

W tym tygodniu

- **W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie półroczne sprawozdanie szefowej FED J. Yellen przed Kongresem (wtorek i środa).** Naszym zdaniem jest ono szczególnie ważne w świetle gołębiego przekazu *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FED (patrz poniżej). J. Yellen zaprezentuje ocenę Rezerwy Federalnej dotyczącą bieżącej sytuacji gospodarczej w USA, a także perspektywy polityki monetarnej FED. Oczekujemy, że w swoim wystąpieniu odniesie się ona do poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, przejściowego negatywnego wpływu spadku cen nośników energii na inflację oraz potwierdzi zależność polityki monetarnej FED od napływających danych makroekonomicznych. Szczególnie interesujące w wystąpieniu Y. Yellen będą jej odpowiedzi na pytania dotyczące usunięcia słowa „cierpliwy” z *forward guidance* (patrz poniżej), a także możliwości sformowania większości za podwyżką stóp procentowych w najbliższym czasie. Choć nie należy oczekiwać żadnych precyzyjnych odpowiedzi ze strony szefowej FED, jej ewentualne gołębie wypowiedzi mogą oddziaływać w kierunku umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** W piątek zostanie opublikowany drugi szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w dół do 1,8% wobec 2,6% w pierwszym szacunku. Na spadek tempa wzrostu PKB w stosunku do pierwszego odczytu złożą się niższy wkład eksportu netto oraz zapasów. W czwartek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się w styczniu o 0,5% m/m wobec spadku o 3,3% w grudniu ub. r. Wsparciem dla naszej prognozy jest odnotowany w styczniu nieznaczny wzrost produkcji dóbr trwałego użytku. W tym tygodniu napłyną również dane z rynku nieruchomości USA. Oczekujemy, że sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się w styczniu i wyniosła 4,96 mln wobec 5,04 mln w grudniu ub. r., a sprzedaż nowych domów wzrosła z 481 tys. w grudniu ub. r. do 464 tys. w styczniu. Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że wskaźnik zaufania konsumentów Conference Board spadł w lutym do 98,6 pkt. z 102,9 pkt. w styczniu. Niemniej jednak nadal pozostanie on na wysokim poziomie, czemu sprzyjać będzie poprawiająca się sytuacja na amerykańskim rynku pracy. Nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w lutym potwierdzi również zrewidowany w górę (o 1,4 pkt.) finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (95,0 pkt. wobec 98,1 pkt. w styczniu). Naszym zdaniem sumaryczny wpływ danych z USA będzie lekko pozytywny dla złotego i cen polskich obligacji.
- **Na uwagę zasługuje również dzisiejsza publikacja indeksu Ifo,** obrazującego nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu hurtowego i detalicznego. Oczekujemy, że podobnie jak w przypadku ubiegłotygodniowych publikacji indeksu PMI i indeksu ZEW w Niemczech, odnotujemy wzrost wskaźnika w lutym (z 106,7 pkt. w styczniu do 107,0 pkt.), sygnalizujący lekką poprawę koniunktury w niemieckiej gospodarce. Uważamy, że publikacja indeksu nie wywoła znaczącej reakcji rynku.
- **W środę poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa.** W naszej ocenie zmniejszył się on w lutym do 49,5 pkt. wobec 49,7 pkt. w styczniu, sygnalizując pogorszenie koniunktury w chińskim przetwórstwie. Odczyt ten może być lekko negatywny dla kursu złotego.

