożyło się na roczną dynamikę w wysokości 17,1%). Dane te okazały się lepsze niż można było wnioskować na podstawie napływających danych, w tym informacji odnośnie zamówień eksportowych w raporcie PMI. Natomiast import zwiększył się nieznacznie m/m (o 2,5%) do 12357 mln €, co oznacza wzrost o 11,7% r/r.

Zgodnie z oczekiwaniami sierpień charakteryzował się wyższą nadwyżką w transferach bieżących (435 mln € wobec 331 mln € w lipcu), co wiązało się z wyższym napływem środków z Unii Europejskiej (515 mln €). Nieco słabszy odczyt dotyczył salda usług; w sierpniu nadwyżka wyniosła 259 mln € (wobec 334 mln € miesiąc wcześniej).

Ostatnie rewizje danych bilansu płatniczego wprowadzone przez NBP podwyższyły poziom deficytu na rachunku obrotów bieżących, głównie za sprawą wyższego deficytu na rachunku dochodów. Wg naszych szacunków skumulowany deficyt obrotów za ostatnie 12 miesięcy wyniósł 5% PKB w lipcu i 4,9% PKB w sierpniu. W przypadku danych o handlu zagranicznym lipiec przyniósł znaczące spowolnienie tak eksportu, jak i importu (odpowiednio do 5,4% r/r i 8,4% r/r), gdy w sierpniu nastąpił ponownie dwucyfrowy, przy czym dynamika eksportu (po raz pierwszy od marca br.) przewyższyła import.

W sierpniu napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich wyniósł 1023 mln €, (był dodatni po raz pierwszy od trzech miesięcy; w okresie maj-lipiec odpływ wyniósł łącznie 1,12 mld € po korekcie). W efekcie, stopień pokrycia luki na rachunku bieżącym napływem kapitału długoterminowego ponownie wzrósł – roczny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych netto stanowił 10% rocznego deficytu obrotów bieżących, a uwzględniając napływ funduszy z UE napływ kapitału długoterminowego finansował 53% deficytu w obrotach bieżących.

