

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Ostatnie wypowiedzi niektórych członków Rady wskazują, że są oni zwolennikami kontynuowania formuły *wait-and-see* w polityce pieniężnej. Dobre perspektywy wzrostu gospodarczego oraz obserwowana w ostatnim czasie podwyższona zmienność na rynku walutowym uzasadniają ich zdaniem brak zmian w polityce pieniężnej. Nie wykluczamy jednak scenariusza, w którym na środowym posiedzeniu RPP obniży stopy procentowe o 25 pb. Do podjęcia takiej decyzji może ją skłonić pogłębienie deflacji w grudniu ub. r. (por. MAKROpuls z 15.01.2015). Rynek kontraktów terminowych FRA wycenia obecnie obniżki stóp o łącznej skali przewyższającej 75 pb do końca III kw. br. Dlatego utrzymanie status quo w polityce pieniężnej na najbliższym posiedzeniu będzie naszym zdaniem oddziaływało w kierunku lekkiego umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.
- **Dziś opublikowano dane dotyczące koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym w styczniu.** Wskaźnik PMI wzrósł do 55,2 pkt. wobec 52,8 pkt. w grudniu ub. r., co było znacząco powyżej naszej prognozy (52,6 pkt.) i konsensusu rynkowego (53,0 pkt.). Tym samym wskaźnik ukształtował się na najwyższym poziomie od lutego ub. r. Zwiększenie wartości indeksu PMI nastąpiło przy poprawie oceny przedsiębiorców dotyczącej wszystkich pięciu jego składowych (bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, zapasów materiałów i czasu dostaw). Wskazuje to, iż poprawa sytuacji w przetwórstwie w styczniu miała szeroki zakres i będzie ona miała prawdopodobnie trwały charakter ze względu na wyraźne przyspieszenie tempa wzrostu nowych zamówień. Dzisiejszy silny wzrost indeksu PMI stanowi ryzyko w górę dla naszej prognozy zakładającej lekkie spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce w I kw. br. do 2,6% r/r z 3,0% w IV kw. br. Jednocześnie stanowi on silne wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą RPP utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie do końca 2015 r. Tym samym dzisiejsza publikacja styczniowego indeksu PMI jest pozytywna dla złotego i negatywna dla rynku długu.
- **W piątek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 225 tys. osób w styczniu wobec 252 tys. w grudniu ub. r., przy niezmiennym poziomie stopy bezrobocia (5,6%). Wskaźniki koniunktury w przemyśle oraz badania nastrojów konsumenckich sygnalizowały w ostatnim czasie relatywnie wysokie tempo tworzenia nowych etatów. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 220 tys. wobec 241 tys. w grudniu). Dziś opublikowany zostanie również indeks ISM w przetwórstwie. Oczekujemy jego spadku do 54,5 pkt. w styczniu wobec 55,5 pkt. w grudniu ub. r. Sumaryczny wpływ gorszych od oczekiwań rynkowych odczytów z USA może być lekko pozytywny dla kursu złotego i cen polskiego długu.
- **W piątek poznamy dane nt. produkcji przemysłowej w Niemczech.** Prognozujemy, iż zwiększyła się ona o 0,4% m/m w grudniu ub. r. wobec spadku o 0,1% w listopadzie. Wzrost produkcji wspierany był przez poprawę nastrojów w niemieckim przetwórstwie (PMI). Publikacja będzie naszym zdaniem neutralna dla złotego oraz polskiego rynku długu.
- **Dziś opublikowano styczniowe dane dotyczące koniunktury w przetwórstwie przemysłowym w Szwajcarii.** Indeks PMI obniżył się z 54,0 pkt. do 48,2 pkt., do czego naszym zdaniem przyczyniło się głównie odnotowane w styczniu silne umocnienie franka na skutek upłynnienia jego kursu przez Narodowy Bank Szwajcarii. Oczekujemy, że publikowane w najbliższych miesiącach dane będą potwierdzać niekorzystny wpływ umocnienia franka na perspektywy eksportu i wzrostu gospodarczego w Szwajcarii, oddziałując tym samym w kierunku osłabienia franka względem euro i umocnienia złotego względem franka. Oczekujemy, że na koniec stycznia kurs CHFPLN ukształtuje się na poziomie 3,96.