W zeszłym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego tygodnia było osiągnięcie porozumienia dotyczącego przedłużenia programu pomocowego dla Grecji o 4 miesiące.** Warunkiem przedłużenia finansowania jest pomyślne zakończenie pierwotnej wersji programu poprzez wprowadzenie przez Grecję uzgodnionych wcześniej reform. Reformy będące podstawą dla przedłużonego programu pomocowego o 4 miesiące mają zostać zaproponowane w poniedziałek przez Grecję. Jeśli nie spotkają się one z akceptacją KE, EBC oraz MFW, we wtorek kontynuowane będą negocjacje dotyczące ich ostatecznego kształtu. Uzgodnione w piątek porozumienie zmniejsza prawdopodobieństwo bankructwa Grecji i jej wyjścia ze strefy euro, co przyczyniłoby się do silnych zaburzeń na rynkach finansowych. W efekcie, piątkowe porozumienie będzie naszym zdaniem oddziaływało w kierunku umocnienia złotego i spadku rentowności polskich obligacji w najbliższych dniach.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały Minutes ze styczniowego posiedzenia FOMC.** W dyskusji członkowie FED zwracali uwagę na ostatnie umocnienie dolara, a także słabsze dane z amerykańskiego przetwórstwa jako czynniki mogące opóźnić podwyżkę stóp procentowych. W Minutes znalazł się również opis dyskusji członków FED nt. skutków zbyt szybkiego lub zbyt późnego rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Część z nich obawia się, że zbyt długie utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie może doprowadzić do zbyt dużego wzrostu inflacji oraz mieć negatywny wpływ na stabilność finansową. Inni członkowie FED zwracają z kolei uwagę, iż zbyt wczesne zacieśnienie polityki monetarnej może zahamować ożywienie gospodarcze w USA. Ponadto podnoszenie stóp procentowych w sytuacji, w której inflacja znajduje się poniżej celu inflacyjnego FED (2%) może w ich ocenie zaszkodzić wiarygodności Rezerwy Federalnej. W konsekwencji, zgodnie z treścią Minutes, większość członków FOMC opowiadało się za pozostawieniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie jeszcze przez dłuższy czas. Przedmiotem dyskusji na styczniowym posiedzeniu było również usunięcie z przyjętej obecnie formuły *forward guidance* („bazując na bieżącej ocenie sytuacji, Rezerwa sądzi, iż może być cierpliwa z rozpoczęciem normalizowania nastawienia w polityce monetarnej”) sformułowania wykorzystującego słowo „cierpliwa”. Niemniej jednak członkowie FOMC uznali, iż mogłoby to wywołać niepożądaną reakcję uczestników rynków, dlatego też zdecydowali o pozostawieniu formuły w niezmiennym kształcie. Relatywnie gołębia treść Minutes stanowi ryzyko dla naszego scenariusza, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w III kw. 2015 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w styczniu o 0,2% m/m wobec -0,3% w grudniu ub. r. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych nie zmieniło się w stosunku do grudnia i wyniosło 79,4%. W ubiegłym tygodniu napłynęły również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba pozwoleń na budowę zmniejszyła się w styczniu do 1053 tys. wobec 1058 tys. w grudniu, a liczba rozpoczętych budów spadła w styczniu do 1065 tys. wobec 1087 tys. w grudniu. Mimo spadków wskaźniki znajdują się nadal na relatywnie wysokich poziomach nie sygnalizując tym samym negatywnych tendencji na rynku nieruchomości w USA. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. koniunktury w USA. Indeks NY Empire State zmniejszył się w lutym do 7,78 pkt. wobec 9,95 pkt. w styczniu, a indeks Philadelphia FED spadł do 5,2 pkt. w lutym wobec 6,3 pkt. w styczniu. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB wyniesie 2,5% w I kw. br. wobec 1,8% w IV kw. 2014 r.
- **W ubiegłym tygodniu wypowiedziało się kilku członków Rady Polityki Pieniężnej.** A. Rzońca powiedział, że deflacja może utrzymać się do października lub jeszcze dłużej, a w lutym i marcu

