

**KWARTALNIK AGROBIZNESU | Zima 2020**

**Ożywienie gospodarcze w 2021 r. korzystne dla kursu złotego**

- Oczekujemy, że dynamika PKB w Polsce będzie kształtowała się poniżej zera do I kw. 2021 r. włącznie. Następnie z uwagi na oddziaływanie efektów niskiej bazy i wygasającą pandemię COVID-19 tempo wzrostu gospodarczego będzie wyraźnie dodatnie. W konsekwencji prognozujemy, że w 2021 r. PKB zwiększy się o 3,6% r/r wobec spadku o 3,1% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie o 4,9%. Tym samym PKB w Polsce osiągnie swoją wartość sprzed wybuchu pandemii w II poł. 2021 r.
- W całym horyzoncie prognozy zakładamy, że inflacja będzie kształtowała się w łagodnym trendzie spadkowym. Oczekujemy, że w 2021 r. zmniejszy się ona do 2,6% r/r wobec 3,4% w 2020 r., a w 2022 r. obniży się do 2,2%. Uważamy, że w najbliższych kwartałach w kierunku zmniejszenia inflacji oddziaływać będą niższe dynamiki cen żywności oraz spadek inflacji bazowej.
- Pandemia COVID-19 doprowadziła do pogorszenia sytuacji na rynku pracy, niemniej podjęte przez rząd działania przyczyniły się do zahibernowania zatrudnienia. W 2021 r. w kierunku poprawy sytuacji na rynku pracy oddziaływać będzie ożywienie gospodarcze. Prognozujemy, że stopa bezrobocia na koniec 2021 r. wyniesie 5,6% wobec 6,7% w 2020 r., a w 2022 r. obniży się do 5,2%. Mimo poprawy sytuacji na rynku pracy dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej obniży się w 2021 r. do 3,1% r/r wobec 5,1% w 2020 r., co będzie efektem spowolnienia wzrostu płac w sferze budżetowej, a w 2022 r. zwiększy się ona do 5,8%.
- Uważamy, że w warunkach braku „twardego lockdownu” RPP nie zdecyduje się na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Niemniej wciąż dostrzegamy niewielkie ryzyko materializacji scenariusza, w którym RPP skorzysta z niekonwencjonalnych narzędzi ukierunkowanych na wsparcie aktywności inwestycyjnej firm, choć istotnie się ono obniżyło uwzględniając napływające w ostatnim czasie relatywnie dobre dane nt. inwestycji przedsiębiorstw. Jednocześnie podtrzymujemy prognozę pierwszej podwyżki stopy referencyjnej NBP (z 0,10% do 0,25%) w listopadzie 2022 r. (por. MAKROMAPA z 07.12.2020).
- Prognozowane przez nas ożywienie gospodarcze w Polsce i na świecie, poprawa sytuacji epidemicznej, jak również oczekiwane zaostrenie polityki pieniężnej przez RPP pod koniec 2022 r. będą stanowić wsparcie dla kursu złotego w horyzoncie naszej prognozy. Oczekujemy dalszego spadku kursu EURPLN do 4,35 na koniec 2021 r. i 4,27 na koniec 2022 r. Głównym czynnikiem ryzyka w górę dla tej prognozy jest dalszy przebieg pandemii.

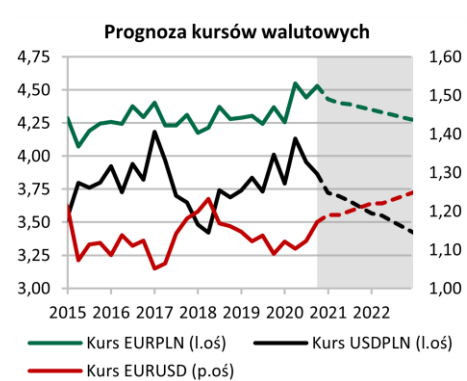
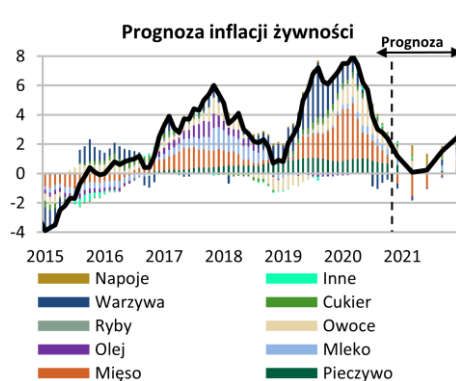
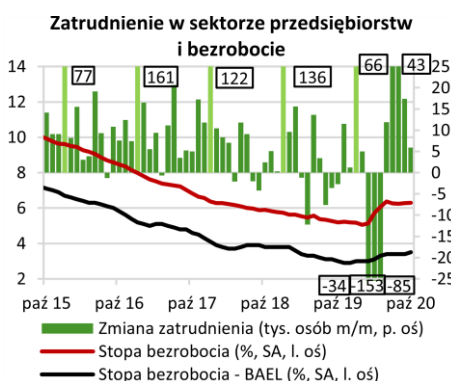
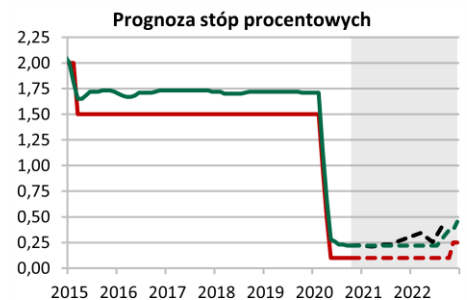
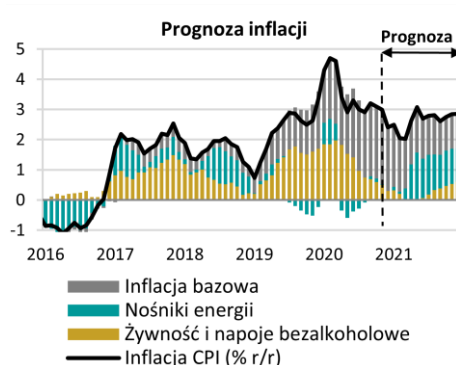
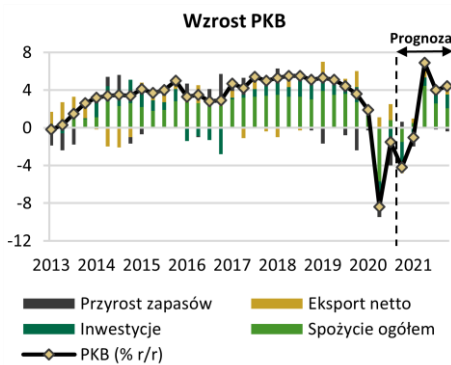
**PKB na poziomie sprzed pandemii w II poł. 2021 r.**

**Inflacja obniży się w kolejnych kwartałach**

**Ożywienie gospodarcze przyniesie poprawę sytuacji na rynku pracy**

**Prawdopodobieństwo dalszego łagodzenia polityki pieniężnej istotnie się obniżyło**

**Ożywienie gospodarcze będzie sprzyjać umocnieniu złotego**



**Źródło:** Credit Agricole, GUS, Reuters

Jakub Borowski  
Główny Ekonomista  
tel.: 22 573 18 40  
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof Jaworski  
Starszy Ekonomista  
tel.: 22 573 18 41  
krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub Olipra  
Ekonomista  
tel.: 22 573 18 42  
jakub.olipra@credit-agricole.pl