W zeszłym tygodniu

- **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zwiększyła się do 1,8% r/r w grudniu ub. r. wobec -0,2% w listopadzie.** Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki sprzedaży pomiędzy grudniem a listopadem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych, korzystna różnica w liczbie sobót handlowych, a także wyższe w porównaniu do grudnia 2013 r. wydatki na zakupy świąteczne (por. MAKROpuls z 27.01.2015). W całym IV kw. ub.r. dynamika sprzedaży detalicznej w cenach stałych zwiększyła się do 3,7% r/r wobec 2,6% w III kw. Dane wskazują tym samym na wyraźną poprawę koniunktury w polskim handlu detalicznym.
- **PKB w Polsce wzrósł w 2014 r. o 3,3% wobec 1,7% w 2013 r.** W kierunku zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego w 2014 r. oddziaływał przede wszystkim wzrost dynamiki popytu krajowego do 4,6% r/r wobec 0,2% w 2013 r., będący efektem przyspieszenia zarówno inwestycji (z 0,9% w 2013 r. do 9,4% w 2014 r.) jak i spożycia ogółem (z 1,3% do 3,0%). W kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego oddziaływało natomiast zmniejszenie wkładu eksportu netto (z 1,6 pp. w 2013 r. do -1,2 pp. 2014 r.). Szacujemy, że w IV kw. ub.r. realne tempo wzrostu PKB ukształtowało się na poziomie ok. 3,0-3,1% r/r wobec 3,3% w III kw. Na nieznaczne spowolnienie tempa wzrostu PKB w stosunku do III kw. ub. r. (3,3%) wpłynął przede wszystkim spadek realnej dynamiki spożycia prywatnego, co spowodowane było jednak w znacznym stopniu efektem wysokiej bazy z IV kw. 2013 r. Dane te potwierdzają, że polska gospodarka znajduje się w fazie lekkiego spowolnienia. Oczekujemy, że w I kw. br. roczna dynamika PKB ukształtuje się na poziomie 2,6%, co będzie jednocześnie dołkiem spowolnienia gospodarczego w Polsce. W kolejnych kwartałach, wraz z oczekiwaną przez nas poprawą sytuacji gospodarczej w strefie euro oraz ożywieniem w inwestycjach infrastrukturalnych tempo wzrostu gospodarczego zwiększy się do 3,6% r/r w IV kw. 2015 r.
- **W ubiegłym tygodniu miało miejsce posiedzenie FOMC.** W treści komunikatu po posiedzeniu utrzymane zostało zdanie: „*bazując na bieżącej ocenie sytuacji, Rezerwa sądzi, iż może być cierpliwa z rozpoczęciem normalizowania nastawienia w polityce monetarnej*”. Na szczególną uwagę zasługuje wyraźnie lepsza ocena FED dotycząca wzrostu gospodarczego oraz sytuacji na rynku pracy. W komunikacie znalazła się również informacja, iż wpływ ostatniego spadku cen nośników energii na gospodarkę jest pozytywny, gdyż zwiększa siłę nabywczą konsumentów przy jedynie przejściowym, negatywnym wpływie na inflację. Wypowiedzi J. Yellen na konferencji po poprzednim, grudniowym posiedzeniu wskazywały, że FED nie spodziewa się podnosić stóp procentowych na „kilku” następnych posiedzeniach. Podtrzymujemy tym samym nasz scenariusz, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zaostrzenia polityki monetarnej w III kw. br.
- **W ubiegłym tygodniu napłynęły liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki.** Według pierwszego szacunku sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA w IV kw. ub. r. wyniosło 2,6% wobec 5,0% w III kw. Na spadek tempa wzrostu PKB złożyło się obniżenie wkładu eksportu netto (z 0,78 pp. w III kw. do -1,02 pp. w IV kw.) spożycia publicznego (z 0,8 pp. do -0,4 pp.) oraz inwestycji (z 1,21 pp. do 0,37 pp.). W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost zapasów (zwiększenie wkładu do wzrostu PKB z -0,03 pp. do 0,82 pp.), a także konsumpcji prywatnej (2,21 pp. wobec 2,37 pp. w III kw.). Spadek odnotowany został również w przypadku zamówień na dobra trwałe, których dynamika według wstępnego odczytu wyniosła -3,4% m/m w grudniu wobec -2,1% w listopadzie. Z wyłączeniem środków transportu zmniejszyły się one o 0,8% m/m wobec spadku o 1,3% w listopadzie. Dobre dane napłynęły natomiast z rynku nieruchomości, gdzie sprzedaż nowych domów wzrosła w grudniu ub. r. do 481 tys. wobec 431 tys. w listopadzie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w USA. wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board wzrósł w styczniu do 102,9 pkt. z 93,1 pkt. w grudniu ub. r., kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od sierpnia 2007 r. Do wzrostu wskaźnika w największym stopniu przyczyniło się zwiększenie