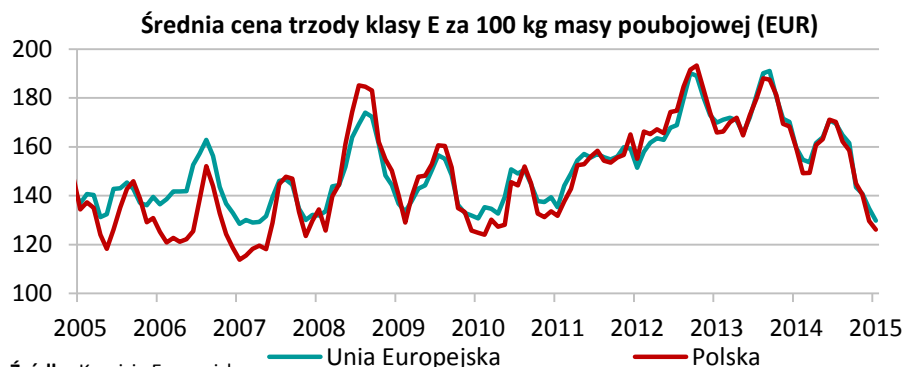
2016 r. roczny wskaźnik inflacji może wynieść 1,5% r/r. Uważa on również, że zagrożeniem dla Polski nie jest deflacja, ale pojawienie się nierównowagi makroekonomicznej za sprawą zbyt niskich stóp procentowych utrzymywanych przez zbyt długi czas. A. Glapiński podtrzymał stanowisko, zgodnie z którym nie ma potrzeby dalszego łagodzenia polityki monetarnej w Polsce. Odmienne zdanie przedstawił prezes NBP M. Belka mówiąc, że ostatnie dane wskazują na przestrzeń do „pewnej” obniżki stóp procentowych. Stwierdził on również, że złoty jest niedowartościowany, co w naszej ocenie stoi w sprzeczności z jego wypowiedzią o dalszym łagodzeniu stóp procentowych. Ubiegłotygodniowe wypowiedzi członków Rady nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym na marcowym posiedzeniu RPP zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych o 50 pb.

- ✔ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w styczniu o 1,7% r/r wobec wzrostu o 7,9% grudniu ub. r.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji pomiędzy styczniem a grudniem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w styczniu o 1,3% r/r wobec wzrostu o 5,0% w grudniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu miesięcznym o 0,7% wobec wzrostu o 1,0% w grudniu. Wskazuje to na utrzymującą się stagnację w branży budowlanej. Podtrzymujemy naszą ocenę, że trwałego przyspieszenia wzrostu produkcji budowlano-montażowej można oczekiwać dopiero w II poł. br. na skutek spodziewanego przez nas ożywienia w budownictwie mieszkaniowym oraz inwestycjach infrastrukturalnych (por. MAKROpuls z 18.02.2015). Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej potwierdzają sygnalizowane wcześniej przez dane PMI ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w I kw. 2015 r. (2,6% r/r w I kw. wobec 3,0% w IV kw. ub. r.).
- ✔ **Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce zmniejszyła się do 0,1% r/r w styczniu z 1,8% w grudniu ub. r.** Liczona w cenach stałych sprzedaż wzrosła w styczniu o 3,3% r/r wobec 4,0% w grudniu. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zmniejszenia dynamiki sprzedaży pomiędzy styczniem a grudniem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych, której nie skompensował korzystny efekt rozkładu sobót (por. MAKROpuls z 18.02.2015). Dane o styczniowej sprzedaży potwierdzają utrzymujące się wyraźne ożywienie popytu konsumpcyjnego, wspierane przez szybki wzrost realnego funduszu płac. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach w kierunku wzrostu dynamiki sprzedaży detalicznej oddziaływać będzie dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie we wzroście wskaźników koniunktury konsumenckiej.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wstępne lutowe wskaźniki koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Zagregowany indeks PMI w strefie euro zwiększył się do 53,5 pkt. wobec 52,6 pkt. w styczniu. Do jego zwiększenia przyczyniły się wyższa wartość wskaźnika dla Niemiec (54,3 pkt. wobec 53,5 pkt. w styczniu) będąca wypadkową poprawy sytuacji w sektorze usług oraz nieznacznego spadku składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie oraz wzrost indeksu we Francji (52,2 pkt. wobec 49,3 pkt. w styczniu), będący skutkiem silnej poprawy sytuacji w usługach przy jednoczesnym zmniejszeniu produkcji w przetwórstwie. Lutowe wyniki badań koniunktury w strefie euro stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w obszarze wspólnej waluty nie zmieni się w I kw. w porównaniu do IV kw. 2014 r. i wyniesie 0,3%.
- ✔ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech wzrósł w lutym do 53,0 pkt. wobec 48,4 pkt. w styczniu, kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od lutego 2014 r.** Do poprawy nastrojów przyczyniła się decyzja EBC o rozszerzeniu programu skupu aktywów o obligacje rządowe, a także wyraźnie lepszy od oczekiwań wzrost niemieckiego PKB (0,7% kw/kw w IV kw. ub. r. wobec 0,1% w III kw.). W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast zaostrenie konfliktu na Ukrainie oraz sprzeciw greckiego rządu wobec kontynuacji dotychczasowego programu pomocowego.

Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób zmniejszyła się w styczniu do 3,6% r/r wobec 3,7% w grudniu ub. r. Niższa nominalna dynamika płac w styczniu była efektem kombinacji kilku czynników: niższej niż przed rokiem podwyżki płacy minimalnej, rewizji próby przedsiębiorstw oraz pogłębiającej się w ostatnich miesiącach deflacji (por. MAKROpuls z 17.02.2015). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniosła w styczniu 1,2% r/r wobec 1,1% w grudniu. Szacujemy, że realne tempo wzrostu funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach wyniosło w styczniu 6,2% r/r wobec 5,9% w grudniu ub. r. i 5,2% w IV kw. ub. r., kształtując się na najwyższym poziomie od listopada 2008 r. Utrzymujący się szybki wzrost płac realnych stanowi silne wsparcie dla naszej prognozy spożycia prywatnego w I kw. 2015 r. (wzrost o 2,9% r/r, bez zmian w porównaniu z IV kw. 2014 r.).

Wzrost spożycia podbije ceny wieprzowiny

Zgodnie z najnowszymi danymi GUS w grudniu ub. r. cena skupu żywca wieprzowego wyniosła 4,16 zł/kg, kształtując się na poziomie o 21,2% niższym niż w grudniu 2013 r. Tym samym był to już 15 miesiąc z rzędu, w którym odnotowano spadek jego ceny w ujęciu rocznym. Co więcej, zgodnie z danymi Zintegrowanego Systemu Rolniczej Informacji Rynkowej MRiRW ceny żywca wieprzowego obniżyły się również w styczniu (w okresie od 5 stycznia do 1 lutego średnia cena skupu żywca wieprzowego wyniosła 4,04 zł/kg – spadek o 20,2% r/r), a także w pierwszych dwóch tygodniach lutego (w okresie od 2 lutego do 15 lutego wyniosła ona 4,27 zł/kg – spadek o 8,5% r/r). Przedmiotem poniższej analizy jest prognoza cen skupu żywca wieprzowego w Polsce.



Od wejścia Polski do Unii Europejskiej mamy do czynienia z coraz silniejszą zależnością ceny wieprzowiny w Polsce od ceny wieprzowiny w UE. W latach 2005-2007 współczynnik korelacji pomiędzy cenami trzody chlewnej klasy E wagi poubojowej wynosił 0,72, podczas gdy w okresie 2012 - 2014 ukształtował się on na poziomie 0,97. Biorąc pod uwagę

udział Polski w całkowitym unijnym eksporcie wieprzowiny (zgodnie z danymi Eurostatu w 2013 r. wynosił on ok. 6,5%) oraz jej udział w całkowitym imporcie wieprzowiny (zgodnie z danymi Eurostatu w 2013 r. wynosił on ok. 9,5%) Polska ma bardzo ograniczone możliwości wpływu na cenę wieprzowiny na rynku UE zarówno od strony popytowej, jak i podażowej. Cena wieprzowiny w Polsce jest zatem w znacznym stopniu determinowana przez cenę wieprzowiny w całej UE. W konsekwencji, perspektywy cen wieprzowiny na rynku unijnym są kluczowe z punktu widzenia prognozy jej cen w Polsce.

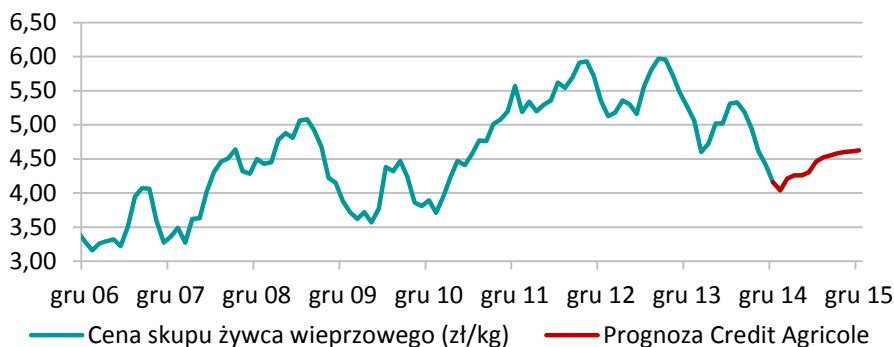
W 2014 r. mieliśmy do czynienia z silnym spadkiem cen wieprzowiny na rynku unijnym. W grudniu 2014 r. jej średnia cena była o ponad 20% niższa niż w grudniu 2013 r. Obniżka cen w znacznym stopniu była skutkiem wprowadzonego 29 stycznia 2014 r. rosyjskiego embarga na unijne produkty wieprzowe, będącego konsekwencją wykrycia na terenie UE (w Polsce i na Litwie) przypadków Afrykańskiego Pomoru Świń (ASF). Zgodnie z danymi Komisji Europejskiej (KE) w latach 2011-2013 udział Rosji w unijnym eksporcie wieprzowiny wynosił 24%, dzięki czemu była ona największym importerem unijnej wieprzowiny. Tym samym embargo doprowadziło do powstania znaczącej nadpodaży tego gatunku mięsa w UE (szacujemy, że embargo uniemożliwiło eksport ponad 480 tys. ton wieprzowiny), oddziałującej w kierunku spadku cen na

rynku wewnętrznym. Wielkość nadwyżki została częściowo ograniczona dzięki większemu unijnemu eksportowi wieprzowiny do Korei Południowej (zgodnie z danymi Eurostatu w okresie styczeń-listopad 2014 r. był on o 100,8 tys. ton wyższy niż w analogicznym okresie roku poprzedniego, wzrost o 98,2% r/r), Japonii (o 86,2 tys. ton wyższy, 37,5% r/r), Filipin (o 76,1 tys. ton wyższy, 37,5% r/r) oraz Chin (o 43,4 tys. ton wyższy, 6,6% r/r), co tylko częściowo wyhamowało spadki cen. KE prognozuje, że w 2015 r. wraz z poprawiającą się w wyniku ożywienia gospodarczego sytuacją gospodarstw domowych dojdzie do zwiększenia spożycia wieprzowiny w UE, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu jej ceny. Będzie on jednak ograniczany przez wzrost produkcji wieprzowiny w UE, która zgodnie z prognozami KE zwiększy się w 2015 r. o 0,8%, czemu sprzyjać będą relatywnie niskie ceny pasz. Jednocześnie z uwagi na nadal obowiązujące rosyjskie embargo eksport unijnej wieprzowiny najprawdopodobniej ukształtuje się na poziomie odnotowanym w 2014 r., co w warunkach wzrostu produkcji będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku cen. Tym samym, uwzględniając czynniki sezonowe, prognozujemy, że pod koniec I kw. br. średnia cena trzody klasy E za 100 kg masy poubojowej wyniesie 138 EUR, II kw. 144 EUR, III kw. 150 EUR, a pod koniec IV kw. wzrośnie do 152 EUR (w styczniu wynosiła ona 129,83 EUR).

Istnieje jednak szereg czynników, które sprawiają, iż w krótkim okresie cena wieprzowiny w Polsce może odchyłać się od poziomów odnotowywanych na rynku unijnym:

- **Handel zagraniczny.** Ze względu, że to m.in. w Polsce wykryto przypadki ASF import polskiej wieprzowiny został zabroniony nie tylko przez Rosję i stowarzyszone z nią kraje w ramach unii celnej (Białoruś i Kazachstan) ale również część krajów azjatyckich (Chiny, Koreę, Japonię oraz Tajwan). W przypadku większości pozostałych krajów UE obowiązuje jedynie rosyjskie embargo. W rezultacie w 2014 r. polski eksport wieprzowiny poza UE zmniejszył się w 2014 r. ok. 48,4% r/r. (o prawie 140 tys. ton, w tym o 40 tys. ton do Rosji). Ograniczenia eksportu prowadzą do powstawania nadpodaży wieprzowiny na krajowym rynku i odchylen cen w dół od ceny na rynku unijnym. W najbliższych miesiącach istnieje niskie prawdopodobieństwo, aby kraje azjatyckie zezwoliły na import polskiej wieprzowiny, gdyż na Podlasiu nadal odnotowywane są przypadki ASF. Obecnie rozważane jest istotne ograniczenie populacji dzików na Podlasiu, niemniej jednak nie wiadomo czy rozwiąże ono problem ASF w Polsce.
- **Spożycie wieprzowiny na rynku krajowym.** Zgodnie z szacunkami IERiGŻ-PIB w 2014 r. spożycie mięsa wieprzowego w Polsce zwiększyło się do 38,5 kg na mieszkańca wobec 35,5 kg w 2013 r. (wzrost o 8,5%). Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku relatywnie silnego wzrostu spożycia tego gatunku mięsa była jego relatywnie niska cena. W 2015 r. oczekujemy dalszego zwiększenia spożycia mięsa wieprzowego ze względu na poprawiającą się sytuację dochodową gospodarstw domowych – popyt na wieprzowinę w Polsce charakteryzuje się dodatnią elastycznością dochodową. W rezultacie krajowe spożycie wieprzowiny ukształtuje się najprawdopodobniej na poziomie ok. 39,3 kg na mieszkańca. Wzrost spożycia będzie oddziaływać w kierunku wzrostu ceny na rynku krajowym w porównaniu do rynku UE.
- **Pogłowie trzody chlewnej i produkcja żywca wieprzowego.** Zgodnie z danymi GUS w grudniu 2014 r. odnotowany został wzrost liczby tuczników (o 6,8% r/r) oraz warchlaków (o 2,0%). Uwzględniając stan i strukturę trzody chlewnej w Polsce ARR szacuje, iż produkcja żywca wieprzowego w I poł. 2015 r. może być o 4% r/r wyższa niż w analogicznym okresie 2014 r. Oczekujemy, że w II poł. 2015 r. tendencja ta będzie kontynuowana. Tym samym będzie to czynnik oddziałujący w kierunku odchylania się krajowej ceny w dół od ceny na rynku unijnym.
- **Kurs EURPLN.** Wspomniana wyżej ścisła korelacja pomiędzy cenami wieprzowiny w Polsce i w UE sprawia, iż w przypadku umocnienia złotego względem euro krajowe ceny wieprzowiny wyrażone w złotych są niższe, z kolei w przypadku osłabienia polskiej waluty ceny wieprzowiny wyrażone w złotych rosną. Prognozujemy, że w I poł. 2015 r. kurs złotego będzie kształtował się na poziomie ok.

4,20, a w II poł. 2015 r. zacznie się umacniać by pod koniec 2015 r. osiągnąć wartość 4,15. Tym samym w I poł. roku jego wpływ na krajowe ceny będzie neutralny, a w II poł. roku aprecjacja złotego będzie oddziaływała w kierunku spadku ceny wieprzowiny w Polsce.

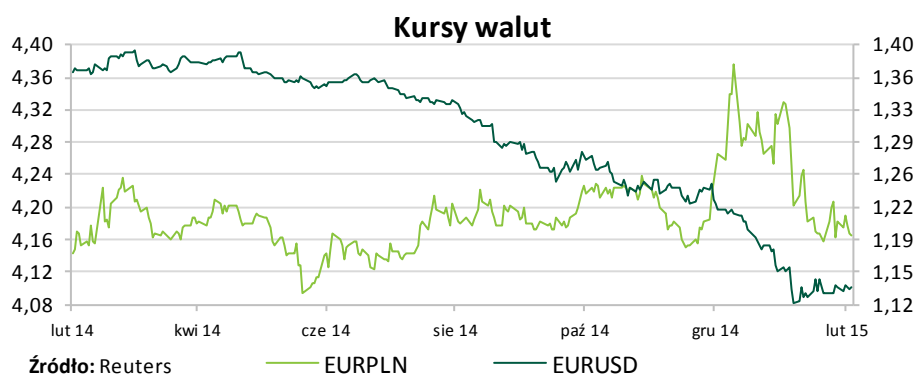


Źródło: GUS, Credit Agricole

skupu za 1 kg żywca wieprzowego w Polsce wyniesie ok. 4,26 zł na koniec I kw. br., II kw. 4,45 zł, III kw. 4,58 zł, a na koniec IV kw. 4,62 zł. Głównym źródłem prognozowanego przez nas wzrostu cen będzie wyższe w porównaniu do 2014 r. spożycie wieprzowiny zarówno w Polsce, jak i całej UE.

