

W tym tygodniu

- **We wtorek uwaga rynków będzie zwrócona na publikację wstępnych marcowych wskaźników koniunktury (PMI) w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro nieznacznie obniżył się w marcu do 53,2 pkt. wobec 53,3 pkt. w lutym, na co złożyły się znacząca poprawa koniunktury w przetwórstwie i jednoczesny spadek składowej dotyczącej aktywności w usługach. Uważamy, że w marcu nastąpiła również poprawa nastrojów w Niemczech i pogorszenie koniunktury we Francji. Na polepszenie nastrojów w Niemczech najprawdopodobniej wskaże również środowa publikacja marcowego indeksu Ifo (wzrost do 107,5 pkt. z 106,8 pkt. w lutym). Nasza prognoza indeksu PMI dla przetwórstwa w strefie euro jest wyraźnie wyższa od oczekiwań rynkowych (52,1 pkt. wobec 51,5 pkt.). Tym samym oczekujemy, że publikacje wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach będą lekko negatywne dla złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy liczne dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury.** W piątek zostanie opublikowany finalny szacunek amerykańskiego PKB w IV kw. ub. r. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zostanie zrewidowane w górę do 2,4% wobec 2,2% według drugiego szacunku. Do zwiększenia tempa wzrostu PKB w stosunku do drugiego odczytu przyczynią się wyższe wkłady konsumpcji i inwestycji. W środę poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które w naszej ocenie zwiększyły się w lutym tylko o 0,2% m/m wobec 2,8% w styczniu (efekt wysokiej bazy). W tym tygodniu napłyną również dane z rynku nieruchomości USA. Oczekujemy, że sprzedaż domów na rynku wtórnym zwiększyła się w lutym do 4,91 mln wobec 4,82 mln w styczniu, a sprzedaż nowych domów spadła z 481 tys. w styczniu do 464 tys. w lutym. Zza oceanu napłyną również dane dotyczące nastrojów konsumentów. Oczekujemy, że pomimo rewizji w górę (o 1,8 pkt.) finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan (93,0 pkt. wobec 95,4 pkt. w lutym) potwierdzi nieznaczne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w marcu. Naszym zdaniem sumaryczny wpływ danych z USA będzie neutralny dla złotego i cen polskich obligacji.
- **We wtorek poznamy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa.** W naszej ocenie zmniejszył się on w marcu do 50,5 pkt. wobec 50,7 pkt. w lutym. W kierunku pogorszenia koniunktury oddziaływały naszym zdaniem trzy czynniki. Pierwszym z nich była obniżająca się inflacja, która w warunkach braku dodatkowego rozluźniania polityki monetarnej przez Ludowy Bank Chin prowadzi do wzrostu realnych stóp procentowych, co ogranicza inwestycje. Drugim czynnikiem było ostatnie umocnienie efektywnego kursu walutowego juana, które obniżyło konkurencyjność cenową chińskiego eksportu. Trzecim źródłem pogorszenia koniunktury był relatywnie niski popyt ze strony najważniejszych partnerów handlowych Chin. Uważamy, że odczyt ten nie spotka się ze znaczącą reakcją rynków.

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, na ubiegłotygodniowym posiedzeniu członkowie FED wprowadzili zmiany w formule *forward guidance*.** Sformułowanie: „bazując na bieżącej ocenie sytuacji, Rezerwa sądzi, iż może być cierpliwa z rozpoczęciem normalizowania nastawienia w polityce monetarnej” zostało zastąpione zdaniem: „Rezerwa Federalna sądzi, że podwyżka stóp procentowych na kwietniowym posiedzeniu FOMC pozostaje mało prawdopodobna (...). Rezerwa przewiduje, że odpowiednim terminem pierwszej podwyżki stóp procentowych, będzie moment, kiedy zaobserwuje ona dalszą poprawę na rynku pracy oraz będzie przekonana, że inflacja powróci do celu na poziomie 2% w średnim okresie. Powyższa zmiana w *forward guidance* nie wskazuje, że Rezerwa podjęła już decyzję o terminie pierwszej podwyżki stóp”. W nowej formule *forward guidance* na uwagę zasługuje bezprecedensowe poinformowanie przez

FED explicite, że najprawdopodobniej nie podniesie stóp procentowych na następnym posiedzeniu. FED opublikował również nowe projekcje członków FOMC. Lekko w dół zrewidowane zostały w nich ścieżki PKB, inflacji oraz bezrobocia. Na uwagę zasługuje również obniżenie przez FED szacunku poziomu naturalnej stopy bezrobocia z 5,2%-5,5% do 5,0%-5,2%. Oznacza to, że potencjał do poprawy na rynku pracy jest większy niż członkowie FED wcześniej oczekiwali, co stanowi argument za późniejszym rozpoczęciem zacieśniania polityki monetarnej. Rewizja prognoz FED znalazła odzwierciedlenie w obniżeniu mediany oczekiwanego poziomu stóp procentowych przez członków FED (środek prognozowanego przedziału dla stóp procentowych). Obecnie wynosi ona 0,625% na koniec 2015 r. wobec 1,125% w grudniowej projekcji. W komunikacie zwrócono również uwagę na osłabienie wzrostu eksportu, przez co Rezerwa Federalna pośrednio nawiązała do znacznej aprecjacji dolara w ostatnim czasie. Warto zauważyć także, iż Rezerwie Federalnej udało się zrezygnować z dotychczasowej formuły *forward guidance* bez nasilania oczekiwań inwestorów na podwyżki stóp. Komunikat po posiedzeniu został bowiem odebrany jak gołębi, co spowodowało wzrost kursu EURUSD (patrz poniżej) i spadek rentowności obligacji 10-letnich w USA. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym FED rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej we wrześniu 2015 r. Na rzecz naszego scenariusza, spójnego z obecnymi z oczekiwaniami rynkowymi, przemawiają trzy argumenty. Po pierwsze, uważamy, że w I kw. doszło do spowolnienia wzrostu gospodarczego i FED będzie chciał zobaczyć, czy gospodarka ponownie przyspieszy w II kw. Po drugie, mimo spadku stopy bezrobocia tempo wzrostu płac pozostaje niskie. Po trzecie, inflacja bazowa nadal znajduje się poniżej celu inflacyjnego FED.

- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy liczne dane z amerykańskiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w lutym o 0,1% m/m wobec spadku o 0,3% w styczniu. Obniżenie tempa wzrostu produkcji spowodowane było spadkiem dynamiki aktywności w górnictwie. Jednocześnie wykorzystanie mocy wytwórczych w przemyśle zmniejszyło się do 78,9% wobec 79,1% w styczniu. W ubiegłym tygodniu napłynęły również dane z amerykańskiego rynku nieruchomości. Liczba nowych pozwoleń na budowę zwiększyła się w lutym do 1 092 tys. wobec 1 060 tys. w styczniu, z kolei liczba rozpoczętych budów obniżyła się do 897 tys. wobec 1 081 tys. w styczniu. Spadek liczby rozpoczętych budów wynikał ze znacznego pogorszenia warunków pogodowych w lutym (ostra i śnieżna zima), dlatego też nie stanowi on w naszej ocenie zagrożenia dla trwałości ożywienia na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu napłynęły również wyniki badań koniunktury. Indeks NY Empire State zmniejszył się w marcu do 6,9 pkt. wobec 7,8 pkt. w lutym, z kolei indeks Philadelphia FED spadł do 5,0 pkt. w marcu wobec 5,2 pkt. w lutym, wskazując na nieznaczne pogorszenie koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Ubiegłotygodniowe dane z realnej sfery amerykańskiej gospodarki oraz wyniki badań koniunktury stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w dół prognozy, zgodnie z którą zannualizowane tempo wzrostu PKB w USA wyniesie 1,8% w I kw. br. wobec 2,4% w IV kw. 2014 r.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB).** Zgodnie z oczekiwaniami rynku SNB utrzymał docelowy przedział wahań dla stawki LIBOR CHF 3M, tj. [-1,25%; -0,25%] i pozostawił stopę depozytową na poziomie -0,75%. W komunikacie przedstawiona została ocena, zgodnie z którą frank szwajcarski jest znacząco przewartościowany i z czasem jego kurs powinien się on osłabiać. Znalazła się w nim również informacja, iż SNB w swojej polityce monetarnej uwzględnia kurs franka szwajcarskiego oraz jego wpływ na sytuację gospodarczą w kraju. Dlatego też, zgodnie z komunikatem, w przypadku zaistnienia takiej potrzeby SNB pozostanie aktywny na rynku walutowym. Jednocześnie zaprezentowana została najnowsza projekcja makroekonomiczna SNB. Istotnie w dół zrewidowana została ścieżka inflacji, zgodnie z którą roczny wskaźnik inflacji osiągnie nieujemną wartość w I kw. 2017 r. wobec IV kw. 2015 r. w grudniowej projekcji. W dół zrewidowana została również prognoza tempa wzrostu PKB, które według marcowej projekcji wyniesie nieznacznie poniżej 1,0% w 2015 r. wobec ok. 2,0% w projekcji grudniowej. Prezes SNB T. Jordan

podczas konferencji prasowej powiedział, iż nie ma obecnie alternatywny dla bieżącej polityki monetarnej SNB, a kurs EURCHF na poziomie 1,2 był nie do utrzymania. Komentując wyniki marcowej projekcji zwrócił uwagę, iż pomimo znacznego obniżenia ścieżki inflacji, nie wskazuje ona na ryzyko spirali deflacyjnej, gdyż w średnim okresie inflacja osiąga dodatnią wartość. Prognozujemy, że kurs EURCHF wzrośnie do 1,10 na koniec II kw. br. i ustabilizuje się na tym poziomie do końca br. Biorąc pod uwagę prognozowaną przez nas ścieżkę kursu EURPLN (patrz poniżej), oczekiwany przez nas kurs CHFPLN powinien kształtować się na poziomie 3,82 na koniec II kw., a następnie będzie się obniżał do 3,77 na koniec br.