- składowej indeksu dotyczącej oceny bieżącej sytuacji (112,6 pkt. wobec 99,9 pkt.). Poprawę nastrojów gospodarstw domowych w styczniu potwierdził również nieznacznie zrewidowany w dół (o 0,1 pkt.) finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (98,1 pkt. wobec 93,6 pkt. w grudniu ub. r.). Mieszane dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą zannualizowane tempo amerykańskiego PKB wyniesie 2,5% I kw. 2015 r.
- ✔ **Zgodnie z wstępnym szacunkiem inflacja HICP w strefie euro obniżyła się do -0,6% r/r w styczniu wobec -0,2% w grudniu ub. r.** W kierunku zmniejszenia tempa wzrostu cen w największym stopniu oddziaływał silniejszy spadek cen energii (obniżył on inflację o 0,3 pp.) oraz cen usług (-0,1 pp.). Uważamy, że deflacja w strefie euro utrzyma się do III kw. br.
 - ✔ **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego, zwiększył się w styczniu do 106,7 pkt. wobec 105,5 pkt. w grudniu.** W kierunku wzrostu wskaźnika oddziaływały wyższe wartości składowych indeksu dotyczących zarówno oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawa koniunktury odnotowana została we wszystkich badanych sektorach poza budownictwem, gdzie doszło do nieznacznego spadku wskaźnika. Dane nt. koniunktury stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika niemieckiego PKB wyniesie w I kw. 0,3% wobec 0,2% w IV kw. 2014 r.
 - ✔ **Indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa wg. CFLP zmniejszył się w styczniu do 49,8 pkt. wobec 50,1 pkt. w grudniu.** Prognozujemy, że w I kw. dynamika PKB obniży się do 7,2% r/r wobec 7,3% w IV kw. ub. r., a w 2015 r. średnioroczne tempo wzrostu chińskiego PKB wyniesie 7,1%. Podtrzymujemy ocenę, że osiągnięcie takiego tempa wzrostu będzie wymagało jednak uruchomienia przez rząd dodatkowego pakietu stymulacyjnego.
 - ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowany został raport NBP nt. kondycji sektora przedsiębiorstw w IV kw. ub.r.** Wynika z niego, iż firmy przewidują przyspieszenie wzrostu inwestycji zarówno w I kw. br., jak i w całym 2015 r. Ankiety wskazują również, iż głównym celem inwestycji pozostaje modernizacja i remont posiadanego majątku (35,7% firm), przy relatywnie mniejszym zainteresowaniu projektami mającymi na celu rozbudowę potencjału produkcyjnego (23,7% firm), czy unowocześnianie technologii (23,5%). Głównym źródłem kapitału do sfinansowania inwestycji pozostają środki własne przedsiębiorstw. Zgodnie z informacjami zawartymi w raporcie, dane za IV kw. 2014 oraz prognozy formułowane na I kw. 2015 wskazują na wyraźną poprawę koniunktury w sektorze przedsiębiorstw. Odsetek przedsiębiorstw deklarujących problemy z popytem jako barierę rozwoju maleje od blisko dwóch lat i zbliża się do poziomów notowanych przed wybuchem światowego kryzysu finansowego. Poprawiają się również prognozy przedsiębiorstw dotyczące popytu, zamówień oraz produkcji. Co więcej, przedsiębiorstwa oczekują, że poprawa koniunktury będzie miała charakter trwały. Podtrzymujemy jednak naszą prognozę spadku dynamiki inwestycji do 4,8% r/r w I kw. wobec 8,8% w IV kw. ub.r., co spowodowane będzie efektem wysokiej bazy sprzed roku, a także najprawdopodobniej relatywnie gorszymi warunkami pogodowymi w I kw. br. (w zeszłym roku zima była wyjątkowo łagodna).

