

## CitiWeekly

### RPP zapowiada cięcie stóp

- Na najbliższe dni nie zaplanowano publikacji istotnych danych makroekonomicznych w Polsce.
- Z kolei w minionym tygodniu kluczowymi wydarzeniami dla krajowych inwestorów było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej oraz decyzja Europejskiego Banku Centralnego. RPP pozostawiła co prawda stopy procentowe bez zmian, ale zasygnalizowała złagodzenie polityki pieniężnej na kolejnych posiedzeniach. Oczekujemy jednej obniżki stóp o 50 pb w październiku, ale jeśli dane z gospodarki będą nieco lepsze od oczekiwań wówczas RPP może zdecydować się na dwie obniżki stóp po 25 pb w październiku i listopadzie.
- W przeciwieństwie do RPP, Europejski Bank Centralny zaskoczył inwestorów obniżając stopy procentowe o 10pb (stopa depozytowa spadła jeszcze głębiej poniżej zera do -0,2%). Dodatkowo EBC ogłosił rozpoczęcie dwóch programów skupu aktywów sektora prywatnego. Naszym zdaniem możliwe jest, że pod koniec bieżącego roku lub w 2015 r. EBC może również zdecydować się na program zakupu obligacji rządowych.
- Na najbliższe dni planowana jest rezygnacja premiera Tuska, co doprowadzi do próby powołania nowego rządu. Oczekujemy kontynuacji strategii stopniowego złagodzenia polityki fiskalnej w celu wsparcia wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnym utrzymaniu deficytu budżetowego blisko 3% PKB. Wbrew pojawiającym się nadziejom na szybsze przyjęcie euro, naszym zdaniem jest to wciąż odległa perspektywa.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

#### Wykres 1. Zmiany kursów walut

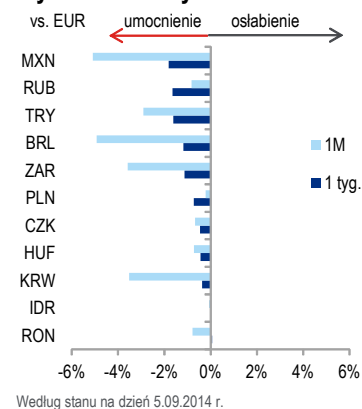
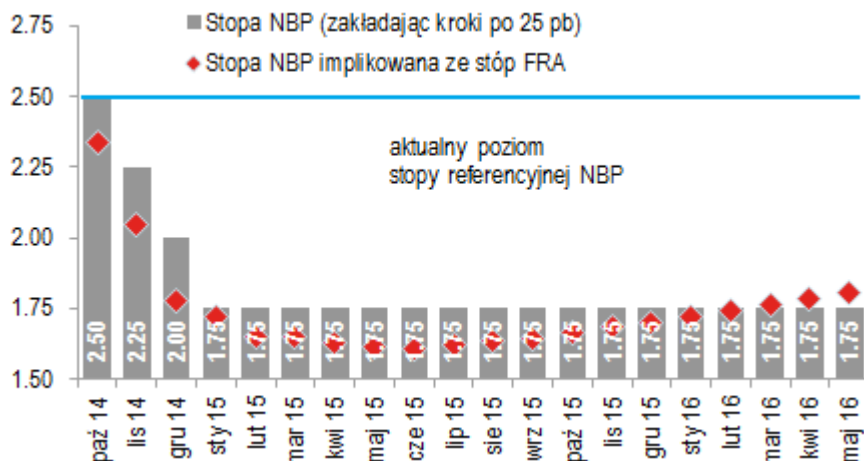


Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 14	4,23	3,16	5,29	1,34	2,50	0,15	2,67	3,80	0,75	2,70
IV KW 15	4,15	3,05	5,25	1,36	2,75	0,15	2,95	4,40	1,50	3,20

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 20.8.2014 r.

Wykres 2. RPP zasygnalizowała obniżki stóp. Oczekujemy obniżenia stóp procentowych o 50 pb do końca roku.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

#### Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

## Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>10 wrz</b>		<b>ŚRODA</b>					
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	VII		0,4	0,3
<b>11 wrz</b>		<b>CZWARTEK</b>					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			302
<b>12 wrz</b>		<b>PIĄTEK</b>					
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	0,2	+0,3	-0,3
14:30	USA	Ceny importu	% m/m	VIII		-0,4	-0,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII		0,3	0,0
15:55	USA	Nastroje konsumentów (ind. Michigan)	pkt	IX		81,5	82,5

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

## Miniony tydzień

### RPP

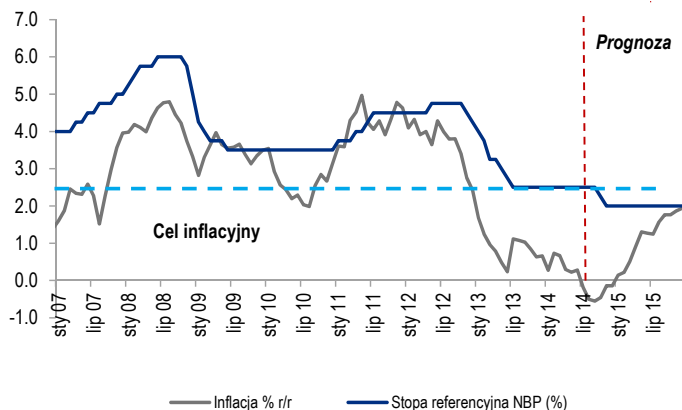
Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie RPP, podczas którego Rada zdecydowała się pozostawić stopę referencyjną na poziomie 2,5%. Taka decyzja była zgodna z naszymi oczekiwaniami i konsensusem wśród ekonomistów, choć rynek wyceniał obniżkę stóp 25 pb z prawdopodobieństwem nieco powyżej 50%.

Oficjalny komunikat po posiedzeniu jest naszym zdaniem bardziej gołębi w porównaniu do poprzednich miesięcy, a RPP jasno stwierdziła, że jeśli kolejne dane potwierdzą spowolnienie gospodarki oraz wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim terminie, wówczas Rada rozpocznie dostosowanie w polityce pieniężnej. RPP również zwróciła uwagę, że pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego będzie w szczególności związane z niepewnością dotyczącą zarówno konfliktu na Ukrainie i co ważniejsze ze spowolnieniem gospodarczym w strefie euro, na co zwrócił uwagę prezes M. Belka w trakcie konferencji prasowej. Wydaje się, że RPP już praktycznie zdecydowała się na obniżenie stóp procentowych na kolejnych posiedzeniach, biorąc pod uwagę komentarz Marka Belki o tym, że „*obniżki stóp procentowych są bardzo prawdopodobne*”.

Biorąc to pod uwagę obecnie oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe o 50 pb w listopadzie, tym samym sprowadzając podstawową stopę procentową do 2%. Jeśli dane za wrzesień byłyby lepsze od naszych oczekiwań wówczas Rada mogłaby – zamiast jednej obniżki o 50pb - zdecydować się na dwie obniżki stóp po 25 pb w październiku i listopadzie. Biorąc pod uwagę planowane złagodzenie polityki fiskalnej w 2015 r. oraz wciąż stosunkowo dobre warunki na rynku pracy sądzimy, że łączna skala obniżek stóp będzie ograniczona i w naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że stopa referencyjna spadnie

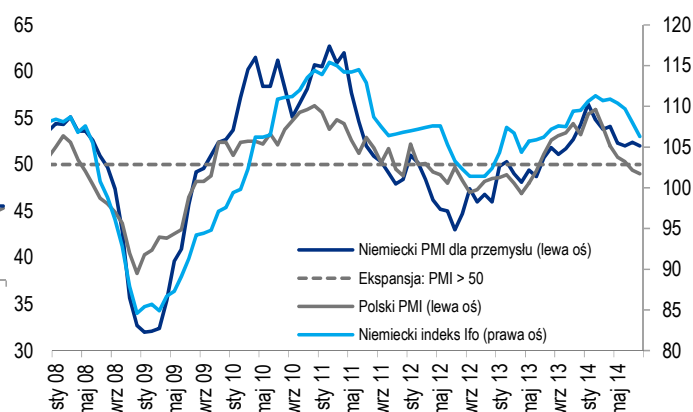
do 2% na koniec IV kw. i pozostanie na tym poziomie przez cały 2015 r. (choć dostrzegamy ryzyko po stronie nieco głębszego dostosowania stóp).

Wykres 3. Inflacja i stopy procentowe



Źródło: GUS, NBP, prognozy Citi Handlowy.

Wykres 4. PMI dla Polski i strefy euro oraz niemiecki Ifo



Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

## PMI

Indeks PMI spadł w sierpniu po raz szósty z rzędu osiągając poziom 49 pkt (wobec 49,4 pkt w lipcu). Indeks zanotował spadek pomimo pozytywnych sygnałów z innych ankiet nastrojów gospodarczych oraz osłabienia złotego w sierpniu. Dane są zgodne ze wzrostem gospodarczym w III kwartale na poziomie 2,6% r/r, choć ryzyko dla tej prognozy jest asymetrycznie przesunięte w dół. Co ciekawe komponent zamówień eksportowych uległ istotnej poprawie, podczas gdy zamówienia krajowe okazały się słabsze.

Dane o aktywności w przemyśle w pogorszyły się także w innych krajach regionu, co było zgodne ze spadkiem PMI dla Niemiec, głównego partnera handlowego. Przy spadku średniego poziomu PMI dla krajów Europy Środkowej do 50,6 pkt z 52,2 w lipcu, indeks osiągnął najniższy poziom w przypadku Polski.

## Zmiany w rządzie po odejściu Donalda Tuska

Nominacja D. Tuska na stanowisko szefa Rady Europejskiej (począwszy od grudnia) oznacza zmiany na krajowej scenie politycznej. Mimo to oczekujemy kontynuacji strategii stopniowego złagodzenia polityki fiskalnej w celu wsparcia wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnym utrzymaniu deficytu budżetowego blisko 3% PKB. Wbrew pojawiającym się nadziejom na szybsze przyjęcie euro, naszym zdaniem jest to wciąż odległa perspektywa. Publiczne poparcia dla przyjęcia euro jest wciąż zbyt niskie (ok. 75% ankietowanych opowiada się przeciw przyjęciu euro). Ponadto w obecnym parlamencie - a według badań opinii publicznej także i w następnym parlamencie - najprawdopodobniej nie uda się zbudować większości potrzebnej do zmiany konstytucji bez której przyjęcie euro jest niemożliwe.

## EBC

EBC nieoczekiwanie obniżył stopy procentowe w Polsce o 10 pb - stopę depozytową do -0.2%, a stopę refinansową do 0,05%. Ponadto EBC zapowiedział wprowadzenie od października dwóch programów skupu aktywów (instrumentów zabezpieczonych aktywami oraz listów zastawnych). Według M. Dragiego wprowadzenie dodatkowego programu stymulującego jest konieczne, choć prezes EBC nie podał ani rozmiaru ani czasu trwania tych programów.

Według analityków Citi zapowiedziany program skupu aktywów jest istotnym krokiem potwierdzającym chęć EBC obrony celu inflacyjnego, jednak może okazać się niewystarczający by na trwale poprawić sytuację gospodarczą. Jednocześnie według Citi bez dodatkowego poluzowania fiskalnego lub kolejnego programu skupu aktywów inflacja może pozostać poniżej celu EBC w średnim terminie. Tym samym ekonomiści Citi uważają, że EBC zdecyduje się na zwiększenie programu skupu aktywów w IV kw. 2014 r. lub w I kw. 2015 r. kolejny.

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	549
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 255
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.4	12.4
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.4
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	8.4
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.8
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	6.6
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	7.5
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.3
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.52	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.62
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	3.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.16
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.07
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.23
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.18
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-9.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	3.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.5
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	230.4
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.3
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-24.6
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.4	5.3	-1.3	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	92.3
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.9	-4.3	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	7.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	53.9	47.6
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

---

## Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

*Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.*