ZBOŻA



Przestrzeń do dalszego silnego wzrostu cen zbóż jest już ograniczona

- Zgodnie z prognozą IGC (International Grains Council) z 26.11.2020 światowa produkcja zbóż w sezonie 20/21 zwiększy się do 2218,7 mln t wobec 2186,1 mln t w sezonie 19/20 (+1,5%). Wzrost zbiorów zostanie odnotowany w przypadku wszystkich głównych gatunków zbóż: kukurydzy (+2,0%), pszenicy (+0,2%) oraz jęczmienia (+0,1%). Wyższe zbiory kukurydzy będą przede wszystkim efektem ich silnego wzrostu w USA po bardzo słabym sezonie 19/20, a także zwiększenia produkcji kukurydzy w Brazylii, która w ostatnich latach pozostaje w wyraźnym trendzie wzrostowym. W kierunku spadku światowych zbiorów kukurydzy będzie oddziaływać jej niższa produkcja w UE, Argentynie i na Ukrainie. Wzrost produkcji pszenicy wynikać będzie z jej wyższych zbiorów w Australii i Rosji, podczas gdy przeciwny wpływ, podobnie jak w przypadku kukurydzy, będą miały jej niższe zbiory w UE, Argentynie oraz na Ukrainie. Wyższa produkcja jęczmienia będzie natomiast efektem wzrostu jego zbiorów w Australii i Turcji, które z nawiązką skompensują jego niższą produkcję w UE.
- Zgodnie z prognozą IGC światowa konsumpcja zbóż w sezonie 20/21 zwiększy się do 2220,9 mln t wobec 2192,5 mln t (+1,3%). Wzrost spożycia oczekiwany jest w przypadku wszystkich głównych gatunków zbóż: pszenicy (+0,8%) i kukurydzy (+1,4%) oraz jęczmienia (+0,2%). W ujęciu geograficznym głównym źródłem wzrostu światowego spożycia zbóż będą Chiny, czemu sprzyja zwiększone zapotrzebowanie na pasze ze względu na stopniową odbudowę pogłowia trzody chlewnej w tym kraju.
- Ze względu na niższą produkcję zbóż od ich spożycia, w sezonie 20/21 dojdzie do spadku światowych zapasów zbóż, które wyniosą 616,3 mln t wobec 618,5 mln t w sezonie 19/20. Wcześniejsze prognozy wskazywały, że zapasy odnotują pierwszy wzrost od sezonu 16/17. W konsekwencji współczynnik zapasy/spożycie obniży się do 27,8% wobec 28,2%. Tym samym, mimo spadku, pozostanie on na wysokim na tle historycznym poziomie ograniczając przestrzeń do silnego wzrostu cen. Dla porównania, w sezonie 12/13, czyli w ostatnim okresie bardzo wysokich cen zbóż, współczynnik ten wynosił 22,8%. Nadal pogłębia się jednak duże zróżnicowanie sytuacji popytowo-podażowej w przypadku poszczególnych gatunków zbóż. Podczas gdy na rynku pszenicy współczynnik zapasy/spożycie kształtuje się na rekordowym poziomie, a przypadku jęczmienia jest relatywnie wysoki, to w odniesieniu do kukurydzy jest on najniższy od sezonu 11/12.
- Obawy o wielkość światowej produkcji zbóż w połączeniu z silnym popytem sprzyjały w ostatnich miesiącach wyraźnemu wzrostowi światowych cen zbóż. Był on widoczny także w Polsce, mimo bardzo dobrych krajowych zbiorów zbóż (ok. 33,3 mln t, +15% r/r). Uwzględniając prognozy dotyczące sytuacji popytowo-podażowej na światowym rynku zbóż uważamy, że przestrzeń do dalszego wzrostu cen jest już ograniczona, stąd ceny pszenicy i kukurydzy w Polsce wyniosą odpowiednio ok. 83 zł/dt i 68 zł/dt na koniec 2020 r. oraz ok. 75 zł/dt i 65 zł/dt na koniec 2021 r. Czynnikiem ryzyka dla prognozy pozostaje dalszy przebieg pandemii.

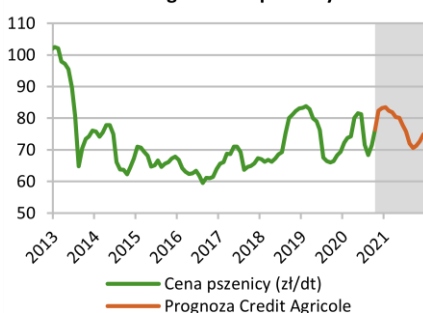
Kolejne szacunki wskazują na rekordową produkcję zbóż w sezonie 20/21

Odbudowa pogłowia świń w Chinach sprzyja zwiększonemu spożyciu zbóż

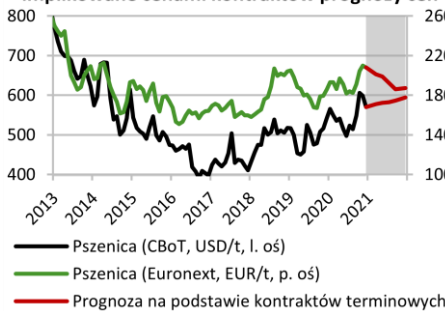
Światowe zapasy zbóż mimo kolejnego spadku pozostają wysokie

Perspektywy dalszego wzrostu cen zbóż są już ograniczone

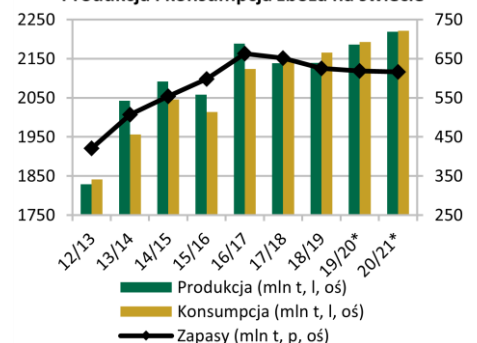
Prognoza cen pszenicy



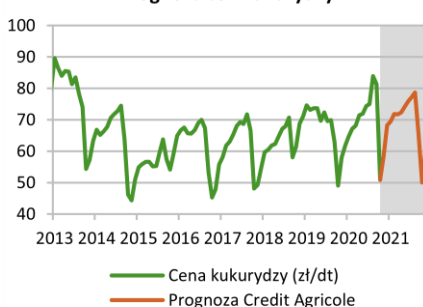
Kontrakty kontynuacyjne na pszenicę oraz implikowane cenami kontraktów prognozy cen



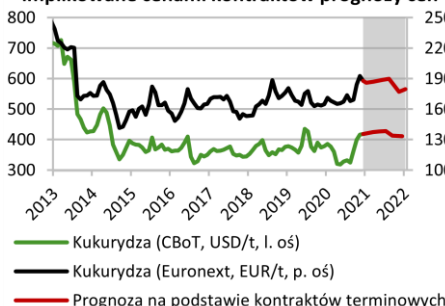
Produkcja i konsumpcja zboża na świecie



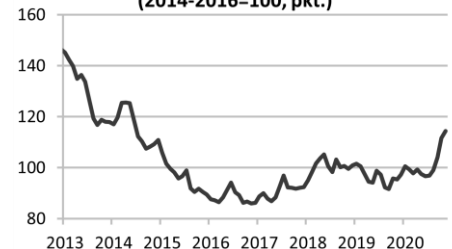
Prognoza cen kukurydzy



Kontrakty kontynuacyjne na kukurydzę oraz implikowane cenami kontraktów prognozy cen



Indeks cen żywności FAO - zboża (2014-2016=100, pkt.)



Źródło: GUS, Ministerstwo Rolnictwa, Reuters, USDA, Credit Agricole, IGC \*prognozy IGC