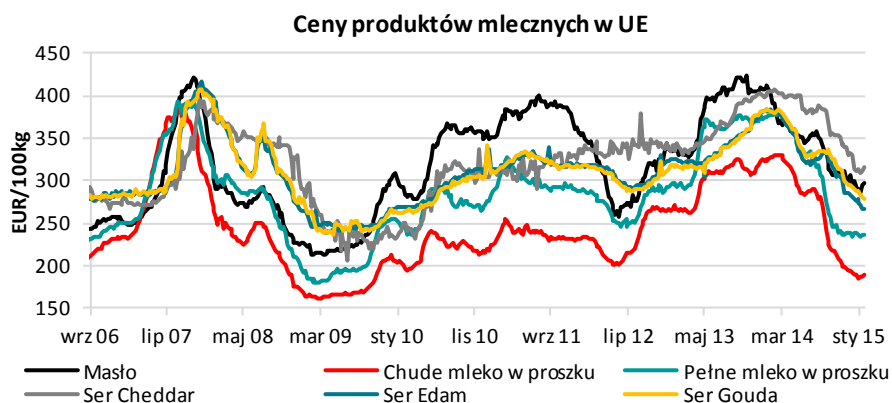
Czy likwidacja kwot mlecznych pogłębi spadki cen mleka w Polsce?

W kwietniu br. przestanie obowiązywać system kwot mlecznych, stanowiący narzędzie ograniczania podaży mleka w Unii Europejskiej. Celem poniższej analizy jest ocena wpływu likwidacji kwot mlecznych na ceny mleka i produktów mlecznych w Polsce.

Rynek mleka w Unii Europejskiej regulowany jest przez system kwotowy. Każdemu państwu członkowskiemu w danym roku kwotowym (okres od kwietnia do marca kolejnego roku) przysługuje krajowa kwota produkcji, która następnie rozdzielana jest na rolników. W przypadku przekroczenia krajowej kwoty produkcji, państwo musi zapłacić karę (28,73 EUR za każde 100 kg przekroczenia),

finansowaną przez rolników, którzy przekroczyli swoje indywidualne kwoty mleczne. W ostatnich latach podaż mleka w Unii Europejskiej utrzymywała się na poziomie wyraźnie niższym od sumy wszystkich krajowych kwot mlecznych (w roku kwotowym 2013/2014 było to 4,6% poniżej limitu). Jednocześnie w kilku krajach (m.in. Niemcy, Holandia, Irlandia, Polska) mieliśmy do czynienia z tendencją do nadprodukcji mleka, podczas gdy w większości kształtowała się ona wyraźnie poniżej kwoty krajowej, wskazując iż na rynku mleka coraz silniej oddziałują mechanizmy rynkowe. Było to głównym czynnikiem, który skłonił Komisję Europejską do podjęcia decyzji o likwidacji systemu kwot mlecznych od kwietnia 2015 r.

Utrzymywanie się produkcji mleka w UE w ostatnich latach wyraźnie poniżej limitów wynikających z sumy krajowych kwot mlecznych naszym zdaniem wskazuje, że skala wzrostu podaży mleka po likwidacji kwot mlecznych będzie ograniczona. Podobna ocena przedstawiona została w raporcie OECD-FAO Agricultural Outlook 2013, zgodnie z którym w pierwszych dwóch latach po likwidacji kwot mlecznych (2015 r., 2016 r.) roczne tempo wzrostu produkcji mleka w UE wyniesie odpowiednio 0,7% i 0,8%, a w kolejnych latach ukształtuje się na poziomie ok. 0,3%. Występowanie różnic w relatywnych kosztach produkcji mleka pomiędzy krajami (w niektórych krajach wytwarzanie mleka jest bardziej opłacalne w stosunku do innych rodzajów produkcji rolnej) w warunkach wolnorynkowych doprowadzi w naszej ocenie w średnim okresie do koncentracji produkcji w tzw. Północnym Pasie Mlecznym skupiającym Niemcy, Polskę, Szwecję, Finlandię, Danię, Belgię, Holandię, Wielką Brytanię, Irlandię oraz kraje bałtyckie. Uważamy, że wyższa podaż mleka w tych krajach będzie oddziaływała w kierunku spadku jego ceny na tamtejszych rynkach.