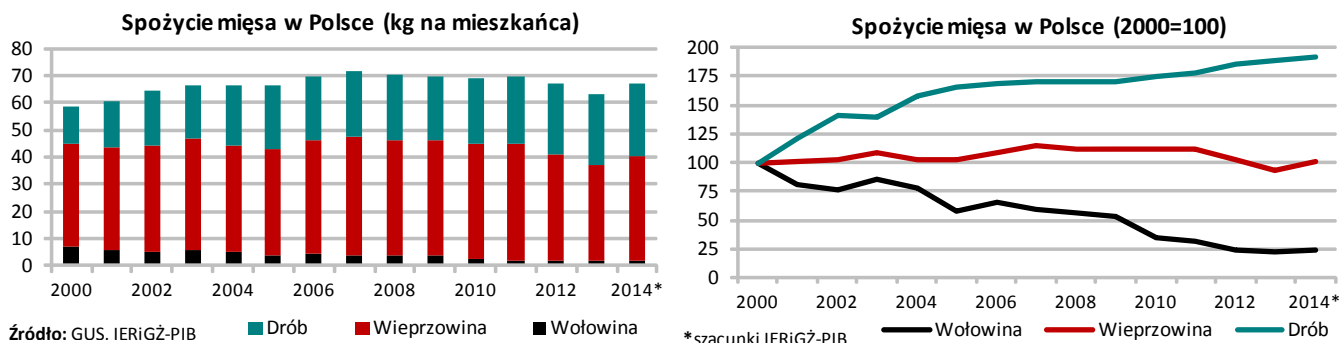
- ✔ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech wzrósł w marcu do 54,8 pkt. wobec 53,0 pkt. w lutym, kształtując się tym samym na najwyższym poziomie od lutego 2014 r.** Do poprawy nastrojów przyczyniło się postępujące ożywienie w niemieckiej gospodarce. W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast niepewność związana z konfliktem na Ukrainie oraz kryzysem zadłużenia w Grecji. Dane stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika niemieckiego PKB w I kw. wyniesie 0,3% kw/kw wobec 0,7% w IV kw.
- ✔ **W styczniu br. odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących w Polsce, która wyniosła 56 mln EUR wobec deficytu na poziomie 1005 mln EUR w grudniu ub. r.** Przyczyną zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących była silna poprawa salda obrotów towarowych (o 1654 mln EUR wyższe niż w grudniu). W przypadku pozostałych pozycji rachunku obrotów bieżących odnotowano zmniejszenie sald. Dynamika eksportu zmniejszyła się w styczniu do 5,7% r/r wobec 6,6% w grudniu ub. r., a dynamika importu spadła do -1,5% r/r wobec 10,7% w grudniu. Silne obniżenie dynamiki importu w znacznym stopniu wynikało z efektu wysokiej bazy sprzed roku oraz spadku wartości importowanej ropy naftowej ze względu na obniżenie jej cen na światowych rynkach. Spadek dynamiki importu nie sygnalizuje zatem naszym zdaniem wyraźnego spowolnienia popytu wewnętrznego. Oczekujemy, iż w najbliższych kwartałach prognozowane przez nas ożywienie gospodarcze w obszarze wspólnej waluty, w szczególności w Niemczech, będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia dynamiki polskiego eksportu. Styczniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w I kw. br. nastąpi nieznaczna poprawa salda obrotów bieżących w relacji do PKB (skumulowana wartość za 4 kwartały).
- ✔ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw spadła w lutym do 3,2% r/r wobec 3,6% w styczniu.** Naszym zdaniem głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki płac pomiędzy lutym a styczniem była niepełna wypłata dodatkowego wynagrodzenia rocznego w górnictwie (tzw. „czternastek”, por. MAKROpuls z 17.03.2015). W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach wzrosły w lutym o 5,0% r/r wobec 5,1% w styczniu, do czego przyczyniło się pogłębienie deflacji w lutym. Roczna dynamika zatrudnienia w lutym nie zmieniła się w porównaniu do stycznia i wyniosła 1,2%. W efekcie, średnia dynamika realnego funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) w przedsiębiorstwach w okresie styczeń-luty wzrosła do 6,3% r/r wobec 5,2% w IV kw. ub. r. Dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą realna dynamika konsumpcji wzrośnie z 3,1% r/r w IV kw. ub. r. do 3,6% w I kw. br.
- ✔ **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w lutym o 4,9% r/r wobec wzrostu o 1,7% w styczniu.** Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia dynamiki produkcji pomiędzy lutym a styczniem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Produkcja budowlano-montażowa spadła w lutym o 0,3% r/r wobec wzrostu o 1,3% r/r w styczniu. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja budowlano-montażowa wzrosła w ujęciu miesięcznym o 3,8% wobec spadku o 0,7% w styczniu, co wskazuje na wyraźny wzrost aktywności w branży budowlanej. Sygnalizuje to, że oczekiwane przez nas trwałe przyspieszenie wzrostu produkcji budowlano-montażowej, będące efektem ożywienia w budownictwie mieszkaniowym i inwestycjach infrastrukturalnych, może nastąpić wcześniej niż oczekiwaliśmy (por. MAKROpuls z 18.03.2015). Lutowe dane o produkcji przemysłowej i

produkcji budowlano-montażowej stanowią lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu PKB, zgodnie z którą w I kw. wyniesie on 2,9% r/r w wobec 3,1% w IV kw. 2014 r.