Zachowując odpowiednie historyczne relacje cen wieprzowiny w Polsce oraz UE, proporcje cen wagi żywej do poubojowej, a także uwzględniając wymienione powyżej krajowe czynniki cenotwórcze oraz nasz scenariusz dla kursu EURPLN, na podstawie naszej prognozy cen wieprzowiny na rynku UE szacujemy, iż cena

Złoty pod wpływem czynników globalnych



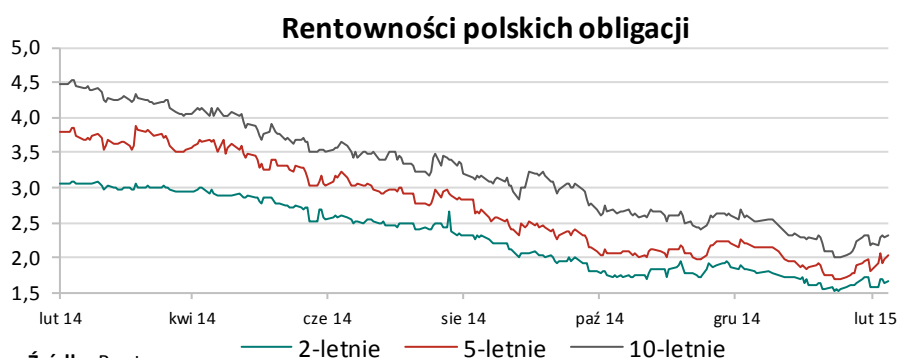
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1655 (umocnienie złotego o 0,4%). Od poniedziałku do środy mieliśmy do czynienia z osłabieniem złotego z uwagi na pogorszenie nastrojów rynkowych związane ze wzrostem ryzyka niewypłacalności Grecji, a także nieprzestrzeganiem rozejmu na Ukrainie. Krajowe dane nt. sprzedaży detalicznej, produkcji

przemysłowej oraz zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. W czwartek doszło do umocnienia złotego, czemu sprzyjał gołębi wydźwięk *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC, a także wypowiedź prezesa M. Belki, wskazującą na niedowartościowanie złotego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w piątek doszło do przejściowego osłabienia polskiej waluty w reakcji na lepsze od oczekiwań dane nt. koniunktury w strefie euro (PMI).

Oczekujemy, że na początku tego tygodnia złoty może zyskiwać na wartości, czemu sprzyjać będzie poprawa nastrojów inwestorów w reakcji na osiągnięte w piątek porozumienie nt. przedłużenia pakietu pomocowego dla Grecji. Niemniej jednak istotnym czynnikiem ryzyka pozostanie konflikt na Ukrainie, którego ewentualne zaostrenie będzie oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. W centrum uwagi rynków będzie również półroczne sprawozdanie szefowej FED J. Yellen przed Kongresem, które może dostarczyć informacji nt. perspektyw polityki monetarnej w USA. W przypadku gołębiego przekazu można oczekiwać umocnienia polskiej waluty. W tym tygodniu napłyną również liczne dane z amerykańskiej gospodarki (drugi szacunek PKB, zamówienia na dobra trwałe, dane z rynku nieruchomości, wyniki badań koniunktury). Uważamy, iż w przypadku realizacji naszych prognoz, sumaryczny wpływ powyższych danych może być pozytywny dla złotego. W kierunku osłabienia polskiej

waluty może oddziaływać natomiast śródowny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa, który według naszych prognoz wskaże na pogorszenie koniunktury. Dzisiejsza publikacja indeksu Ifo nie spotka się naszym zdaniem ze znaczącą reakcją rynku.

Dane z USA i wystąpienie J. Yellen mogą obniżyć rentowności obligacji



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich wzrosły do poziomu 1,664 (wzrost o 8pb), obligacji 5-letnich do poziomu 2,028 (wzrost o 20pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 2,306 (wzrost o 11pb). Przez cały ubiegły tydzień ceny polskich obligacji spadały, co związane było z pogorszeniem nastrojów rynkowych ze względu na wzrost ryzyka

niewypłacalności Grecji oraz nieprzestrzeganie rozejmu na Ukrainie. Wzrost awersji do ryzyka znalazł odzwierciedlenie w poszerzeniu spreadu pomiędzy rentownościami polskich obligacji, a rentownościami amerykańskich i niemieckich papierów na całej długości krzywej dochodowości. W czwartek doszło do przejściowego wzrostu cen polskiego długu widocznego na krótkim końcu krzywej w reakcji na gołębi wydzwięk *Minutes* ze styczniowego posiedzenia FOMC. Krajowe dane nt. sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej oraz zatrudnienia i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw nie wywołały istotnej reakcji rynku.

Oczekujemy, że w najbliższych dniach w kierunku wzrostu cen polskiego długu na całej długości krzywej oddziaływać będzie poprawa nastrojów rynkowych będąca efektem przedłużenia programu pomocowego dla Grecji. Czynnikiem ryzyka w górę dla rentowności polskich obligacji pozostanie rozwój sytuacji na Ukrainie. W centrum uwagi polskiego rynku długu będzie także półroczne sprawozdanie szefowej FED J. Yellen przed Kongresem. Jej ewentualne gołębie wypowiedzi mogą spowodować spadek rentowności polskich obligacji. W tym tygodniu poznamy również liczne odczyty z USA (drugi szacunek PKB, zamówienia na dobra trwałe, dane z rynku nieruchomości, wyniki badań koniunktury), których sumaryczny wpływ w przypadku realizacji naszych prognoz będzie naszym zdaniem pozytywny dla cen polskiego długu. Pozostałe dane (indeks Ifo, indeks PMI dla chińskiego przetwórstwa) będą w naszej ocenie neutralne dla cen polskich obligacji.

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	-1,3	
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	7,9	1,7	
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	0,1	
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	3,6	
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	1,2	
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	12,1	
Saldo ROB (mln EUR)	-1100	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	143	-1005		
Eksport (r/r, % EUR)	8,4	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	3,1	6,6		
Import (r/r, % EUR)	5,8	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	3,9	10,7		

* 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	2,0	2,1
	Inwestycje (pp.)	1,4	1,5	1,8	2,3	0,6	1,4	1,6	2,4	1,8	1,6	0,8
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,9	-1,6	-1,4	-0,6	-0,9	-0,4	-1,3	-1,2	-0,8	0,5
Saldo obrotów bieżących***	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,9	-2,1	-2,0	-2,2	-1,3	-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	3,1	3,3	3,3	3,5	3,4	3,4	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	1,70	1,70	1,70	1,70	2,06	1,70	2,03	
Stopa referencyjna NBP (%)**	2,50	2,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	1,50	1,75	
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**	CA	RYNEK**
Poniedziałek 23.02.2015r.							
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Luty	106,7	107,0	107,7	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Styczeń	5,04	4,96	4,97	
Wtorek 24.02.2015r.							
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	IV kw.	0,7	0,7	0,7	
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Styczeń	11,5	11,8	11,9	
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Styczeń	-0,6	-0,6	-0,6	
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Grudzień	0,7		0,6	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Luty	6,0		6,0	
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Luty	102,9	98,6	99,6	
Środa 25.02.2015r.							
2:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Luty	49,7	49,5	49,5	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Styczeń	481	464	470	
Czwartek 26.02.2015r.							
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Styczeń	3,6		3,7	
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Luty	0,20		0,22	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	283			
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Styczeń	-0,3	-0,7	-0,6	
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Styczeń	0,1	0,1	0,1	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Styczeń	-3,3	0,5	1,9	
Piątek 27.02.2015r.							
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Luty	-0,5	-0,2	-0,4	
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	IV kw.	2,6	1,8	2,1	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Luty	59,4		58,0	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Luty	93,6	95,0	94,0	
Niedziela 01.03.2015r.							
	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Luty	49,8			

* 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