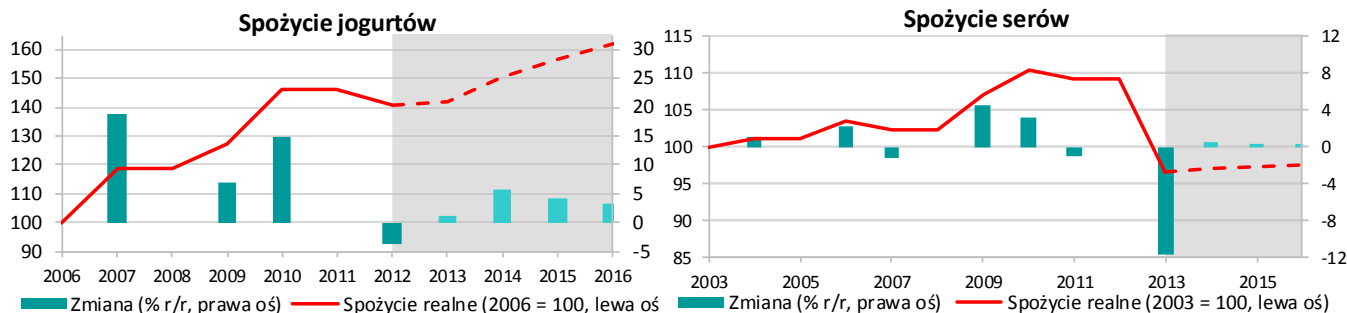


Od początku ub. r. mamy do czynienia ze spadkami cen mleka i produktów mlecznych na światowych rynkach, będących efektem szybszego wzrostu podaży wśród ich największych eksporterów (UE, Nowa Zelandia, USA, Australia, Argentyna, Brazylia) przy jednocześnie słabszym od oczekiwań popycie, m.in. za sprawą niższego importu z Chin. Nadpodaż na światowym rynku została dodatkowo zwiększona przez wprowadzone na początku sierpnia 2014 r. rosyjskie

embargo. W rezultacie, zgodnie z danymi Komisji Europejskiej ceny odtłuszczonego mleka w proszku były w styczniu o 42,7% niższe niż w styczniu 2014 r., ceny pełnego mleka w proszku o 37,6% niższe, masła o 27,5% niższe, a serów Cheddar, Edam i Gouda kolejno o 22,8%, 29,4% i 25,9% niższe. Podobne spadki cen odnotowywane są również na rynkach w USA i Oceanii. Oczekujemy, że w I poł. 2015 r. ceny mleka na światowych rynkach ustabilizują się, co będzie skutkiem stopniowego oczyszczania się rynku z nadpodaży produktów mlecznych, czemu sprzyjać będą ich niskie ceny. Wsparciem dla takiej oceny jest nieznaczny wzrost (zgodnie z danymi Komisji Europejskiej średnio o ok. 1%) cen niektórych produktów mlecznych (masła, mleka w proszku) w II poł. stycznia br. w porównaniu do I poł. stycznia br. Prognozujemy, że silniejszy wzrost cen rozpocznie się w II poł. br., co spowodowane będzie zwiększeniem światowego popytu, szczególnie ze strony Afryki Północnej, Bliskiego Wschodu oraz Azji Południowo-Wschodniej.

Likwidacja kwot mlecznych przypadnie tym samym na okres stabilizacji cen mleka na światowych rynkach. Niemniej jednak prognozowany przez nas wzrost produkcji mleka w krajach Północnego Pasa Mlecznego, w tym Polsce, w warunkach wciąż nasyconego rynku eksportowego, a także stopniowego charakteru procesu specjalizacji produkcji krajów Północnego Pasa Mlecznego i przejmowania udziału w rynku krajów z poza tej grupy, może w krótkim okresie spowodować dalszy spadek cen mleka w krajach Północnego Pasa Mlecznego. Na szczególną uwagę zasługuje również otoczenie mikroekonomiczne polskiego sektora mleczarskiego, który funkcjonuje w warunkach agresywnej polityki cenowej dużych sieci handlowych