## ROŚLINY OLEISTE



### To nie koniec wzrostu cen rzepaku

- Zgodnie z prognozą USDA (U.S. Department of Agriculture) z 10 listopada br. światowa produkcja nasion i owoców najważniejszych roślin oleistych w sezonie 20/21 zwiększy się do 597,3 mln t wobec 576,4 mln t w sezonie 19/20 (+3,6%), głównie ze względu na wyższe zbiory soi (+7,7%). Silny wzrost produkcji soi wynikać będzie przede wszystkim z jej wyższych zbiorów w USA (+17,4%) po bardzo słabym sezonie 19/20. Wyraźny wzrost produkcji zostanie odnotowany również wśród pozostałych kluczowych producentów: Brazylii (+5,6% r/r) oraz Argentynie (+4,1%). W konsekwencji Brazylii umocni swoją pozycję największego producenta i eksportera soi.
- Zgodnie z prognozą USDA globalne zużycie nasion i owoców roślin oleistych w sezonie 20/21 zwiększy się do 608,8 mln t wobec 598,4 mln t w sezonie 19/20 (+1,7%). Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu światowego spożycia roślin oleistych jest zwiększony popyt ze strony Chin, gdzie trwa odbudowa sektora trzody chlewnej, po tym jak ASF doprowadził do drastycznego spadku tamtejszego pogłowia świń. W efekcie, po uwzględnieniu zapasów początkowych, zapasy końcowe nasion roślin oleistych w sezonie 20/21 zmniejszą się o 10,5% r/r i wyniosą 98,6 mln t, a wskaźnik zapasy końcowe/zużycie obniży się do 16,3% wobec 18,5% w poprzednim sezonie. Obniżenie zapasów roślin oleistych będzie sprzyjać wzrostowi ich cen w kolejnych kwartałach.
- Zgodnie z szacunkami USDA produkcja rzepaku w sezonie 20/21 nie zmieni się w porównaniu do sezonu 19/20 i wyniesie 69,2 mln t, pozostając tym samym na najniższym poziomie od 6 lat. Niższa produkcja rzepaku na Ukrainie zostanie skompensowana jego wyższymi zbiorami w Australii, podczas gdy produkcja wśród pozostałych istotnych producentów rzepaku nie zmieni się znacząco. Z kolei zgodnie z szacunkami GUS krajowe zbiory rzepaku wyniosły 2,7 mln t (+13% r/r), co jest ich najwyższym poziomem od 3 lat. Światowe zużycie rzepaku w sezonie 20/21 obniży się do 70,6 mln t wobec 72,0 mln t w sezonie 19/20 (-1,9% r/r). W efekcie zapasy końcowe na rynku rzepaku w sezonie 20/21 obniżą się do 5,2 mln t wobec 6,6 mln t w sezonie 19/20 (-21,6%), a wskaźnik zapasy końcowe/zużycie spadnie do 7,4% wobec 9,2%, co będzie jego najniższą wartością od sezonu 16/17.
- Uważamy, że wyraźny spadek światowych zapasów roślin oleistych będzie w kolejnych miesiącach sprzyjał dalszemu wzrostowi cen. Będzie on hamowany przez prognozowany przez nas powolny wzrost cen ropy naftowej ograniczający popyt na biopaliwa. Uwzględniając tendencje na globalnym rynku roślin oleistych oraz czynniki krajowe prognozujemy, że cena rzepaku w Polsce na koniec 2020 r. wyniesie 1720 zł/t oraz 1740 zł/t na koniec 2021 r. Czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza są warunki agrometeorologiczne wśród światowych producentów roślin oleistych, kształtowanie się cen ropy naftowej oraz dalszy przebieg pandemii.

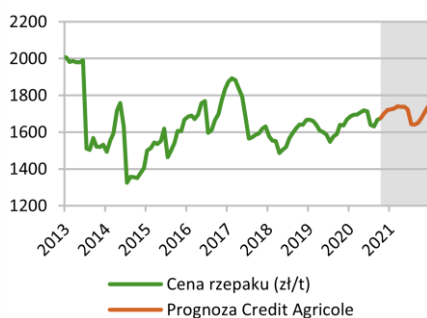
**Wzrost produkcji roślin oleistych ze względu na wyższe zbiory soi**

**Odbudowa pogłowia świń w Chinach sprzyja popytowi na rośliny oleiste**

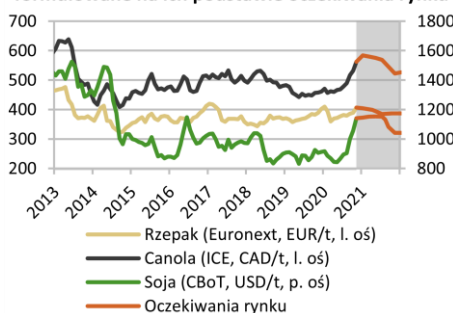
**Kolejny spadek światowych zapasów rzepaku**

**To nie koniec wzrostu cen rzepaku**

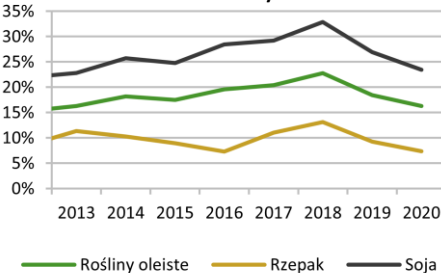
Prognoza cen rzepaku



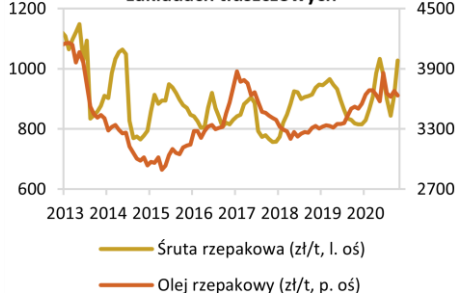
Wykresy kontynuacyjne kontraktów terminowych i formułowane na ich podstawie oczekiwania rynku



Wskaźnik zapasy/spożycie na światowym rynku roślin oleistych



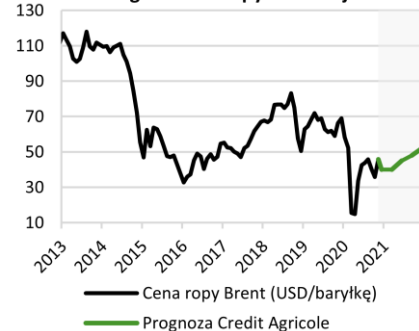
Średnie ceny sprzedaży produktów z rzepaku w zakładach tłuszczowych



Indeks cen żywności FAO - olej roślinny (2014-2016=100, pkt.)



Prognoza cen ropy naftowej



Źródło: GUS, Ministerstwo Rolnictwa, Eurostat, Komisja Europejska, Reuters, USDA, MFW, Credit Agricole



## WIEPRZOWINA I WOŁOWINA



### Załamanie cen na rynku trzody chlewnej

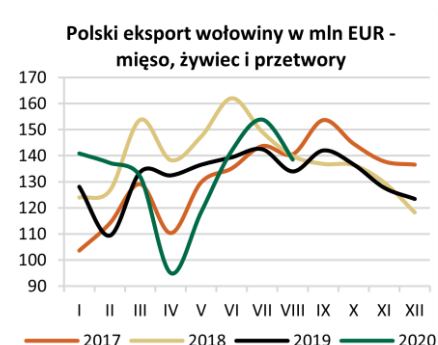
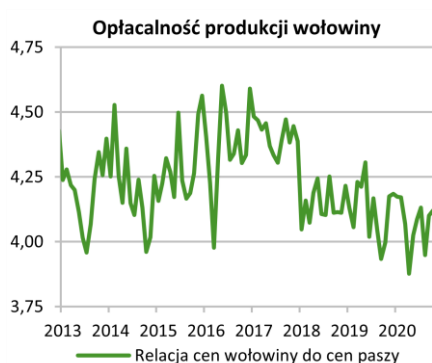
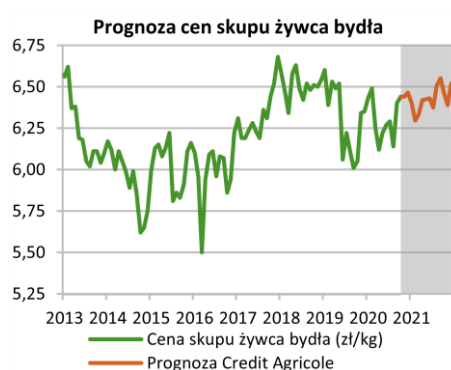
- W ostatnich miesiącach utrzymuje się silny spadek cen skupu trzody chlewnej. Wynika on z nadpodaży mięsa wieprzowego na unijnym rynku, która jest efektem zwiększonej produkcji mięsa ze względu na jej wysoką opłacalność w okresie II kw. 2019 r. – I kw. 2020 r., a także obniżonego spożycia wieprzowiny w UE w warunkach pandemii. Powstałej nadpodaży nie jest w stanie zniwelować rekordowy unijny eksport wieprzowiny do Chin. Trudną sytuację w sektorze trzody chlewnej pogarsza również pojawienie się wirusa ASF w Niemczech, które zamknęło przed tym krajem kluczowe pozauijne rynki zbytu (m.in. Chiny, Japonię oraz Koreę Południową). W konsekwencji niemieccy producenci swoje nadwyżki produkcyjne są zmuszeni w większym stopniu lokować na rynku unijnym. Jednocześnie wraz z drugą falą pandemii powróciły problemy z niedrożnymi łańcuchami dostaw, w szczególności na poziomie ubojni, co dodatkowo pogłębia spadek cen żywca. Uważamy, że kolejne miesiące przyniosą dalszy spadek cen, a poprawy sytuacji można oczekiwać dopiero w II kw. 2021 r., wraz z zakładanym przez nas stopniowym wygasaniem pandemii.
- W okresie I-VIII 2020 r. wartość polskiego eksportu wieprzowiny (żywca, mięsa oraz przetworów) zwiększyła się o 1,4% r/r wobec spadku o 1,5% w analogicznym okresie 2019 r. Na nieznaczne zwiększenie wartości polskiego eksportu wieprzowiny złożyły się wyraźnie niższy wolumen sprzedaży przy jednoczesnym znaczącym wzroście cen uzyskiwanych przez eksporterów. Cena skupu żywca wyniosła w październiku 4,51 zł/kg (-23,4% r/r), a cena pasz dla świń 1,47 zł/kg (1,3% r/r). W rezultacie relacja cen żywiec/pasza ukształtowała się w październiku na poziomie 3,08 wobec 4,07 przed rokiem, wskazując na silne pogorszenie opłacalności produkcji. Po uwzględnieniu czynników globalnych oraz krajowych prognozujemy, że cena skupu żywca wieprzowego w Polsce na koniec 2020 r. wyniesie ok. 4,20 zł/kg oraz 4,80 zł/kg na koniec 2021 r.
- W ostatnich miesiącach obserwowana jest stopniowa normalizacja sytuacji na krajowym rynku wołowiny, czemu sprzyja ożywienie eksportu. Warto jednak pamiętać, że 2019 r. był trudny dla sektora wieprzowiny ze względu na spadek eksportu oraz niższe ceny, stąd tegoroczne wyniki są w znacznym stopniu podbijane przez efekty niskiej bazy sprzed roku. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego łagodnego wzrostu cen wołowiny, który może przyspieszyć w II kw. 2021 r. wraz z zakładanym przez nas wygasaniem pandemii i stopniowym ożywieniem aktywności w sektorze HoReCa (hotele, restauracje, kawiarnie).
- W okresie I-VIII 2020 r. wartość polskiego eksportu wołowiny (żywca, mięsa oraz przetworów) zwiększyła się o 0,2% r/r wobec spadku o 7,4% w analogicznym okresie 2019 r. Cena skupu bydła wzrosła w październiku do 6,44 zł/kg (+6,4% r/r), podczas gdy cena pasz dla bydła wyniosła 1,56 zł/kg (+3,3% r/r). W rezultacie relacja cen żywiec/pasza ukształtowała się na poziomie 4,12 wobec 4,00 przed rokiem, sygnalizując poprawę opłacalności produkcji w ujęciu rocznym. Uwzględniając sytuację na unijnym i krajowym rynku wołowiny oczekujemy, że cena skupu bydła w Polsce na koniec 2020 r. wyniesie ok. 6,45 zł/kg oraz 6,50 zł/kg na koniec 2021 r.

**Zwiększony popyt ze strony Chin nie uratował unijnego sektora wieprzowiny**

**Silne pogorszenie opłacalności produkcji trzody chlewnej**

**W oczekiwaniu na ożywienie aktywności w sektorze HoReCa**

**Łagodny wzrost cen wołowiny**



Źródło: GUS, Ministerstwo Rolnictwa, Eurostat, Credit Agricole

## DRÓB I JAJA



### Ceny drobiu nadal wyraźnie poniżej poziomów sprzed pandemii

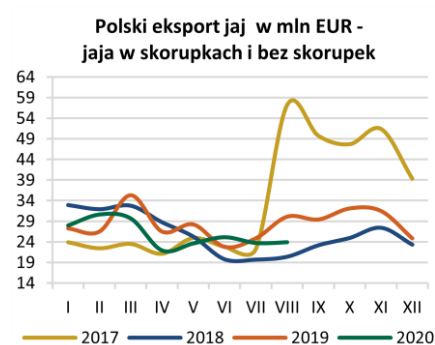
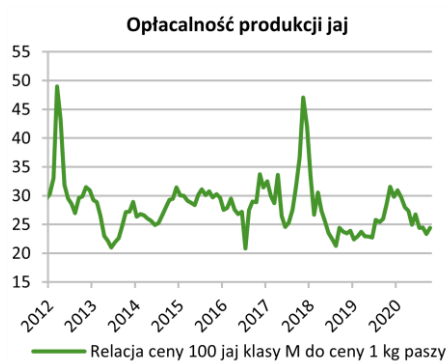
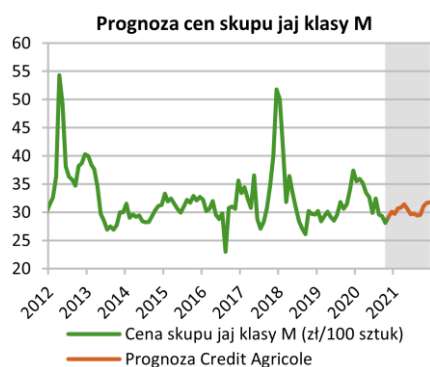
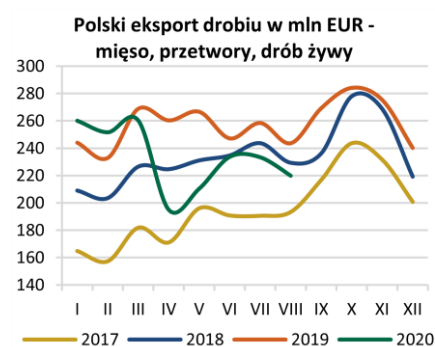
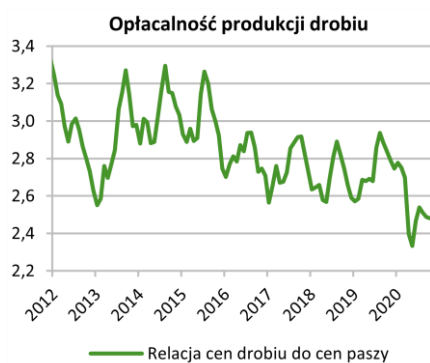
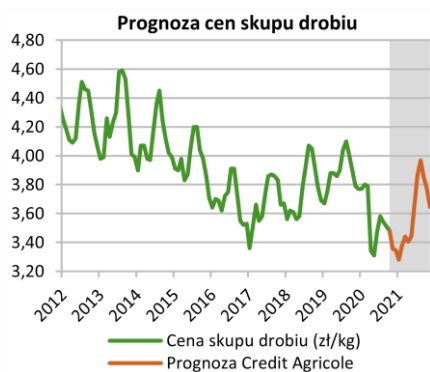
- Sytuacja na polskim rynku drobiu stopniowo się poprawia, choć ceny skupu utrzymują się na poziomach znacząco niższych niż przed wybuchem pandemii. Branża nadal zmagą się z wyraźnym spadkiem popytu, co w znacznym stopniu wynika z ograniczonego zapotrzebowania zgłaszanego przez kanał HoReCa (hotele, restauracje, kawiarnie). Co więcej, w listopadzie br. ze względu na nowe ognisko ptasiej grypy Polska ponownie utraciła status kraju wolnego od wysoce zjadliwej grypy ptaków (HPAI), po tym jak odzyskała go w sierpniu br., co w istotny sposób ogranicza branży drobiarskiej możliwości eksportu drobiu na rynki pozaunijne. Uważamy, że kluczowe dla poprawy sytuacji w polskim sektorze drobiarskim jest ożywienie aktywności w sektorze HoReCa, który jest ważnym odbiorcą polskiego mięsa drobiowego. W naszych scenariuszach zakładamy, że nastąpi to nie wcześniej niż w II kw. 2021 r., kiedy to oczekujemy stopniowego wygasania pandemii. Wyższy popyt najprawdopodobniej zbiegnie się w czasie z niższą podażą mięsa będącą efektem silnego spadku opłacalności jego produkcji, co będzie dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen drobiu.
- W okresie I-VIII 2020 r. wartość polskiego eksportu drobiu (mięsa, przetworów oraz drobiu żywego) zmniejszyła się o 7,8% r/r wobec wzrostu o 12,2% w analogicznym okresie 2019 r., na co złożyły się zarówno mniejszy wolumen sprzedaży jak i niższe ceny uzyskiwane przez polskich eksporterów. Cena skupu drobiu wyniosła w październiku 3,48 zł/kg (-10,8% r/r). W tym samym czasie cena pasz dla drobiu ukształtowała się na poziomie 1,40 zł/kg (+1,9% r/r). W rezultacie relacja cen żywiec/pasza wyniosła w październiku 2,48 wobec 2,83 przed rokiem, wskazując na silne pogorszenie opłacalności produkcji w ujęciu rocznym. Uwzględniając sytuację na światowym i krajowym rynku drobiu prognozujemy, że cena skupu drobiu na koniec 2020 r. wyniesie ok. 3,35 zł/kg oraz 3,60 zł/kg na koniec 2021 r.
- Ceny jaj nadal kształtują się poniżej poziomów sprzed pandemii. Wzrost cen ograniczany jest przez utrzymujący się słaby popyt zagraniczny, m.in. ze względu na niższą aktywność w kanale HoReCa. Mimo obniżającej się podaży jaj będącej efektem relatywnie niskiej opłacalności ich produkcji przyspieszenie wzrostu cen nastąpi w naszej ocenie nie szybciej niż w II kw., kiedy to oczekujemy stopniowego wygasania pandemii.
- W okresie I-VIII 2020 r. wartość polskiego eksportu jaj obniżyła się o 6,7% r/r wobec wzrostu o 4,7% w analogicznym okresie 2019 r. Cena skupu jaj klasy M na koniec października wyniosła 29,14 zł/100 sztuk (-14,3% r/r). W tym samym czasie cena pasz dla niosek wyniosła 1,19 zł/kg (+0,1% r/r). W konsekwencji w październiku relacja cen 100 jaj/pasza ukształtowała się na poziomie 24,42 wobec 28,53 przed rokiem, wskazując na wyraźne pogorszenie opłacalności produkcji jaj. Uwzględniając perspektywy sytuacji na unijnym oraz krajowym rynku jaj prognozujemy, że cena skupu jaj klasy M na koniec 2020 r. wyniesie ok. 30 zł/100 sztuk oraz ok. 32 zł/100 sztuk na koniec 2021 r. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz cen drobiu oraz jaj jest dalszy przebieg pandemii, a w szczególności moment jej wygasania.

**Branża drobiarska w oczekiwaniu na ożywienie w kanale HoReCa**

**Silny spadek polskiego eksportu drobiu**

**Niższa podaż jaj będzie sprzyjała wzrostowi cen**

**Kolejne miesiące przyniosą łagodny wzrost cen jaj**



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa, GUS, Eurostat, Credit Agricole

## MLEKO I PRODUKTY MLECZNE



### Rynek mleka jak dotąd odporny na drugą falę pandemii

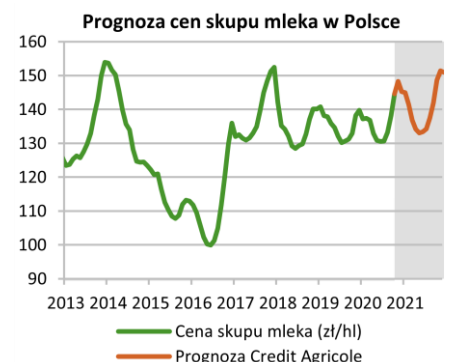
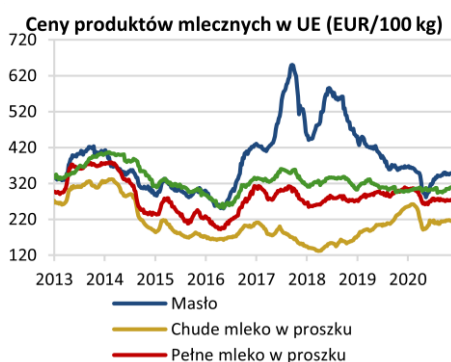
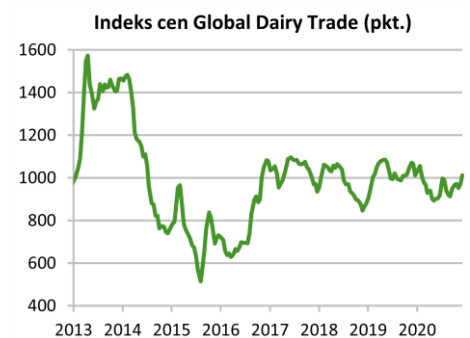
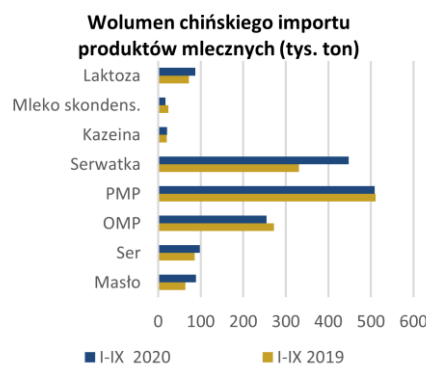
- W ostatnich kwartałach obserwowana jest stabilizacja sytuacji na światowym rynku mleka, a on sam pozostaje odporny na drugą falę pandemii. Ceny produktów mlecznych charakteryzują się niską na tle historycznym zmiennością i na ogół kształtują się poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii. Wyraźnie niższe niż w lutym br. są ceny odtuszczonego mleka w proszku (17,2%) oraz pełnego mleka w proszku (o 11,3%). W większym stopniu straty odrobili ceny serwatki (-8,0%) oraz masła (-4,2%). Na poziomie zbliżonym jak przed pandemią kształtują się jedynie ceny serów. Warto jednak pamiętać ich spadek w początkowej fazie pandemii był największy na tle pozostałych produktów. W konsekwencji różnica pomiędzy cenami tłuszczu mlecznego i białka odzwierciedlana poprzez różnicę pomiędzy cenami masła i odtuszczonego mleka w proszku w ostatnich miesiącach zwiększyła się, choć nadal kształtuje się na poziomach zbliżonych do średniej wieloletniej.
- W ostatnich kwartałach mamy do czynienia z umiarkowanym wzrostem dostaw mleka wśród głównych światowych eksporterów produktów mlecznych (UE, Nowa Zelandia, USA, Australia i Argentyna). W III kw. dostawy mleka zwiększyły się w nich o 1,6% r/r wobec wzrostu o 0,8% w II kw., co wynikało przede wszystkim z wyższej produkcji mleka w UE i USA. Obecnie uwaga rynku jest coraz bardziej skoncentrowana na półkuli południowej, gdzie w decydującą fazę wchodzi nowy sezon mleczarski. Uwzględniając dane o produkcji mleka w Nowej Zelandii, Australii i Argentynie za ostatnie miesiące, a także długoterminowe prognozy pogody, zakładamy, że bieżący sezon przyniesie tylko nieznaczny wzrost produkcji mleka na półkuli południowej.
- W warunkach wzrostu podaży mleka wśród największych światowych eksporterów produktów mlecznych czynnikiem stabilizującym dla rynku pozostaje silny popyt ze strony Azji Południowo-Wschodniej, w szczególności Chin, którym udało się szybko zwalczyć epidemię i zminimalizować jej ekonomiczne skutki. Dodatkowo, czynnikiem pozytywnym dla chińskiego popytu na produkty mleczne jest zwiększone zużycie serwatki wraz z postępującą odbudową tamtejszego sektora trzody chlewnej.
- Głównym czynnikiem determinującym sytuację na światowym rynku mleka w 2021 r. będzie dalszy przebieg pandemii. Zakładamy, że pandemia zacznie stopniowo wygasać wraz z uruchomieniem masowych szczepień. Będzie to oddziaływało w kierunku ożywienia wzrostu gospodarczego, co będzie pozytywne dla sytuacji finansowej gospodarstw domowych, a w konsekwencji dla popytu na produkty mleczne. Czynnikiem dynamizującym popyt na produkty mleczne będzie również zwiększenie aktywności w kanale HoReCa. W warunkach ograniczonej podaży mleka będzie oddziaływało to w kierunku wzrostu cen produktów mlecznych. Uwzględniając sytuację popytowo-podażową na światowym rynku mleka, prognozujemy, że na koniec 2020 r. cena skupu mleka w Polsce wyniesie ok. 145 zł/hl, a na koniec 2021 r. ok. 150 zł/hl. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest tempo wygasania pandemii oraz kształtowanie się warunków agrometeorologicznych wśród głównych światowych eksporterów produktów mlecznych.

**Ceny produktów mlecznych nadal poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii**

**Umiarkowany wzrost podaży mleka wśród głównych eksporterów produktów mlecznych**

**Silny popyt ze strony Chin stabilizuje rynek mleka**

**2021 r. przyniesie wzrost cen produktów mlecznych**



Źródło: Credit Agricole, GlobalDairyTrade, GUS, Ministerstwo Rolnictwa, Komisja Europejska

## OWOCE I WARZYWA



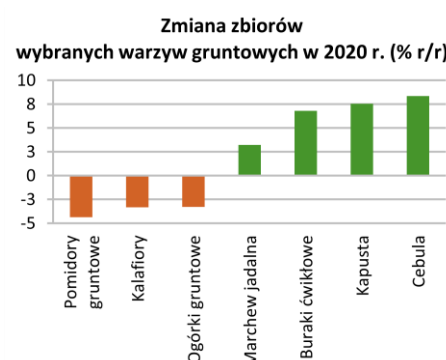
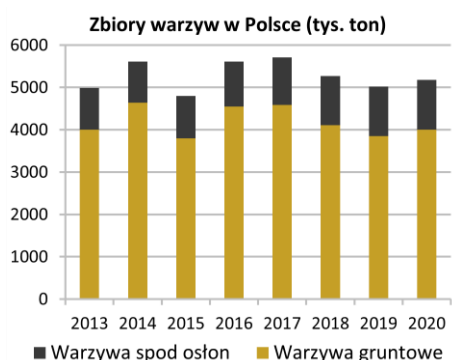
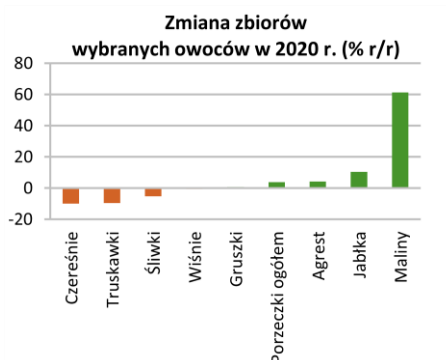
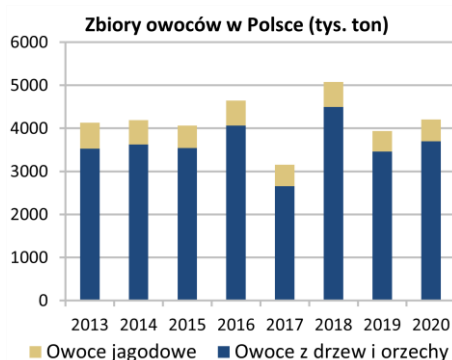
### Wyższe krajowe zbiory owoców i warzyw

- Zgodnie z przedwysokowym szacunkiem GUS z 30.09.2020, tegoroczne zbiory owoców wyniosły prawie 4,2 mln t i są o ok. 6% wyższe niż w 2019 r., co jest poziomem zbliżonym do średniej za ostatnie 5 lat. Zbiory owoców z drzew są obecnie oceniane na ponad 3,7 mln t (+8% r/r), podczas gdy zbiory owoców jagodowych na ponad 0,5 mln t (+10% r/r). Tegoroczne warunki agrometeorologiczne charakteryzowały się wysoką zmiennością. Po łagodnej wiosną obserwowany był deficyt opadów oraz przymrozki, co miało negatywny wpływ na wegetację. W maju wystąpiły zwiększone opady prowadząc w niektórych regionach do nadmiaru wody w uprawach sadowniczych. Wyraźna poprawa warunków agrometeorologicznych została odnotowana dopiero w lipcu i utrzymała się do października. Duża zmienność warunków agrometeorologicznych znalazła odzwierciedlenie w znaczącej rozpiętości wyników produkcyjnych pomiędzy poszczególnymi gatunkami owoców. W przypadku owoców z drzew, zbiory jabłek oceniane są na poziomie ok. 3,4 mln t (+10% r/r), wiśni na ok. 151 tys. t (-1% r/r), śliwek na ok. 90 tys. t (-5% r/r), gruszek na ok. 67,5 tys. t (bez zmian) oraz czereśni na ok. 40 tys. ton (-5% r/r). W przypadku owoców jagodowych zbiory porzeczek ogółem szacowane są na ok. 131 tys. t (+5% r/r), truskawek na ok. 160 tys. t (-9% r/r), malin na ok. 122 tys. t (+60% r/r) oraz agrestu na ok. 10 tys. t (+9% r/r). Kolejny szacunek GUS dotyczący tegorocznych zbiorów owoców poznamy 17 grudnia.
- Zgodnie z przedwysokowym szacunkiem GUS z 30.09.2020, tegoroczne zbiory warzyw gruntowych wyniosły prawie 4,0 mln t i są o ok. 4% wyższe niż w 2019 r., a tym samym ukształtują się nieco poniżej średniej za ostatnie 5 lat. Wyższej produkcji warzyw sprzyjały lepsze niż przed rokiem warunki agrometeorologiczne. Jednocześnie jest to pierwszy wzrost krajowej produkcji warzyw od 2017 r., która przez dwa ostatnie sezony kształtowała się w trendzie spadkowym ze względu na susze. Zbiory kapusty oceniane są na 0,9 mln t (+8% r/r), kalafiorów na ok. 200 tys. t (-3% r/r), cebuli na ok. 580 tys. t (+8% r/r), marchwi na ok. 700 tys. t (+3% r/r), buraków ćwikłowych na ok. 300 tys. t (+7% r/r), ogórków na ok. 215 tys. t (-3% r/r), a pomidorów na ok. 230 tys. t. (-4% r/r). Zgodnie z prognozą Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej tegoroczne zbiory warzyw spod osłon ukształtowały się na poziomie ok. 1,2 mln t, czyli poziomie zbliżonym jak w 2019 r. Produkcja pomidorów spod osłon wyniosła ok. 680 tys. t (bez zmian), a ogórków spod osłon ok. 296 tys. t (bez zmian). Kolejny szacunek GUS dotyczący tegorocznych zbiorów warzyw poznamy 17 grudnia.
- Uważamy, że najbliższe kwartały przyniosą dalszy spadek dynamiki cen owoców. Przy założeniu, że przyszłoroczne warunki agrometeorologiczne będą zbliżone do średniej wieloletniej prognozujemy, że ze względu na efekty wysokiej bazy z 2020 r., w II poł. 2021 r. wystąpi deflacja cen owoców. W naszej ocenie dynamika cen warzyw osiągnęła już swoje minimum lokalne i w kolejnych kwartałach będzie kształtować się w łagodnym trendzie wzrostowym, a w II poł. 2021 r. ich ceny zaczną rosnąć w ujęciu rocznym. Czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz zarówno dynamiki cen owoców i warzyw są warunki agrometeorologiczne w Polsce oraz w innych krajach, będących głównymi producentami owoców i warzyw.

**Zbiory owoców na ogół wyższe, choć sytuacja zróżnicowana**

**Po dwóch sezonach suszy produkcja warzyw znów na plusie**

**To nie koniec spadku dynamiki cen owoców**



Źródło: GUS, Credit Agricole, IERiGŻ



## Podatek cukrowy przyniesie kilkudziesięcioprocentowe wzrosty cen

Zgodnie z ustawą z dnia 14 lutego 2020 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z promocją prozdrowotnych wyborów konsumentów, z dniem 1 stycznia 2021 r. w Polsce wejdzie w życie tzw. podatek cukrowy. Będą nim objęte napoje słodzone. Zgodnie z zapowiedziami rządu podatek ma charakter prozdrowotny i jego celem jest obniżenie spożycia cukru w Polsce na mieszkańca. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena wpływu tego podatku na inflację CPI oraz sektor rolno-spożywczy, w szczególności producentów napojów.

Podatek będzie składał się z dwóch opłat, które będą przeliczane na 1 litr napoju:

1. Opłaty stałej w wysokości 0,50 zł w sytuacji, gdy zawartość cukrów w 100 ml napoju jest mniejsza lub równa 5 g lub napój zawiera dowolną ilość substancji słodzącej innej niż cukier.
2. Opłaty zmiennej w wysokości 0,05 zł za każdy gram cukrów powyżej wspomnianego wyżej poziomu 5 g cukrów na 100 ml napoju.

W obliczeniach opłaty zawartość cukrów w 100 ml napoju będzie zaokrąglana w górę do pełnego grama. Czyli gdy zawartość cukrów w 100 ml napoju wynosi 6,1 g, w obliczeniach podatku przyjmowane będzie 7 g. Ponadto napoje zawierające substancje aktywne takie jak kofeina czy tauryna będą objęte dodatkową opłatą w wysokości 0,10 zł w przeliczeniu na 1 litr napoju. Z opłaty stałej zwolnione będą napoje, w których udział soku owocowego, warzywnego lub owocowo-warzywnego wynosi przynajmniej 20% oraz napoje izotoniczne. Niemniej gdy zawartość cukru na 100 ml przekroczy w nich poziom 5 g obciążone zostaną one opłatą zmienną. Zgodnie z treścią ustawy podatek może wynieść maksymalnie 1,20 zł w przeliczeniu na 1 litr napoju. Przekładając opisany wyżej mechanizm na konkretne przykłady w przypadku 2-litrowego napoju zawierającego 10,6 g cukru na 100 ml oraz kofeinę podatek będzie wyliczany w następujący sposób:

$$\text{Podatek} = 2 * (0,50 \text{ zł} + 6 * 0,05 \text{ zł} + 0,10 \text{ zł}) = 1,80 \text{ zł}$$

Z kolei w przypadku puszkę napoju energetycznego o objętości 500 ml zawierającego taurynę i kofeinę, w którym cukier został zastąpiony inną substancją słodzącą, podatek wyniesie:

$$\text{Podatek} = 0,5 * (0,50 \text{ zł} + 0 * 0,05 \text{ zł} + 0,10 \text{ zł}) = 0,30 \text{ zł}$$

Natomiast w przypadku nektaru o objętości 1 l o zawartości soku 25%, w którym zawartość cukru na 100 ml wynosi 10 g, podatek wyniesie:

$$\text{Podatek} = 1 * (0 \text{ zł} + 5 * 0,05 \text{ zł} + 0 \text{ zł}) = 0,25 \text{ zł}$$

Wejście podatku w życie nie oznacza jednak, że z dniem 1 stycznia ceny opisanych wyżej napojów wzrosną odpowiednio o 1,80 zł, 0,30 zł i 0,25 zł. To w jaki sposób podatek zostanie przerzucony na konsumentów, a w jakim stopniu pokryją go producenci, zależy od elastyczności cenowej popytu na napoje słodzone oraz elastyczności podaży. Elastyczność cenowa popytu opisuje zmianę zapotrzebowania zgłaszanego przez konsumentów w reakcji na zmianę ceny produktu. Im elastyczność cenowa popytu jest wyższa, tym silniej konsumenci ograniczają spożycie danego produktu w reakcji na wzrost jego ceny, co sprawia, że trudniej na nich przerzucić podatek. Z kolei elastyczność podaży opisuje zmianę ilości oferowanej przez producentów w reakcji na zmianę ceny produktu. Im jest ona wyższa tym producenci silniej ograniczają ilość oferowanych produktów w reakcji na spadek uzyskiwanych cen, przerzucając w ten sposób większą część podatku na konsumentów.

Badania naukowe wskazują, że elastyczność cenowa popytu na napoje słodzone na świecie waha się w przedziale od 0,8 do 1,4. Oznacza to, że w reakcji na wzrost cen napojów słodzonych o 10% ich spożycie spada o od 8% do 14%. Jednocześnie elastyczność cenowa popytu na napoje słodzone jest na ogół wyższa w krajach o niższym poziomie zamożności. Zależność ta znajduje potwierdzenie również na poziomie mikroekonomicznym, o czym świadczą badania, zgodnie z którymi elastyczność cenowa popytu na napoje słodzone jest najwyższa w przypadku mniej zamożnych gospodarstw domowych, podczas gdy bardziej zamożne gospodarstwa domowe o wiele słabiej reagują na wzrost cen w tej kategorii. Uwzględniając wiek konsumentów najwyższa elastyczność cenowa popytu na napoje słodzone obserwowana jest w przypadku osób starszych oraz najmłodszych, podczas gdy u osób w średnim wieku jest ona relatywnie niska.

Zgodnie z danymi firmy PONT Info przeciętna marża na sprzedaży w dziale PKD 10.7, obejmującym m.in. produkcję napojów słodzonych w ostatnich 5 latach kształtowała się na poziomie 9,1%. Jednocześnie 10 największych firm z tej branży generuje ponad 80% przychodów, co świadczy o relatywnie wysokim na tle innych branż polskiego sektora spożywczo koncentracji. Na uwagę zasługuje również relatywnie niski na tle polskiego sektora rolno-spożywczo udział przychodów ze sprzedaży eksportowej w całkowitych przychodach, który w ostatnich 5 latach wynosił średnio 7%. Dane za I poł. br. wskazują, że pandemia dość silnie uderzyła w wyniki finansowe branży, co można łączyć m.in. z niższą aktywnością w sektorze HoReCa (hotele restauracja i kawiarnie) ze względu na wprowadzone restrykcje administracyjne. Marża na sprzedaży obniżyła się do 5,3%, a wynik finansowy netto zmniejszył się w I poł. br. do 57,4 mln zł wobec 418,7 mln zł w I poł. 2019 r., co było efektem silnego spadku przychodów (o 15,9% r/r), którego nie udało się skompensować obniżeniem kosztów (-7,1% r/r).

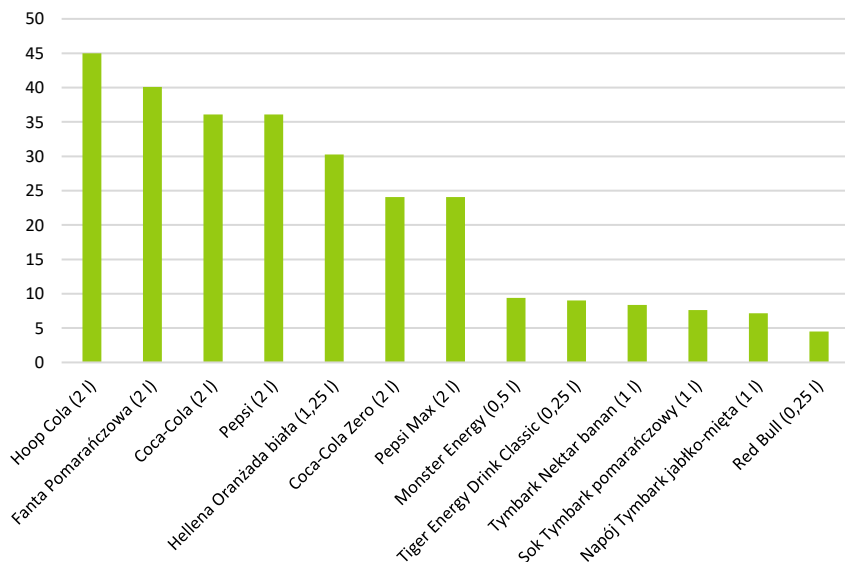
Uwzględniając konstrukcję podatku cukrowego w warunkach jego hipotetycznego całkowitego przerzucenia na konsumentów względny wzrost cen byłby bardzo zróżnicowany. Najsilniej w ujęciu procentowym (o ok. 35%) wzrosłyby ceny słodzonych napojów gazowanych o relatywnie wysokiej zawartości cukru i niskiej cenie za 1 litr, które często zawierają również substancje aktywne takie jak kofeina. Wyraźnie mniejszy względny wzrost zostałyby odnotowane w przypadku soków, nektarów i innych napojów, w przypadku których dzięki zawartości soku wynoszącej przynajmniej 20% nakładany będzie tylko zmienny element podatku. Szacujemy, że w tej kategorii ceny wzrosłyby przeciętnie o ok. 10%. Nieznacznie mniejszy względny wzrost cen miałyby miejsce w przypadku napojów



energetycznych, które charakteryzują się relatywnie wysoką ceną za 1 litr, tworząc wysoką podstawę do obliczania względnego wzrostu cen. Warto przy tym zauważyć, że w ramach poszczególnych kategorii wystąpiłyby istotne różnice w segmentach cenowych. Napoje z niższej półki cenowej z uwagi na swoją relatywnie niską cenę zdrożałyby stosunkowo silniej niż napoje z segmentu premium. W reakcji na taką skalę wzrostu cen w przypadku słodzonych napojów gazowanych doszłoby do załamania popytu na

słodzone napoje gazowane, który uwzględniając przedstawione wyżej elastyczności cenowe popytu na napoje słodzone obniżyłby się o od 28% do 49%. Słabszy spadek popytu zostałby odnotowany w przypadku soków, nektarów i innych napojów (od 8% do 14%) oraz napojów energetycznych (od 6% do 11%). Warto jednak podkreślić, elastyczność pozwala na precyzyjne określenie zmiany popytu jedynie w przypadku bardzo małych zmian cen, stąd przedstawione wyżej szacunki są silnie obciążone i należy podchodzić do nich z dużą ostrożnością. Innymi słowy, im większa zmiana cen tym błąd naszych szacunków jest potencjalnie wyższy. W warunkach zróżnicowanego relatywnego wzrostu cen można również oczekiwać wystąpienia efektu substytucyjnego i zmiany struktury produktowej napojów słodzonych spożywanych przez konsumentów. Innymi słowy, konsumenci będą przynajmniej częściowo zastępować napoje, które podrożały najsilniej wybierając napoje, w przypadku których względny wzrost cen był mniejszy.

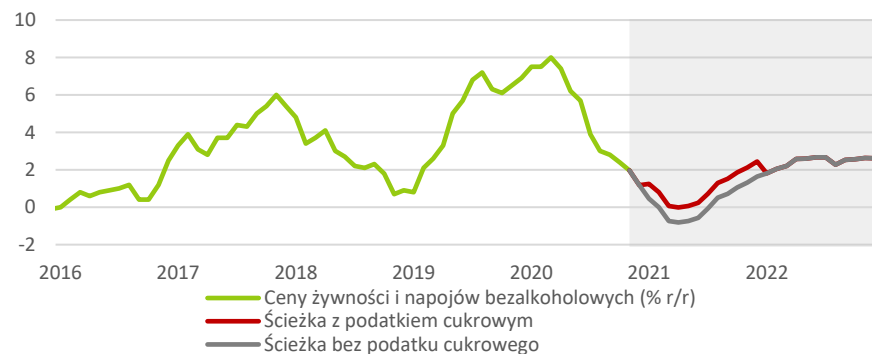
Wzrost cen po wejściu w życie podatku cukrowego (%)\*



Źródło: Credit Agricole

\*przy założeniu pełnego przeniesienia podatku cukrowego na konsumentów i braku zmiany w składzie napojów

Uwzględniając potencjalny spadek popytu na napoje słodzone można oczekiwać, że producenci będą obniżać swoją marżę w celu ograniczenia spadku sprzedaży. Najsilniejszego obniżenia marży można oczekiwać w kategorii słodzonych napojów gazowanych, choć tendencja ta widoczna będzie również w innych kategoriach. Warto jednak zauważyć, że przestrzeń do zmniejszenia marży na sprzedaży istotnie obniżyła się ze względu na negatywny wpływ pandemii na wyniki finansowe branży. Co więcej względna wysokość podatku cukrowego w przypadku części kategorii produktowych jest na tyle duża, że firmy nawet w warunkach wyraźnego obniżenia swojej marży nie będą w stanie uchronić się przed spadkiem sprzedaży. Ponadto, uwzględniając niski udział przychodów eksportowych w sprzedaży ekspozycja branży na podatek jest bardzo wysoka, a w konsekwencji możliwości poprawy rentowności dzięki sprzedaży na eksport są ograniczone. W konsekwencji można oczekiwać, że firmy podejmą szereg działań mających na celu maksymalne obniżenie cen oferowanych produktów przy możliwym ograniczeniu spadku marży. Będą one obejmowały m.in. próbę przeliczenia podatku na sąsiadujące ogniwa łańcucha dostaw (poddostawców oraz handel), a także działania mające na celu optymalizację składu produkowanych przez siebie napojów w celu ograniczenia wysokości podatku do zapłacenia przy utrzymaniu zbliżonych parametrów odżywczych i smakowych oferowanych produktów. Może również wystąpić zjawisko tzw. subsydiowania produkcji przez firmy posiadające bogatą ofertę produktową, polegające na kompensowaniu straty na jednym produkcie poprzez podniesienie marży w przypadku pozostałych produktów.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Uwzględniając powyższe czynniki skala wzrostu cen detalicznych będzie najprawdopodobniej wyraźnie niższa niż wynikałoby to z samego podatku cukrowego, gdyż rozłoży się on również na producentów. W konsekwencji prognozujemy, że zwiększy on w styczniu roczną dynamikę cen w kategorii „napoje bezalkoholowe” o ok. 8 pkt. proc. W konsekwencji podbije to dynamikę cen żywności i napojów bezalkoholowych o 0,7 pkt. proc., a całą inflację CPI o 0,2 pkt. proc., co jest spójne z naszym scenariuszem inflacji (por. MAKROMAPA

z 07.12.2020). Jednocześnie oczekujemy, że podatek cukrowy przynajmniej w krótkim okresie doprowadzi do istotnego pogorszenia rentowności i ograniczenia inwestycji w branży napojowej.

## PROGNOZY

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2020				2021				2020	2021	2022	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	1,9	-8,4	-1,5	-4,2	-1,0	6,9	4,0	4,4	-3,1	3,6	4,9	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-4,0	0,0	7,1	3,5	3,1	-3,2	3,3	4,1	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-10,7	-9,0	-10,5	-7,2	5,4	6,0	6,3	-8,3	3,6	8,2	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,0	-14,5	2,0	0,5	3,5	9,0	4,5	5,4	-2,5	5,5	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	0,4	-18,0	-1,0	2,0	3,0	9,1	3,8	3,4	-4,1	4,6	8,9	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,8	-6,2	0,2	-2,0	0,0	3,9	2,1	1,6	-1,9	1,9	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,7	-0,9	0,9	1,0	1,5	-1,5	0,6	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	1,7	-0,7	0,5	0,7	0,6	1,2	0,7	0,8	0,0
Saldo obrotów bieżących***	1,0	2,3	3,1	2,9	2,4	2,2	2,5	2,7	2,9	2,7	2,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	6,1	6,1	6,7	6,7	5,6	5,1	5,6	6,7	5,6	5,2	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,7	-1,8	0,3	0,0	0,0	1,8	0,5	0,5	-0,2	0,7	0,4	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,7	3,8	4,8	4,0	2,8	3,3	3,0	3,1	5,1	3,1	5,8	
Inflacja CPI (%)*	4,5	3,2	3,0	2,8	2,2	2,8	2,7	2,8	3,4	2,6	2,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,26	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,45	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,25	
EURPLN**	4,55	4,44	4,53	4,43	4,40	4,39	4,37	4,35	4,43	4,35	4,27	
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,72	3,70	3,66	3,61	3,57	3,72	3,57	3,42	

\* wartość średniokwartalna

\*\* wartość na koniec okresu

\*\*\* narastająco za cztery ostatnie kwartały

### Prognozy kursu walutowego oraz wzrostu PKB dla wybranych krajów

	Realny wzrost PKB				Kursy walutowe*								
	2020	2021	2022		Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
Strefa euro	-7,5	3,9	3,9	EUR/USD	1,19	1,19	1,2	1,21	1,22	1,22	1,23	1,24	1,25
Japonia	-5,2	2,1	1,8	EUR/JPY	124	124	125	127	129	129	133	134	135
Wielka Brytania	-11,4	3,6	8,1	EUR/GBP	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,88	0,88	0,88	0,88
Chiny	2,6	8,0	5,1	USD/CNY	6,50	6,40	6,35	6,30	6,35	6,38	6,40	6,43	6,45
Hong Kong	-5,8	3,6	2,7	USD/HKD	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,76	7,76	7,76	7,76
Indie	-7,7	7,9	7,4	USD/INR	73,75	74,00	74,25	74,50	75,00	75,50	76,00	76,50	77,00
Indonezja	-2,0	6,5	5,0	USD/IDR	14200	14000	13800	13600	13500	13800	14000	14200	14200
Malezja	-4,5	6,5	4,0	USD/MYR	4,05	4,00	3,95	3,97	4,00	4,03	4,05	4,10	4,10
Filipiny	-8,3	7,8	6,4	USD/PHP	48,00	47,80	47,60	47,40	47,20	47,00	46,70	46,40	46,00
Singapur	-6,0	4,5	3,5	USD/SGD	1,34	1,34	1,33	1,33	1,32	1,32	1,31	1,31	1,31
Korea Południowa	-0,9	3,4	2,7	USD/KRW	1100	1090	1080	1070	1060	1060	1060	1070	1080
Tajwan	1,8	2,9	2,4	USD/TWD	28,40	28,30	28,20	28,10	28,00	28,00	27,90	27,80	27,80
Tajlandia	-5,8	4,0	6,0	USD/THB	30,00	29,70	29,40	29,10	28,80	28,60	28,40	28,20	28,00
Wietnam	3,1	7,5	6,0	USD/VND	23100	23050	23000	22950	22900	22850	22800	22750	22700
Brazylia	-4,9	3,3	2,4	USD/BRL	5,15	5,00	4,75	4,85	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Meksyk	-9,0	3,8	2,1	USD/MXN	20,00	19,75	19,50	19,75	20,00	20,25	20,50	20,75	21,00
Rosja	-5,0	3,5	2,0	USD/RUB	74	72	72	73	75	75	76	77	78
Turcja	0,0	2,0	4,0	USD/TRY	7,90	7,70	7,50	7,50	7,80	7,80	8,00	8,10	8,20

Źródło: GUS, Reuters, Credit Agricole

\* wartość na koniec okresu

Źródło: Crédit Agricole Corporate and Investment Bank