- **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce spadła w lutym o 1,3% r/r wobec wzrostu o 0,1% w styczniu.** Liczona w cenach stałych sprzedaż wzrosła w lutym o 2,4% r/r wobec 3,3% w styczniu. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku znaczącego zmniejszenia dynamiki sprzedaży pomiędzy styczniem a lutym był efekt wysokiej ubiegłorocznej bazy w kategorii "pojazdy samochodowe, motocykle i części", związany z silnym wzrostem popytu na samochody w wyniku przejściowych zmian zasad odliczenia podatku VAT przy zakupie samochodów osobowych z homologacją ciężarową (por. MAKROpuls z 18.03.2015). W najbliższych miesiącach w kierunku wzrostu dynamiki sprzedaży detalicznej oddziaływać będzie wygaśnięcie wspomnianego wyżej efektu wysokiej bazy oraz dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, wspierana przez wzrost inwestycji przedsiębiorstw.
- **Piątkowe negocjacje Grecji z przedstawicielami najważniejszych europejskich instytucji (Rady Europejskiej, EBC, Eurogrupy) oraz największych greckich wierzycieli (Niemiec i Francji) dotyczące kształtu reform strukturalnych, będących warunkiem dla udzielenia Grecji pomocy finansowej, zakończyły się niepowodzeniem.** Zgodnie z osiągniętym pod koniec lutego porozumieniem (por. MAKROmapa z 23.02.2015), warunkiem otrzymania przez Grecję pomocy finansowej jest zaproponowanie przez Grecję nowych reform strukturalnych oraz wprowadzenie ich w życie po uprzedniej akceptacji przez KE, EBC oraz MFW. Pomoc finansowa może zostać udzielona dopiero po spełnieniu tego warunku, co stawia Grecję w bardzo trudnej sytuacji płynnościowej z uwagi na zapadalność licznych zobowiązań w najbliższym czasie. 9 marca grecki rząd przedstawił plan proponowanych reform, jednak został on oceniony przez międzynarodowe instytucje finansowe jako niewystarczający. Podjęto wtedy decyzję o rozpoczęciu 12 marca rozmów technicznych pomiędzy Grecją a międzynarodowymi instytucjami finansowymi, które trwają do obecnej chwili. Grecki rząd wyraził również zgodę na obecność w Atenach przedstawicieli międzynarodowych instytucji finansowych, które mają gromadzić dane nt. greckich finansów publicznych. Jednocześnie premier Grecji, A. Tsipras 12 marca spotkał się z sekretarzem generalnym OECD w celu zaprezentowania proponowanego przez siebie programu reform. Naszym zdaniem posunięcie to miało dwa cele. Pierwszym z nich było pokazanie instytucjom finansowym determinacji Grecji do przeprowadzenia reform strukturalnych. Drugim celem było włączenie do rozmów dotychczas niezaangażowanej w negocjacje, neutralnie postrzeganej przez greckie społeczeństwo organizacji, co może ułatwić przeforsowanie nowego programu reform w parlamencie (włączenie dodatkowego partnera do rozmów może zostać w Grecji przedstawione jako sukces nowego rządu). Jest to szczególnie istotne w kontekście podziałów, jakie powstały w ramach rządzącej partii (Syriza) po serii ustępstw Tsiprasa względem międzynarodowych instytucji finansowych. Z uwagi na trudną sytuację płynnościową podczas piątkowych negocjacji grecki rząd próbował uzyskać zgodę na wypłatę części pomocy w zamian za wprowadzenie jedynie części z reform, co nie znalazło akceptacji przedstawicieli najważniejszych europejskich instytucji oraz największych greckich wierzycieli. Co więcej, państwa te na czele z Niemcami wymagają aby reformy były spójne z planem reform poprzedniego greckiego rządu, na co z kolei nie chce się zgodzić Tsipras. Brak porozumienia pomiędzy Grecją a pozostałymi krajami strefy euro będzie w najbliższym czasie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu awersji do ryzyka, a w konsekwencji osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. Uważamy, że ostatecznie Grecja osiągnie porozumienie, co związane będzie jednak z dalszymi ustępstwami greckiego rządu. Co więcej, po zakończeniu w czerwcu obecnego programu pomocowego Grecja najprawdopodobniej zwróci się o kolejny pakiet. Wszystko wskazuje jednak, że tym razem będzie to program nadzorowany w większym stopniu przez państwa strefy euro, niż EBC oraz MFW. Jego uzgodnienie oznaczać będzie dalsze ustępstwa greckiego rządu i rezygnację z jego obietnic wyborczych. Uważamy jednak, że Grecji uda się wynegocjować większe pole manewru w zakresie kształtowania deficytu sektora finansów publicznych.

Czy rosnący eksport polskiego drobiu podbije jego ceny ?

Zgodnie z danymi Zintegrowanego Systemu Rolniczej Informacji Rynkowej w lutym 2015 r. cena skupu kurcząt brojlerów w Polsce wyniosła 3,45 zł/kg w lutym wobec 3,42 zł/kg w styczniu. Mimo wzrostu cen w ujęciu m/m, w lutym odnotowano ich spadek w ujęciu rocznym 17 miesiąc z rzędu. Z kolei cena skupu indyków w lutym ukształtowała się na niezmiennym w stosunku do stycznia poziomie i wyniosła 5,91 zł/kg, zwiększając się jednocześnie o 6,1% r/r. Przedmiotem poniższej analizy jest omówienie tendencji na światowym i krajowym rynku drobiu oraz prognoza cen drobiu w Polsce.



Źródło: GUS, IERiGŻ-PIB

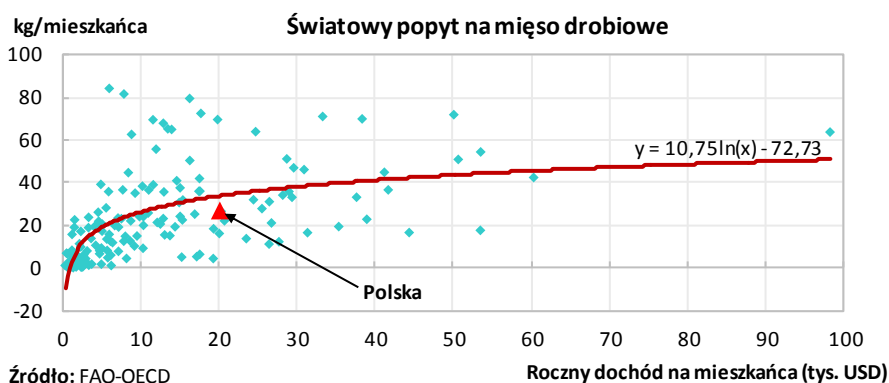
■ Drób ■ Wieprzowina ■ Wołowina

*szacunki IERiGŻ-PIB

— Wołowina — Wieprzowina — Drób

W ostatnich latach obserwowany jest wyraźny wzrost spożycia mięsa drobiowego w Polsce. Zgodnie z danymi GUS, w 2014 r. według szacunków IERiGŻ-PIB, statystyczny mieszkaniec Polski spożywał 27 kg drobiu rocznie, podczas gdy zgodnie z danymi GUS w 2000 r. było to 14,1 kg. Jednocześnie zwiększył się udział mięsa drobiowego w strukturze spożycia mięsa w Polsce. W 2014 r. wynosił on 40%, podczas gdy w 2000 r. było to 27%. Wzrost udziału mięsa drobiowego w spożyciu mięsa ogółem nastąpił kosztem nieznacznego obniżenia udziału mięsa wieprzowego w strukturze konsumpcji (57% wobec 61%) oraz zmarginalizowania wagi mięsa wołowego (2% wobec 11%). Głównymi przyczynami silnego wzrostu popularności mięsa drobiowego w Polsce jest jego relatywnie wysoka konkurencyjność cenowa w stosunku do innych gatunków mięs (zgodnie z danymi GUS w latach 2013-2014 średnia cena za kg żywca drobiowego była o ok. 24% niższa niż żywca wieprzowego i o ok. 46% niższa niż żywca wołowego), walory dietetyczne (zawiera duże ilości pełnowartościowego białka i niewiele nasyconych kwasów tłuszczowych), a także łatwość przygotowania. Mimo, że spożycie mięsa drobiowego na mieszkańca w Polsce przekroczyło już średnią wielkość spożycia mięsa drobiowego w całej Unii Europejskiej (według danych OECD w 2014 r. wyniosło ono 21,6 kg na mieszkańca) oczekujemy, że jego konsumpcja w Polsce będzie się nadal zwiększać. Z uwagi na dodatnią elastyczność dochodową popytu na drób, wzrost krajowego spożycia drobiu będzie skutkiem zwiększenia siły nabywczej gospodarstw domowych, znajdującego odzwierciedlenie w prognozowanym przez nas wzroście dynamiki spożycia prywatnego w Polsce z 3,1% w 2014 r. do 3,5% w 2015 r.

Z kolei czynnikiem ograniczającym wzrost spożycia mięsa drobiowego w Polsce będzie nadal relatywnie niska cena mięsa wieprzowego, stanowiącego jego główny substytut (por. MAKROMAPA z 23.02.2015). W rezultacie prognozujemy, że spożycie mięsa drobiowego w Polsce zwiększy się w 2015 r. o 1,3% w stosunku do 2014 r. i wyniesie 27,4 kg.



Źródło: FAO-OECD

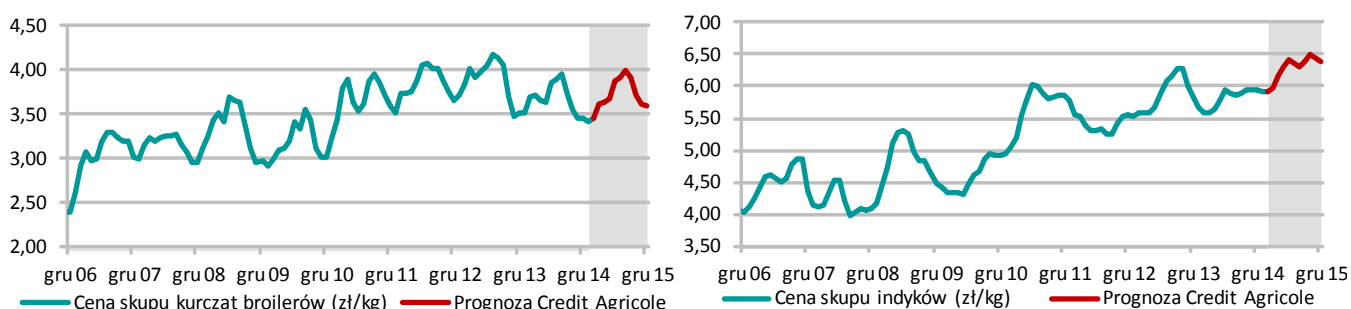
Wzrost spożycia mięsa drobiowego obserwowany jest nie tylko w Polsce ale także w wielu innych krajach na całym świecie. Przemawia za tym szereg czynników. Pierwszym z nich są wspomniane wyżej walory dietetyczne drobiu, będące źródłem jego rosnącej popularności w krajach wysokorozwiniętych, w których coraz większą wagę przywiązuje się do zdrowego stylu życia. Drugim czynnikiem jest relatywnie niska cena i czas produkcji mięsa drobiowego będące przyczyną szybkiego wzrostu konsumpcji tego gatunku mięsa w krajach rozwijających się, szczególnie w Afryce. Zgodnie z badaniami OECD-FAO mięso drobiowe ze względu na swoją relatywnie niską cenę i wysoką dostępność jest gatunkiem mięsa w pierwszej kolejności spożywanym przez osoby, których wcześniej nie stać było na konsumpcję mięsa. Sprawia to, że funkcja popytu na mięso drobiowe charakteryzuje się bardzo wysoką elastycznością dochodową na odcinku niskich dochodów (por. wykres). Trzecim czynnikiem będącym źródłem rosnącego popytu na mięso drobiowe na świecie jest brak religijnych zakazów dotyczących jego spożycia, co sprzyja jego wysokiej konsumpcji przede wszystkim w krajach muzułmańskich, gdzie religia zabrania spożywania wieprzowiny. W rezultacie, zgodnie z prognozami OECD światowe spożycie mięsa drobiowego zwiększy się w 2015 r. o 2,4% wobec 2,3% w 2014 r., a głównym źródłem wzrostu spożycia mięsa drobiowego na świecie będzie Azja (wkład do wzrostu równy 1,1 pp.) oraz Ameryka Łacińska (0,4 pp.).

Zgodnie z prognozami OECD światowa produkcja drobiu zwiększy się w 2015 r. o 2,4% wobec 2,3% w 2014 r. W największym stopniu za wzrost produkcji odpowiadać będzie Azja (wkład do wzrostu równy 1,1 pp.), Ameryka Północna oraz Ameryka Łacińska (po 0,5 pp.). Oznacza to, że światowa produkcja zwiększy się w tym samym tempie co światowy popyt, co przy uwzględnieniu ubiegłorocznej tylko nieznacznej skali nadpodaży na rynku drobiu będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku stabilizacji cen na światowym rynku. Mimo, że wzrost popytu i podaży na światowym rynku drobiu będzie się równoważył, w poszczególnych regionach będziemy mieć do czynienia z nierównowagami, które oddziaływać będą w kierunku ożywienia handlu międzynarodowego. Zgodnie z prognozami OECD największy deficyt mięsa drobiowego w 2015 r. wystąpi w Afryce i Azji, gdzie lokalna produkcja pokryje odpowiednio ok. 70% i 91% konsumpcji. Z kolei największe nadwyżki odnotowane zostaną w Ameryce Północnej i Ameryce Łacińskiej, gdzie lokalna produkcja pokryje odpowiednio 121% i 113% lokalnego spożycia. W przypadku Unii Europejskiej produkcja pokryje ok. 104% popytu wewnętrznego. Tym samym struktura geograficzna produkcji i konsumpcji wskazuje, iż w 2015 r. głównymi kierunkami eksportu będą kraje afrykańskie i azjatyckie.

W 2014 r. niższe ceny pasz skutkujące poprawą opłacalności chowu drobiu oddziaływały w kierunku wzrostu produkcji mięsa drobiowego w Polsce. Zgodnie z danymi Eurostatu, produkcja żywca drobiowego zwiększyła się w 2014 r. o 9,2% wobec wzrostu o 6,7% w 2013 r. Tym samym, zgodnie z danymi Komisji Europejskiej, Polska stała się największym producentem drobiu w Europie, wyprzedzając w 2014 r. Francję i Wielką Brytanię. Oczekujemy, że w 2015 r. produkcja mięsa drobiowego w Polsce będzie nadal rosła, co wynikać będzie z jej wysokiej opłacalności, będącej skutkiem utrzymującej się relatywnie korzystnej relacji cen żywiec/pasza (iloraz ceny skupu żywca za kg i ceny kg paszy wykorzystywanej w procesie chowu danego gatunku). W styczniu br. wynosiła ona 2,43 na rynku kurcząt i 4,06 na rynku indyków, wobec odpowiednio 2,45 i 3,78 w całym 2014 r. Szacujemy, iż do końca 2015 r. relacja ta utrzyma się na zbliżonym do obecnego poziomie.

W 2014 r. polski eksport mięsa drobiowego zwiększył się o 19,8% wobec wzrostu 12,2% w 2013 r. W strukturze geograficznej eksportu na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost eksportu zarówno do Unii Europejskiej (17,7% w 2014 r. wobec 10,7% w 2013 r.) jak i krajów spoza UE (29,5% w 2014 r. 20,3% w 2013 r.). Mimo wyraźnie wyższej dynamiki polskiego eksportu drobiu do krajów spoza UE nadal ponad 81% polskiego eksportu drobiu trafia na rynek unijny. Wprowadzone na początku sierpnia ub. r. rosyjskie embargo na unijną żywność, z uwagi na niewielki udział eksportu drobiu do Rosji w całkowitym polskim eksporcie drobiu (w 2013 r. wynosił on ok. 1,6%), miało ograniczony wpływ na jego wielkość. Oczekujemy, że w 2015 r. nastąpi dalszy wzrost polskiego eksportu drobiu oraz zwiększenie udziału krajów spoza UE w jego strukturze geograficznej. Sprzyjać temu będzie szereg czynników. Pierwszym z nich jest wspomniany

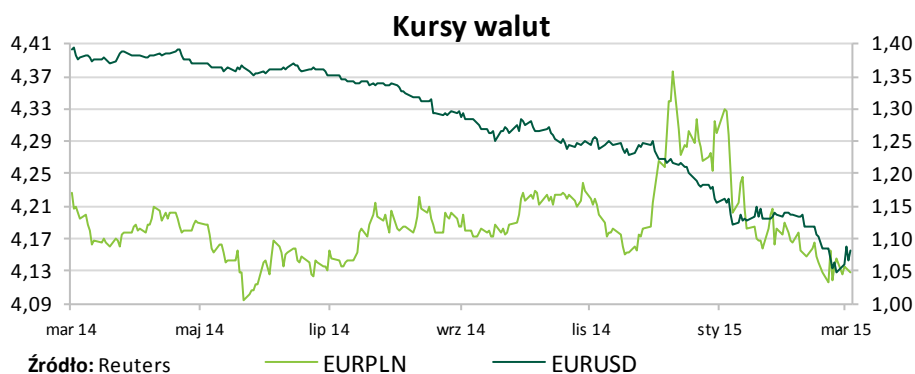
wyżej deficyt mięsa drobiowego w Azji i Afryce oraz jego nadwyżka w Unii Europejskiej. Drugim źródłem zwiększenia polskiego eksportu będzie orzeczenie Trybunału Konstytucyjnego wydane na początku grudnia ub. r., na mocy którego przywrócono legalność uboju rytualnego w Polsce, co umożliwi produkcję mięsa koszerne oraz halal. Czynnikiem sprzyjającym zwiększeniu polskiego eksportu drobiu będzie również jego bardzo wysoka konkurencyjność cenowa. Zgodnie z danymi Komisji Europejskiej, w pierwszych dwóch miesiącach 2015 r. średnie ceny sprzedaży mięsa kurcząt w Unii Europejskiej były o 49,8% wyższe od polskich cen wyrażonych w euro, wobec 40,2% w całym 2014 r. Co więcej, istotnym czynnikiem, który może dodatkowo pobudzić eksport polskiego drobiu może być ewentualne dalsze rozprzestrzenianie się ognisk ptasiej grypy podtypu H5N8, wykrytych w listopadzie 2014 r. w Wielkiej Brytanii, Holandii, Niemczech oraz Włoszech. Jest to czynnik mogący ograniczyć zarówno produkcję drobiu w tych krajach z uwagi na konieczność likwidacji zarażonych stad oraz stad z wyznaczonych stref zapowietrzonych, jaki i możliwości eksportu tego mięsa. W sytuacji jednoczesnego braku wystąpienia przypadków ptasiej grypy w Polsce, polscy producenci drobiu mają szansę przejąć dodatkową część rynku.



Źródło: Zintegrowany System Rolniczej Informacji Rynkowej, Credit Agricole

Po uwzględnieniu wymienionych wyżej czynników cenotwórczych, a także zjawiska sezonowości prognozujemy, że cena skupu kurcząt broilerów ukształtuje się na poziomie 3,61 zł/kg na koniec I kw. br., II kw. 3,87 zł/kg, III kw. 3,91 zł/kg, a na koniec IV kw. 3,60 zł/kg. Z kolei cena skupu indyków na koniec I kw. wyniesie 5,95 zł/kg, II kw. 6,42 zł/kg, III kw. 6,40 zł/kg i 6,37 zł/kg na koniec IV kw. Głównym źródłem prognozowanego przez nas umiarkowanego wzrostu cen, po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym, będzie przede wszystkim rosnący eksport polskiego drobiu, oddziałujący w kierunku stopniowego zrównywania się ceny drobiu w Polsce i na rynku unijnym. Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym zwiększeniu cen drobiu będzie utrzymujący się wysokie spożycie tego gatunku mięsa w Polsce.

Wstępne indeksy PMI mogą osłabić złotego



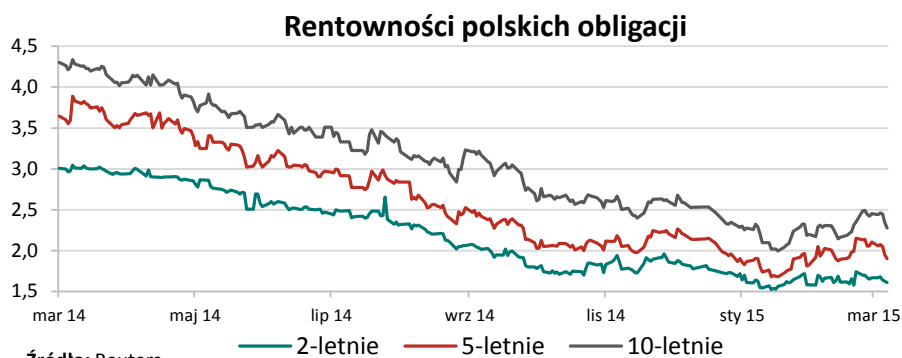
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,1297 (umocnienie złotego o 0,4%). W poniedziałek przez cały dzień złoty zyskiwał na wartości odrabiając straty z końca poprzedniego tygodnia (dwa tygodnie temu złoty osłabiał się po wypowiedziach niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej, które zwiększyły oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie

polityki monetarnej w Polsce - por. MAKROmapa z 23.03.2015). W poniedziałek do umocnienia złotego przyczyniły się również lepsze od konsensusu rynkowego dane nt. polskiego bilansu płatniczego w styczniu, w którym odnotowano nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. We wtorek i środę złoty osłabiał się w oczekiwaniu na środowe, wieczorne posiedzenie FOMC. Krajowe dane nt. zatrudnienia i

wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, nie spotkały się ze znaczącą reakcją rynku. Komunikat FED po posiedzeniu oraz projekcje członków FED okazały się bardziej gołębie od oczekiwań rynku, w wyniku czego bezpośrednio po ich publikacji kurs EURPLN spadł o ok. 2 gr. W czwartek rano umocnienie złotego było kontynuowane, wspierane przez wzmożony popyt na polski dług po środowym posiedzeniu FOMC, jednak w dalszej części dnia miała miejsce korekta. W piątek złoty tracił na wartości w ślad za rosnącym kursem EURUSD.

W tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem dla kształtowania się kursu złotego będzie wtorkowa publikacja indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. W przypadku realizacji naszych prognoz, dane mogą oddziaływać w kierunku osłabienia złotego. Środowa publikacja indeksu Ifo, z uwagi na wcześniejsze informacje nt. niemieckiej gospodarki jakich dostarczą indeksy PMI, będzie miała naszym zdaniem niewielkie znaczenie dla rynku. W tym tygodniu poznamy również liczne dane z USA (finalny szacunek PKB w IV kw., zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny odczyt indeksu Michigan). Uważamy, że sumaryczny wpływ tych danych, podobnie jak wtorkowy wstępny odczyt indeksu PMI dla chińskiego przetwórstwa, będzie neutralny dla kursu polskiej waluty.

Publikacja wstępnych indeksów PMI w centrum uwagi rynków



W ubiegłym tygodniu rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zmniejszyły się do poziomu 1,611 (spadek o 6pb), obligacji 5-letnich zmniejszyły się do poziomu 1,903 (spadek o 20pb), a obligacji 10-letnich zmniejszyły się do poziomu 2,278 (spadek o 18pb). Od poniedziałku do środy rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej

były relatywnie stabilne w oczekiwaniu na środowe posiedzenie FOMC. Krajowe dane nt. zatrudnienia i wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej nie miały istotnego wpływu na ceny polskiego długu. Komunikat FED po posiedzeniu oraz projekcje członków FED okazały się być bardziej gołębie od oczekiwań, co w czwartek i piątek oddziaływało w kierunku spadku rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie wtorkowa publikacja wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek. W naszej ocenie może ona oddziaływać w kierunku spadku cen polskich obligacji. W środę poznamy indeks Ifo, który ze względu na wtorkową publikację indeksów PMI będzie miał w naszej ocenie ograniczony wpływ na rentowności polskich obligacji. Sumaryczny wpływ danych z USA (finalny szacunek PKB w IV kw., zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym oraz finalny odczyt indeksu Michigan) oraz wstępny odczyt indeksu rynek długu. PMI dla chińskiego przetwórstwa będą miały naszym zdaniem ograniczony wpływ na rentowności polskich obligacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	mar 15
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	1,50
Kurs EURPLN*	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,23	4,18	4,29	4,18	4,15	4,13
Kurs USDPLN*	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,37	3,36	3,54	3,70	3,71	3,75
Kurs CHFPLN*	3,43	3,42	3,44	3,39	3,42	3,43	3,49	3,46	3,50	3,48	3,56	4,03	3,88	3,86
Inflacja CPI (r/r, %)	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,7	4,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,2	-1,6	-2,7	-2,8	-2,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	
Saldo ROB (mln EUR)	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	143	-1005	56		
Eksport (r/r, % EUR)	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	3,1	6,6	5,7		
Import (r/r, % EUR)	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	3,9	10,7	-1,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2015				2016				2014	2015	2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,9	3,2	3,5	3,8	3,2	3,4	3,1	3,1	3,3	3,4	3,2	
Konsumpcja (% r/r)	3,6	3,7	3,7	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,1	3,5	3,3	
Inwestycje (% r/r)	7,4	7,3	7,6	7,7	5,8	5,2	5,2	5,6	9,5	7,5	5,5	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	7,2	6,6	7,2	7,3	5,5	5,6	6,2	6,6	5,6	7,1	6,0	
Import (ceny stałe, % r/r)	10,4	8,3	9,3	9,0	8,2	8,6	8,3	8,2	8,7	9,2	8,3	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,3	2,3	2,3	1,6	2,1	2,1	2,1	1,5	1,9	2,1	1,9
	Inwestycje (pp.)	1,0	1,3	1,4	2,1	0,8	0,9	1,0	1,6	1,8	1,5	1,1
	Eksport netto (pp.)	-1,4	-0,7	-0,9	-0,7	-1,2	-1,4	-0,9	-0,6	-1,3	-0,9	-1,0
Saldo obrotów bieżących***	-1,1	-1,1	-1,1	-1,5	-1,9	-2,2	-2,4	-2,4	-1,3	-1,5	-2,4	
Stopa bezrobocia (%)**	11,9	10,6	10,2	10,7	11,4	10,3	9,8	10,3	11,5	10,7	10,3	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	3,4	3,2	3,5	3,2	3,8	3,7	3,7	3,2	3,6	3,3	3,6	
Inflacja CPI (%)*	-1,5	-0,5	-0,2	0,6	1,6	1,4	1,3	1,3	0,0	-0,3	1,4	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,65	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70	1,87	2,03	2,06	1,70	2,03	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	1,50	1,75	
EURPLN**	4,13	4,20	4,17	4,15	4,09	4,03	4,00	4,00	4,29	4,15	4,00	
USDPLN**	3,75	4,04	4,13	4,15	3,97	3,84	3,74	3,74	3,54	4,15	3,74	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 23.03.2015r.						
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Luty	4,82	4,91	4,90
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Marzec	-6,7		-6,0
Wtorek 24.03.2015r.						
2:45	Chiny	Wstępny HSBC PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	50,7	50,5	50,5
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	51,1	51,8	51,5
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Luty	12,0	12,0	12,0
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Marzec	53,7	53,5	53,9
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Marzec	51,0	52,1	51,5
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Marzec	53,3	53,2	53,6
13:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Luty	-0,7	0,2	0,2
13:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Luty	0,2	0,1	0,1
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Marzec	0,0		2,0
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Luty	481	464	470
Środa 25.03.2015r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Marzec	106,8	107,5	107,3
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	2,8	0,2	0,3
Czwartek 26.03.2015r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Luty	4,1		4,3
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	291		
Piątek 27.03.2015r.						
13:30	USA	Finalny PKB (% r/r)	IV kw.	2,2	2,4	2,4
15:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Marzec	91,2	93,0	92,0

* 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