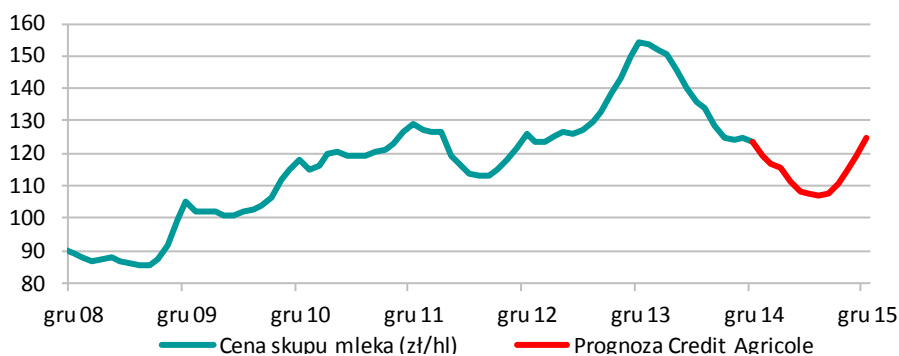
będących głównymi odbiorcami jego produktów. Najprawdopodobniej po likwidacji systemu kwot mlecznych będą one próbowały wynegocjować niższe ceny od przetwórców. W miesiącach letnich w kierunku spadku cen mleka oddziaływać będą również czynniki sezonowe. Tym samym oczekujemy, że ceny



Źródło: Credit Agricole, GUS, Eurostat

mleka osiągną swoje minimum lokalne wynoszące ok. 107 zł/hl w na przełomie II i III kw. br.

Spadek cen mleka będzie ograniczony przez rosnący popyt na produkty mleczne w Polsce, związany z prognozowanym przez nas przyspieszeniem wzrostu polskiej konsumpcji II kw. br. (zgodnie z przeprowadzonymi przez nas obliczeniami popyt na produkty mleczne w Polsce charakteryzuje się dodatnią elastycznością dochodową – wraz ze wzrostem dochodów wydatki na produkty mleczne rosną). Niemniej jednak wzrost cen mleka w Polsce rozpocznie się dopiero w II poł. 2015 r. wraz z prognozowanym przez nas wzrostem cen na rynkach światowych, a także dzięki pozytywnemu wpływowi czynników sezonowych. W konsekwencji uważamy, że na koniec 2015 r. cena skupu mleka ukształtuje się w okolicach poziomu 125 zł/hl.

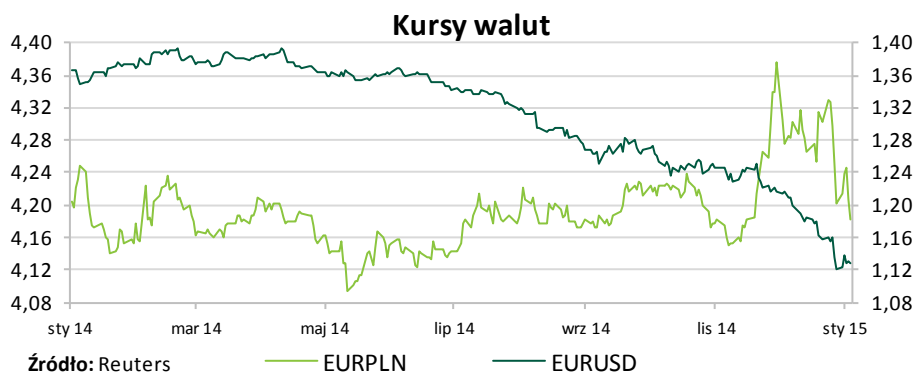


Źródło: Credit Agricole, GUS

Niemniej jednak z uwagi na wyhamowujące tempo spadku cen, a także ich stopniowy wzrost w II poł. roku oczekujemy, że sumaryczny wpływ zmian cen produktów mlecznych w 2015 r. zwiększy roczny wskaźnik inflacji o 0,1 pp. Stanowi to wsparcie dla naszego scenariusza inflacji zakładającego dodatnie roczne tempo wzrostu cen w IV kw. br.

Na podstawie naszej prognozy cen skupu mleka szacujemy, że w pierwszej połowie br. będziemy mieli do czynienia ze spadkiem cen produktów mlecznych wchodzących skład koszyka inflacyjnego. Ceny mleka będą w pierwszej połowie roku średnio o 2,6% r/r niższe, serów o 3,2% a masła o 8%. W przypadku jogurtów oczekujemy stabilizacji cen.

RPP oraz dane z USA mogą umocnić złotego



Źródło: Reuters

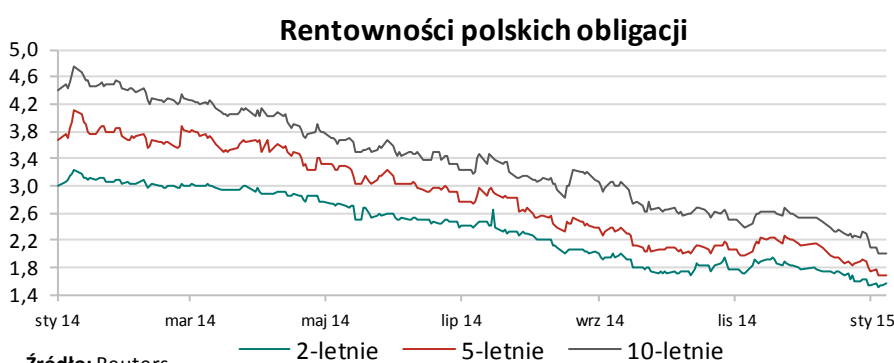
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1835 (umocnienie złotego o 0,4%). W poniedziałek mieliśmy do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego, co było częściowo związane ze wzrostem niepewności

po zwycięstwie populistycznej partii Syriza w wyborach do greckiego parlamentu oraz zaostreniem konfliktu na Ukrainie. Od wtorku złoty tracił na wartości w oczekiwaniu na środowe posiedzenie FOMC. Krajowe dane nt. PKB oraz sprzedaży detalicznej, które okazały się zgodne z konsensusem rynkowym, nie wywołały znaczącej reakcji inwestorów. W czwartek złoty odrabiał straty z pierwszej części tygodnia, czemu sprzyjały pozytywne dla złotego nastroje po środowym posiedzeniu FOMC, które nie przyniosło zmian w nastawieniu Rezerwy Federalnej w polityce monetarnej. W piątek złoty lekko się umacniał, wspierany przez niższe od oczekiwań odczyty inflacji w strefie euro oraz PKB w USA.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla złotego będzie środowe posiedzenie RPP. Oczekujemy, że Rada pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie i nie wprowadzi istotnych zmian w nastawieniu w polityce monetarnej. Tym samym będzie to czynnik oddziałujący w kierunku umocnienia złotego. Istotne dla kształtowania się kursu polskiej waluty będą również liczne dane z amerykańskiej gospodarki (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM w przetwórstwie). W przypadku realizacji naszych prognoz, sumaryczny wpływ tych odczytów na kurs złotego może być pozytywny. Odczyt produkcji przemysłowej w Niemczech nie wywoła w naszej ocenie znaczącej reakcji rynku.

W tym tygodniu oczekujemy kontynuacji umocnienia złotego względem franka. Wsparciem dla naszych oczekiwań są opublikowane dziś styczniowe dane PMI dotyczące koniunktury w szwajcarskim przetwórstwie przemysłowym (patrz wyżej).

Status quo w polityce monetarnej negatywne dla cen obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich obniżyły się do poziomu 1,563 (spadek o 2pb), obligacji 5-letnich do poziomu 1,679 (spadek o 6pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 1,996 (spadek o 10pb). Od poniedziałku do środy rentowności polskich obligacji spadały, co spowodowane było rosnącymi oczekiwaniami

inwestorów na dalsze łagodzenie polityki monetarnej przez RPP, znajdującymi odzwierciedlenie w zmniejszającym się spreadzie pomiędzy 10-letnimi obligacjami polskimi a 10-letnimi obligacjami niemieckimi i amerykańskimi. Sprzyjał temu również krajowy odczyt sprzedaży detalicznej. Mimo, że był on minimalnie wyższy od konsensusu rynkowego, po bardzo silnym wzroście grudniowej produkcji przemysłowej w Polsce, część inwestorów oczekiwała, iż dane zaskoczą pozytywnie i w tym przypadku. W czwartek po południu na rynku miała miejsce lekka korekta, po której ceny polskiego długu nieznacznie spadły. W piątek ceny rentowności polskich obligacji obniżyły się wspierane przez niższe od oczekiwań dane nt. inflacji w strefie euro oraz PKB w USA.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie środowe posiedzenie RPP. Jeśli, jak prognozujemy, Rada pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie i nie wprowadzi istotnych zmian w nastawieniu w polityce monetarnej, taka decyzja będzie oddziaływać w kierunku wzrostu rentowności polskich obligacji. Niemniej jednak, z uwagi na utrzymujące się oczekiwania rynku na dalsze obniżki stóp procentowych w Polsce (rynek kontraktów FRA wycenia obecnie obniżkę w skali przekraczającej 75 pb do końca III kw. br.) od poniedziałku do środowego posiedzenia ceny polskiego długu mogą rosnąć. Istotne znaczenie dla rentowności polskich obligacji mogą mieć również liczne dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM w przetwórstwie). W przypadku realizacji naszych

prognoz, odczyty mogą oddziaływać w kierunku spadku rentowności polskiego długu. Dane o produkcji przemysłowej w Niemczech nie spotkają się w naszej ocenie ze znaczącą reakcją rynku.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Kurs EURPLN*	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,20
Kurs USDPLN*	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,78
Kurs CHFPLN*	3,47	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,96
Inflacja CPI (r/r, %)	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,7	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	4,2	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,4	1,8	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,5	-2,9	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,5	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	2,1	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	11,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-1100	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	-268	-422		
Eksport (r/r, % EUR)	8,4	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	2,3	5,9		
Import (r/r, % EUR)	5,8	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	4,7	6,0		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2014				2015				2014	2015	2016
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,4	3,5	3,3	3,0	2,6	3,0	3,3	3,6	3,3	3,1	3,5
Konsumpcja (% r/r)	2,9	3,0	3,2	2,9	2,9	3,5	3,6	3,3	3,0	3,3	3,5
Inwestycje (% r/r)	11,2	8,7	9,9	8,8	4,8	8,1	8,5	8,5	9,4	7,9	4,0
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,1	4,8	3,8	3,6	2,5	3,6	6,1	6,5	4,8	4,7	7,0
Import (ceny stałe, % r/r)	7,3	9,4	7,3	5,0	3,8	5,8	7,3	9,6	7,3	6,7	6,0
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,8	2,0	1,5	1,9	2,1	2,1	1,7	1,8	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,5	1,8	2,3	0,6	1,4	1,6	2,4	1,8	1,6
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,9	-1,6	-1,4	-0,6	-0,9	-0,4	-1,3	-1,2	-0,8
Saldo obrotów bieżących***	-1,1	-1,2	-1,3	-1,9	-1,9	-2,1	-2,0	-2,2	-1,9	-2,2	-2,5
Stopa bezrobocia (%)**	13,5	12,0	11,5	11,5	12,1	10,9	10,5	10,8	11,5	10,8	10,2
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	4,2	3,5	3,5	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,6	3,4	3,7
Inflacja CPI (%)*	0,6	0,3	-0,3	-0,7	-1,1	-0,6	-0,4	0,4	0,0	-0,4	1,2
Wibor 3-miesięczny (%)**	2,71	2,68	2,28	2,06	2,00	2,15	2,20	2,20	2,06	2,20	2,78
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50
EURPLN**	4,17	4,16	4,18	4,29	4,20	4,20	4,17	4,15	4,29	4,15	4,00
USDPLN**	3,03	3,04	3,31	3,54	3,82	3,85	3,86	3,95	3,54	3,95	3,60

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 02.02.2015r.						
2:45	Chiny	Indeks HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	49,8		
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	52,8	52,6	53,0
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	51,0	51,0	51,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	51,0	51,0	51,0
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Grudzień	0,7	-0,2	-0,2
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	55,1	54,5	54,5
16:00	USA	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	55,1		54,5
Wtorek 03.02.2015r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-1,6		-2,5
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	-0,7	-2,4	-2,2
Środa 04.02.2015r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Luty	2,00	2,00	2,00
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Styczeń	52,3	52,3	52,3
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Styczeń	52,2	52,2	52,2
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	0,6		0,0
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Styczeń	241		225
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Styczeń	56,5	56,8	56,4
Czwartek 05.02.2015r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Grudzień	-2,4		1,5
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Luty	0,5	0,5	0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	265		
Piątek 06.02.2015r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	-0,1	0,4	0,3
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Styczeń	5,6	5,6	5,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Styczeń	252	225	235
Niedziela 08.02.2015r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Styczeń	49,6		

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters