



CRÉDIT AGRICOLE

AGRO



MAPA

KWARTALNIK AGROBIZNESU | Wiosna 2024

Wzrost PKB wyraźnie przyspieszy w najbliższych kwartałach

- Prognozujemy, że w I kw. br. dynamika PKB zwiększy się do 1,5% r/r wobec 1,0% w IV kw. 2024 r. W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszego, stopniowego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, które osiągnie swoje maksimum lokalne w I kw. 2025 r. na poziomie 5,0%. Zwiększeniu dynamiki PKB w kolejnych kwartałach będzie sprzyjać przede wszystkim ożywienie konsumpcji, która ponownie stanie się głównym źródłem wzrostu gospodarczego. Czynniki wspierające wzrost gospodarczy będą również ożywienie inwestycji związane z wykorzystywaniem środków z KPO oraz zwiększenie popytu zewnętrznego sprzyjające wzrostowi eksportu. W konsekwencji w całym 2024 r. dynamika PKB zwiększy się do 2,8% r/r wobec 0,2% w 2023 r., a w 2025 r. wzrośnie ona do 4,6% (por. MAKROmapa z 11.03.2024).
- Prognozujemy, że inflacja osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 2,2% w marcu br. Następnie, z uwagi na przywrócenie 5% stawki VAT na produkty żywnościowe od kwietnia br. i wygaszenie działań osłonowych w zakresie cen energii od lipca inflacja będzie utrzymywała się w trendzie wzrostowym. W kwietniu 2025 r. inflacja ponownie obniży się z uwagi na efekty wysokiej bazy związane z przywróceniem stawki VAT w 2024 r. W rezultacie prognozujemy, że średniorocznie inflacja w całym 2024 r. wyniesie 3,5% r/r wobec, a w 2025 r. wzrośnie ona do 4,0%.
- Uważamy, że w związku z dobrą sytuacją na rynku pracy i perspektywą ponownego wzrostu inflacji od III kw. br., w całym horyzoncie naszej prognozy presja płacowa w polskiej gospodarce pozostanie silna. Czynnikiem podbijającym wzrost wynagrodzeń jest również dwukrotna podwyżka płacy minimalnej w 2024 r. (w styczniu i w lipcu), której skumulowany wzrost wyniesie 19,4% r/r. Stąd prognozujemy, że dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej w 2024 r. wyniesie 12,1% r/r wobec 12,8% w 2023 r., a w 2025 r. spadnie ona do 7,5%.
- Uważamy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na niezmiennym poziomie do II poł. 2025 r., kiedy to oczekujemy obniżek o łącznej skali 50pb (stopa referencyjna na koniec 2025 r. wyniesie 5,25%). Nasz scenariusz dla stóp procentowych w Polsce jest spójny z oczekiwanym kształtem polityki pieniężnej EBC, której rozluźnienie rozpocznie się we wrześniu 2024 r. (por. MAKROpuls z 06.03.2024).
- Decyzja Komisji Europejskiej o odblokowaniu środków z KPO dla Polski, a także zmiana nastawienia RPP na bardziej jastrzębie wywierają obecnie presję na umocnienie złotego. Prognozujemy, że na koniec 2024 r. kurs EURPLN wyniesie 4,24 wobec 4,33 na koniec 2023 r., a na koniec 2025 r. spadnie do 4,20.

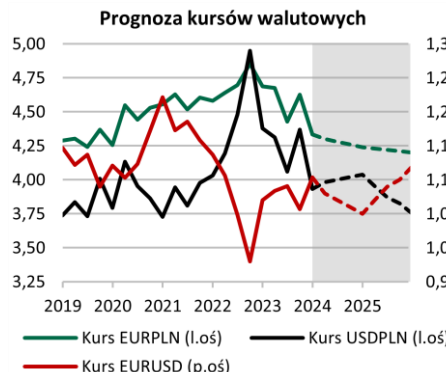
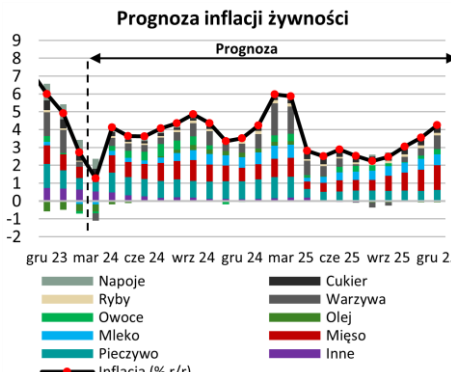
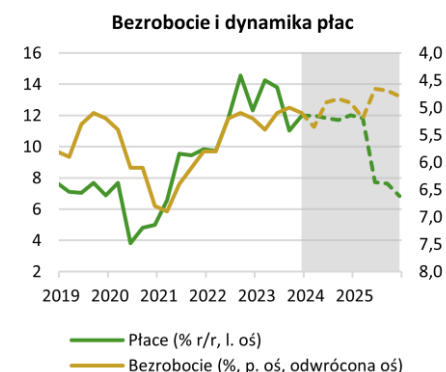
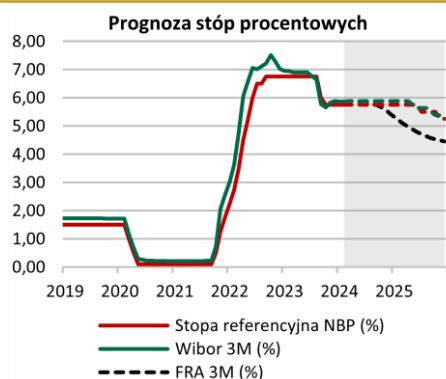
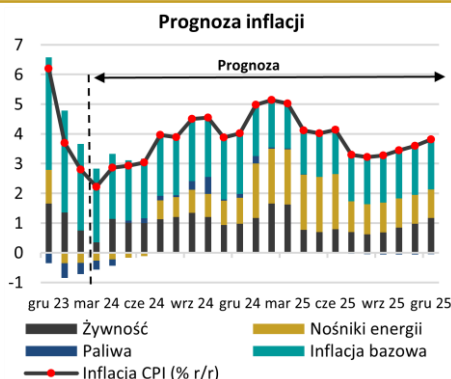
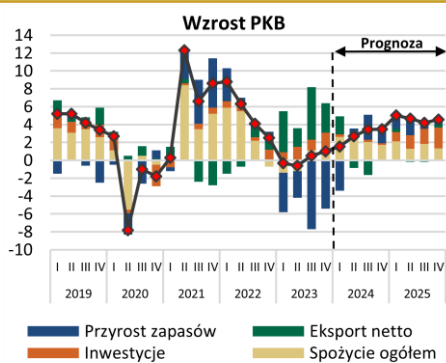
Konsumpcja głównym źródłem ożywienia gospodarczego

Inflacja osiągnie swoje minimum lokalne w I kw.

Presja płacowa pozostanie silna

Stopy procentowe bez zmian do II poł. 2025 r.

Perspektywa umocnienia złotego w kolejnych kwartałach



Źródło: Credit Agricole, GUS, Refinitiv

Jakub Borowski
Główny Ekonomista
tel.: 600 457 021
jakub.borowski@credit-agricole.pl

Krzysztof Jaworski
Starszy Ekonomista
tel.: 512 191 822
krzysztof.jaworski@credit-agricole.pl

Jakub Olipra
Starszy Ekonomista
tel.: 518 003 696
jakub.olipra@credit-agricole.pl

ZBOŻA



Czy sezon 24/25 przyniesie odbicie cen zbóż?

- Zgodnie z prognozą USDA (U.S. Department of Agriculture) z 8 marca światowa produkcja zbóż w sezonie 23/24 zwiększy się do 2294,1 mln t wobec 2235,2 mln t w sezonie 22/23 (+2,6%). Złożą się na to wyższe zbiory kukurydzy (+6,3%) oraz niższe zbiory pszenicy (-0,3%), jęczmienia (-5,0%) i pozostałych gatunków zbóż (-2,8%). Wyższa produkcja kukurydzy będzie przede wszystkim związana z jej większymi zbiorami w USA (+12,4% - efekt większej powierzchni zasiewów i wyższych plonów), Argentynie (+55,6% - dobre zbiory po suszy w sezonie 22/23) i UE (+14,7% - dobre zbiory po słabym sezonie 22/23). Spadek produkcji pszenicy będzie wynikał przede wszystkim z jej niższych zbiorów w Australii (-35,9% - efekt suszy z uwagi na zjawisko El Niño). Z kolei obniżenie produkcji jęczmienia będzie spowodowane głównie jego niższymi zbiorami w Australii (-23,6% - z uwagi na wspomniane wyżej zjawisko El Niño), Kanadzie (-10,9% - efekt niższych plonów z uwagi na suszę) oraz w UE (-6,2% - efekt niesprzyjających warunków agrometeorologicznych).
- Zgodnie z prognozą USDA światowa konsumpcja zbóż w sezonie 23/24 zwiększy się do 2276,9 mln t wobec 2227,7 mln t w sezonie 22/23 (+2,2%). Wzrost spożycia prognozowany jest w przypadku kukurydzy (+3,5%) i pszenicy (+2,1%), podczas gdy jego spadek zostanie odnotowany w przypadku jęczmienia (-3,7%) i pozostałych gatunków zbóż (-1,5%). Spożycie zbóż w sezonie 23/24 wspierane jest przez ich większą dostępność z uwagi na dostosowanie podaży po szoku związanym z wybuchem wojny w Ukrainie.
- Spożycie zbóż pozostanie niższe od ich produkcji, dzięki czemu ich światowe zapasy wzrosną w sezonie 23/24 do 605,0 mln t wobec 602,5 mln t w sezonie 22/23 (+0,4%). Niemniej współczynnik zapasy/spożycie zmniejszy się do 26,6% wobec 27,0%, a tym samym pozostanie na niskim na tle historycznym poziomie. Na jego obniżenie złożą się wzrost wskaźnika zapasy/spożycie dla kukurydzy i jego spadek w przypadku pozostałych gatunków zbóż.
- Ostatni kwartał przyniósł dalszy spadek cen na światowym rynku zbóż, widoczny szczególnie w przypadku cen pszenicy. Istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia cen jest zwiększona podaż ziarna ze strony głównych eksporterów, w szczególności z rejonu Morza Czarnego, w warunkach nadal relatywnie słabego popytu. W kolejnych miesiącach ceny zbóż determinowane będą przez pierwsze szacunki dotyczące wielkości zbiorów w sezonie 24/25. Biorąc pod uwagę obserwowaną obecnie niską opłacalność produkcji zbóż, a także niesprzyjające warunki agrometeorologiczne w Europie zakładamy, że światowa produkcja zbóż w sezonie 24/25 obniży się. Z tego powodu, uwzględniając czynniki krajowe prognozujemy, że ceny pszenicy i kukurydzy w Polsce wyniosą odpowiednio ok. 94 zł/dt i 84 zł/dt na koniec 2024 r. i ok. 100 zł/dt i 95 zł/dt na koniec 2025 r. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy są warunki agrometeorologiczne wśród kluczowych światowych producentów i eksporterów zbóż.

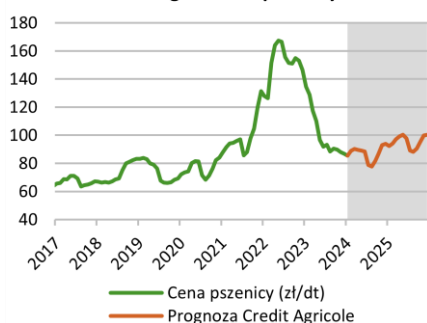
Wzrost światowej produkcji zbóż dzięki wyższym zbiorom kukurydzy

Wyższa konsumpcja zbóż wspierana przez ich większą dostępność

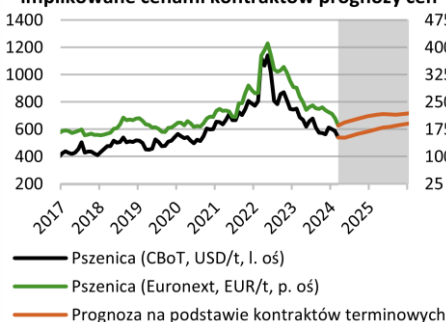
Nieznaczny wzrost światowych zapasów zbóż

Niska opłacalność produkcji zbóż będzie sprzyjać jej ograniczeniu w sezonie 24/25

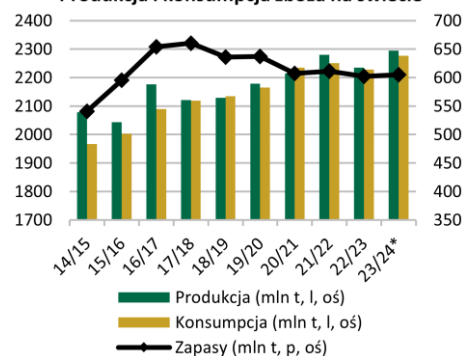
Prognoza cen pszenicy



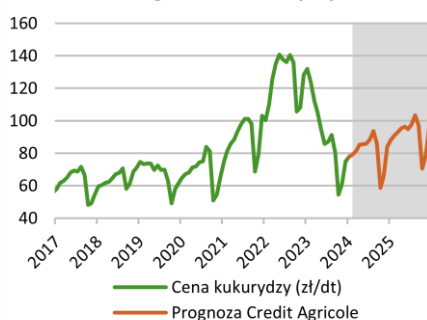
Kontrakty kontynuacyjne na pszenicę oraz implikowane cenami kontraktów prognozy cen



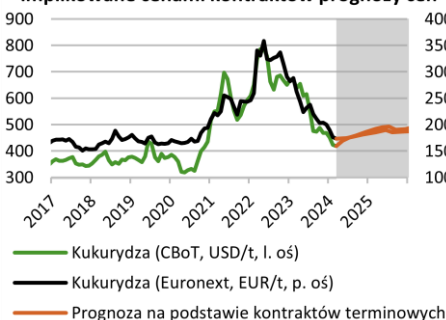
Produkcja i konsumpcja zboża na świecie



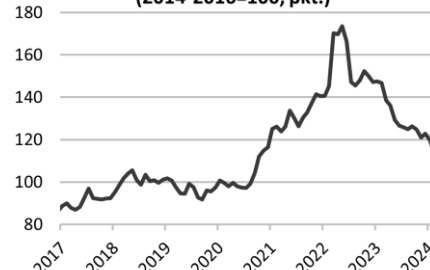
Prognoza cen kukurydzy



Kontrakty kontynuacyjne na kukurydzę oraz implikowane cenami kontraktów prognozy cen



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



ROŚLINY OLEISTE



Ceny rzepaku pod negatywnym wpływem rekordowych zbiorów soi

- Zgodnie z prognozą USDA z 8 marca światowa produkcja nasion i owoców najważniejszych roślin oleistych w sezonie 23/24 zwiększy się do 658,7 mln t wobec 637,3 mln t w sezonie 22/23 (+3,4%), co będzie przede wszystkim efektem wyższych zbiorów soi (+5,0%) i ziaren słonecznika (+4,8%). Wyższe zbiory soi wynikać będą ze zwiększenia jej produkcji w Argentynie (+100,0% - powrót zbiorów do poziomów zgodnych ze średnią wieloletnią po dotkliwej suszy odnotowanej w sezonie 22/23), które z nawiązką skompensują niższe zbiory w Brazylii (-4,3% - efekt suszy). Z kolei wyższa produkcja ziaren słonecznika będzie wynikać z ich większych zbiorów w Ukrainie (+18,9% - z uwagi na nieznaczny wzrost powierzchni zasiewów i plonów), UE (+11,1% - skutek rosnącej powierzchni zasiewów słonecznika w UE, w szczególności w Rumunii i na Węgrzech w warunkach zmniejszonego eksportu z Ukrainy) oraz w Rosji (+5,2% - efekt większej powierzchni zasiewów oraz wyższych plonów).
- Zgodnie z prognozą USDA globalne zużycie nasion i owoców roślin oleistych w sezonie 23/24 zwiększy się do 643,8 mln t wobec 625,2 mln t w sezonie 22/23 (+3,0%). W kierunku wzrostu zużycia roślin oleistych oddziaływać będą ich relatywnie niskie ceny w połączeniu ze zwiększoną dostępnością. Pozytywny dla zużycia roślin oleistych jest również odnotowany w ostatnich miesiącach wzrost cen ropy naftowej, który oddziałuje w kierunku zmniejszenia ich wykorzystania do produkcji biopaliw. W warunkach wyższej produkcji roślin oleistych od ich zużycia w sezonie 23/24 prognozowany jest wzrost ich światowych zapasów do 131,4 mln t wobec 120,8 mln t w sezonie 22/23. W konsekwencji wskaźnik zapasy końcowe/zużycie zwiększy się do 20,4% wobec 19,3%, osiągając najwyższą wartość od sezonu 18/19.
- Zgodnie z szacunkami USDA produkcja rzepaku w sezonie 23/24 zmniejszy się do 88,1 mln t wobec 88,8 mln t w sezonie 22/23 (-0,9%). Spadek produkcji rzepaku wynikać będzie przede wszystkim z jego niższych zbiorów w Australii (-33,5% - negatywny efekt zjawiska El Niño). Światowe zużycie rzepaku w sezonie 23/24 zwiększy się do 87,7 mln t wobec 84,9 mln t w sezonie 22/23 (+3,3%), do czego przyczynią się jego relatywnie niskie ceny. W warunkach produkcji wyższej od zużycia w sezonie 23/24 dojdzie do spadku światowych zapasów rzepaku do 8,1 mln t wobec 8,7 mln t w sezonie 22/23 (-7,4%). W efekcie wskaźnik zapasy końcowe/zużycie zmniejszy się do 9,2% wobec 10,3%, sygnalizując zmniejszenie dostępności rzepaku na światowym rynku.
- Uważamy, że mimo prognozowanego spadku zapasów rzepaku, wzrost jego cen ograniczany będzie przez odbudowę światowych zapasów pozostałych roślin oleistych, w szczególności soi i ziaren słonecznika. Niska opłacalność produkcji roślin oleistych może jednak w sezonie 24/25 doprowadzić do obniżenia ich zbiorów, co oddziaływałoby w kierunku wzrostu cen. Prognozujemy, że na koniec 2024 r. cena skupu rzepaku wyniesie ok. 2100 zł/t i ok. 2200 zł/t na koniec 2025 r. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy jest kształtowanie się warunków agrometeorologicznych wśród kluczowych producentów roślin oleistych.

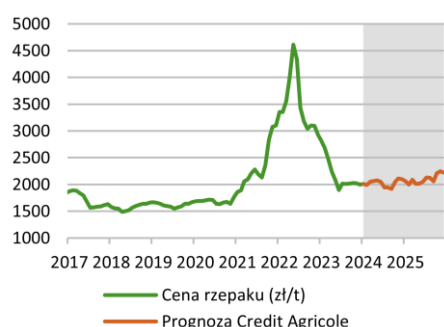
Rekordowe światowe zbiory soi mimo niższej produkcji w Brazylii

Wyraźna odbudowa światowych zapasów roślin oleistych

Spadek światowych zbiorów rzepaku

Ceny rzepaku pod negatywnym wpływem rekordowych zbiorów soi

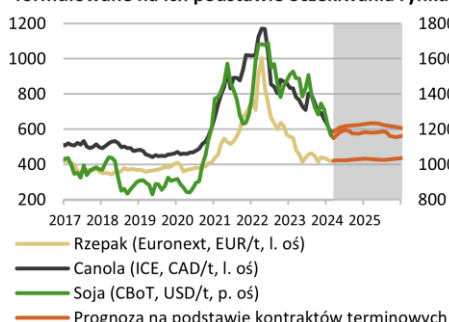
Prognoza cen rzepaku



Średnie ceny sprzedaży produktów z rzepaku w zakładach tłuszczowych



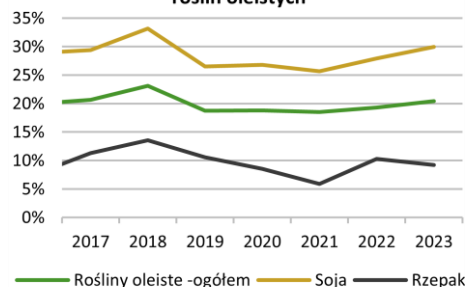
Wykresy kontynuacyjne kontraktów terminowych i formułowane na ich podstawie oczekiwania rynku



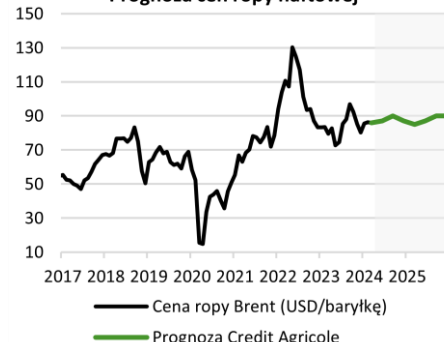
Indeks cen żywności FAO - olej roślinny (2014-2016=100, pkt.)



Wskaźnik zapasy/spożycie na światowym rynku roślin oleistych



Prognoza cen ropy naftowej



WIEPRZOWINA I WOŁOWINA



Ceny skupu świń pozostaną w trendzie spadkowym

Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą w III kw. 2023 r. miniliśmy punkt zwrotny na rynku trzody chlewnej. Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą dalszy spadek cen skupu wspierany przez stopniową odbudowę pogłowia świń w UE ze względu na wysoką opłacalność produkcji w warunkach nadal utrzymującego się osłabionego popytu. Perspektywę zwiększenia podaży na unijnym rynku wieprzowiny sygnalizują dane wskazujące na wzrost unijnego pogłowia loch prośnych. Uważamy, że dołek cenowy zostanie osiągnięty w I kw. 2025 r., po czym ceny zaczną stopniowo rosnąć, czemu sprzyjać będzie oczekiwane przez nas ożywienie popytu wspierane przez zwiększenie siły nabywczej gospodarstw domowych. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszego scenariusza są dalsze rozprzestrzenianie się ASF w Europie, a także tempo odbudowy pogłowia trzody chlewnej w UE.

Ceny skupu świń pozostaną w trendzie spadkowym

W okresie I-XII 2023 r. wartość polskiego eksportu wieprzowiny (żywca, mięsa oraz przetworów) zwiększyła się o 7,3% r/r wobec wzrostu o 16,4% w analogicznym okresie 2022 r., co wynikało z wyższych cen uzyskiwanych przez eksporterów, podczas gdy wolumen sprzedaży obniżył się. Cena skupu żywca wyniosła w styczniu 7,05 zł/kg (-7,1% r/r), a cena pasz dla świń 1,84 zł/kg (-13,0% r/r). W rezultacie relacja cen żywiec/pasza ukształtowała się w styczniu na poziomie 3,84 wobec 3,58 przed rokiem, wskazując na poprawę opłacalności produkcji. Po uwzględnieniu czynników globalnych oraz krajowych prognozujemy, że cena skupu żywca wieprzowego w Polsce na koniec 2024 r. wyniesie ok. 6,00 zł/kg oraz 7,10 zł/kg na koniec 2025 r.

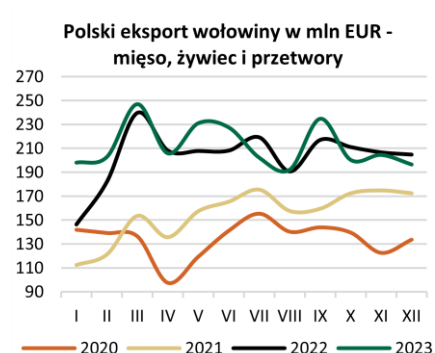
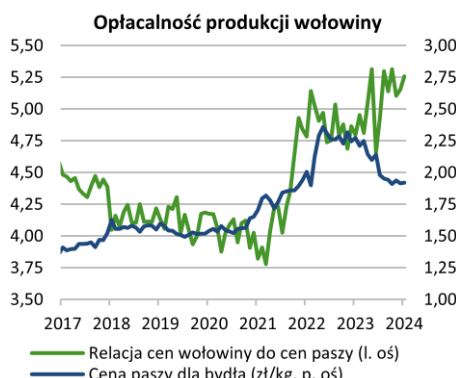
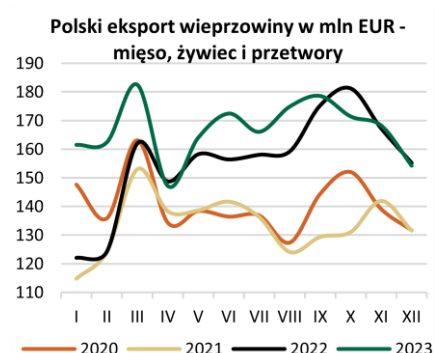
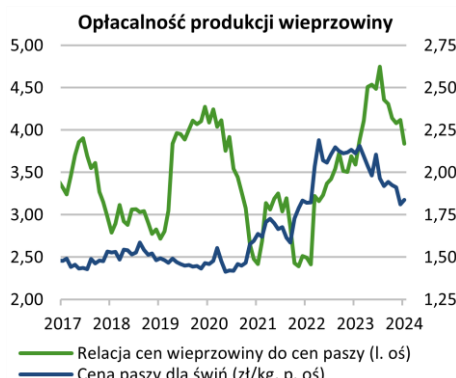
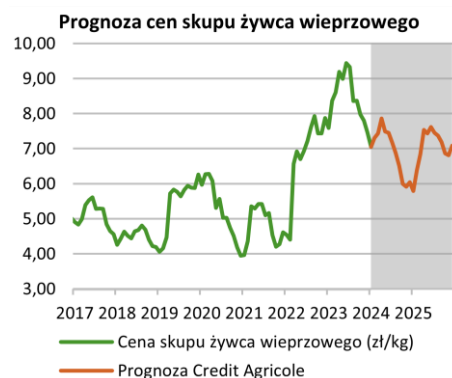
Wysoka opłacalność produkcji sprzyja odbudowie pogłowia trzody chlewnej

W ostatnich miesiącach ceny skupu bydła były relatywnie stabilne, czemu sprzyja nadal ograniczona podaż żywca, która kompensuje słabszy popyt. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą w kolejnych kwartałach obserwować będziemy stopniową odbudowę pogłowia bydła w UE wspieraną przez bardzo wysoką na tle historycznym opłacalność jego produkcji. Będzie to oddziaływało w kierunku spadku cen skupu. Pod koniec 2024 r. obniżki cen skupu ograniczane będą przez oczekiwany przez nas silniejszy popyt na wołowinę wspierany przez ożywienie gospodarcze w strefie euro. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest tempo odbudowy pogłowia bydła w UE.

Na rynek wołowiny powrócą spadki cen

W okresie I-XII 2023 r. wartość polskiego eksportu wołowiny (żywca, mięsa oraz przetworów) zwiększyła się o 4,1% r/r wobec wzrostu o 31,4% w analogicznym okresie 2022 r., na co złożyły się zwiększenie wolumenu sprzedaży oraz niższe ceny uzyskiwane przez eksporterów. Cena skupu bydła wyniosła w styczniu 10,09 zł/kg (-7,4% r/r), a cena pasz dla bydła 1,92 zł/kg (-15,5% r/r). W rezultacie relacja cen żywiec/pasza ukształtowała się na poziomie 5,26 wobec 4,80 przed rokiem, sygnalizując dalszą poprawę opłacalności produkcji w ujęciu rocznym. Uwzględniając sytuację na unijnym i krajowym rynku wołowiny oczekujemy, że cena skupu bydła w Polsce na koniec 2024 r. wyniesie ok. 9,20 zł/kg oraz 9,50 zł/kg na koniec 2025 r.

Wzrost polskiego eksportu wołowiny mimo spadku cen



Źródło: GUS, Ministerstwo Rolnictwa, Eurostat, Credit Agricole

DRÓB I JAJA



Spadające ceny pasz utrzymują opłacalność produkcji drobiu i jaj

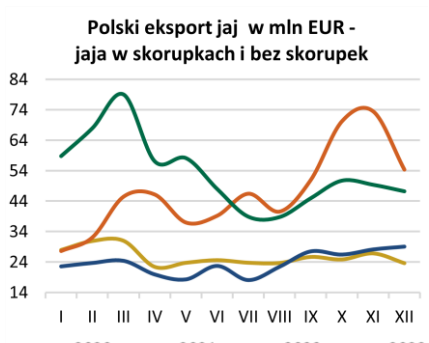
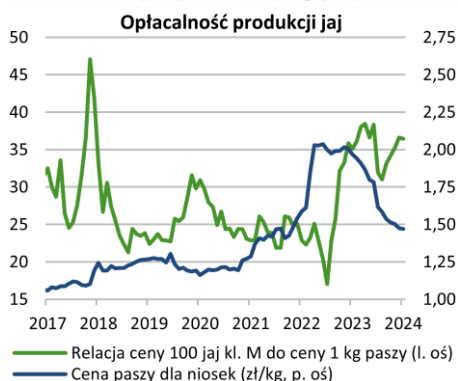
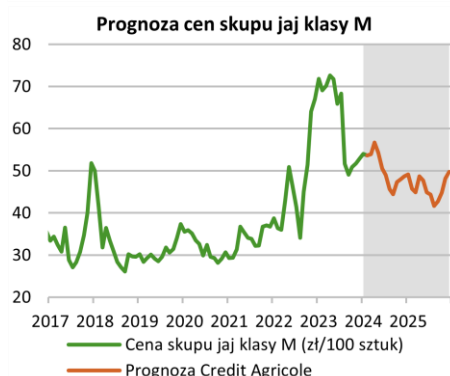
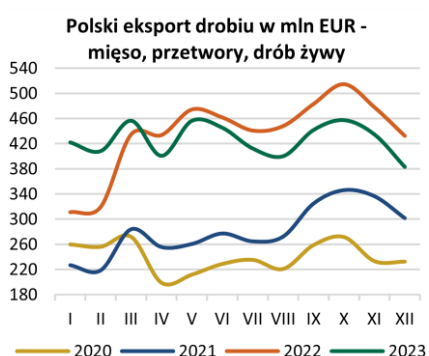
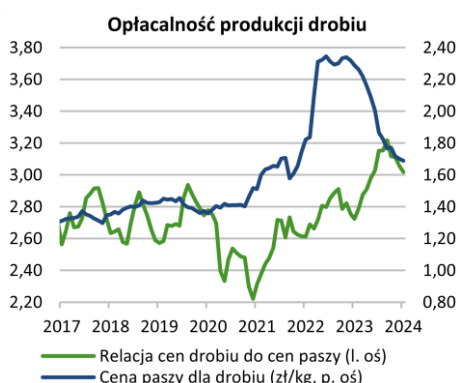
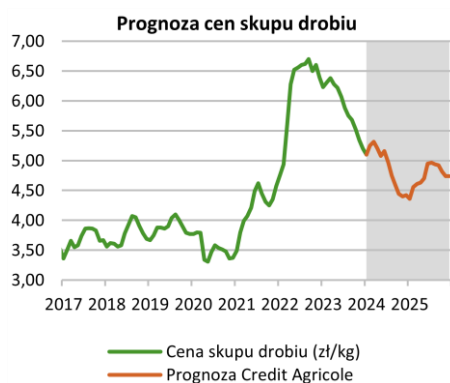
- W ostatnich kwartałach obserwowany jest spadek cen skupu drobiu, choć pozostają one nadal na relatywnie wysokim na tle historycznym poziomie. W kierunku obniżenia cen oddziałuje wzrost produkcji drobiu wśród jego głównych unijnych producentów, w szczególności w Polsce. Jednocześnie na uwagę zasługuje rosnąca produkcja drobiu w Hiszpanii, która wzmacnia swoją pozycję drugiego największego (po Polsce) producenta drobiu w UE. Ożywieniu produkcji drobiu sprzyja jej bardzo wysoka opłacalność, która zachęca producentów do zwiększania swoich mocy produkcyjnych i większych wstawień kurcząt. Warto zwrócić uwagę, że wzrost opłacalności jest obserwowany mimo obniżenia cen skupu, który jest z nawiązką kompensowany przez spadające ceny pasz. W najbliższych kwartałach oczekujemy przyspieszenia odbudowy produkcji drobiu w UE, co będzie sprzyjać kształtowaniu się jego cen w trendzie spadkowym. Pod koniec br. czynnikiem hamującym spadek cen będzie oczekiwane przez nas ożywienie popytu.
- W okresie I-XII 2023 r. wartość polskiego eksportu drobiu (mięsa, przetworów oraz drobiu żywego) zmniejszyła się o 2,2% r/r wobec wzrostu o 55,3% w analogicznym okresie 2022 r., co wynikało z niższych cen uzyskiwanych przez eksporterów, podczas gdy wolumen sprzedaży zwiększył się. Cena skupu drobiu wyniosła w styczniu 5,10 zł/kg (-18,1% r/r), a cena pasz dla drobiu ukształtowała się na poziomie 1,69 zł/kg (-26,2% r/r). W rezultacie relacja cen żywca/pasza wyniosła w styczniu 3,02 wobec 2,72 przed rokiem, wskazując na poprawę opłacalności produkcji w ujęciu rocznym. Uwzględniając sytuację na światowym i krajowym rynku drobiu oczekujemy, że cena skupu drobiu na koniec 2024 r. wyniesie ok. 4,40 zł/kg i ok. 4,70 zł/kg na koniec 2025 r.
- W ostatnich miesiącach spadek cen jaj wyhamował. Wynika to z nadal ograniczonej podaży jaj na unijnym rynku. W kolejnych kwartałach oczekujemy ożywienia produkcji w reakcji na jej wysoką opłacalność, co będzie sprzyjało kształtowaniu się cen skupu jaj w trendzie spadkowym.
- W okresie I-XII 2023 r. wartość polskiego eksportu jaj zwiększyła się o 13,4% r/r wobec wzrostu o 99,0% w analogicznym okresie 2022 r., co było efektem wyższych cen uzyskiwanych przez eksporterów, podczas gdy wolumen sprzedaży obniżył się. Cena skupu jaj klasy M w styczniu wyniosła 53,61 zł/100 sztuk (-22,4% r/r), a cena pasz dla niosek ukształtowała się na poziomie 1,47 zł/kg (-25,2% r/r). W konsekwencji w styczniu relacja cen 100 jaj/pasza wyniosła 36,45 wobec 35,09 przed rokiem, wskazując na lekką poprawę opłacalności produkcji jaj w ujęciu rocznym. Uwzględniając perspektywy sytuacji na unijnym oraz krajowym rynku jaj prognozujemy, że cena skupu jaj klasy M na koniec 2024 r. wyniesie ok. 49 zł/100 sztuk oraz ok. 52 zł/100 sztuk na koniec 2025 r. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszego scenariusza cen drobiu i jaj jest przebieg ptasiej grypy w kolejnym sezonie w Europie (obecnie presja ze strony ptasiej grypy w Polsce pozostaje relatywnie niska), a także tempo odbudowy bazy produkcyjnej wśród największych producentów mięsa drobiowego i jaj.

Coraz silniejsze ożywienie produkcji drobiu w UE

Spadające ceny pasz utrzymują opłacalność produkcji drobiu

Ograniczona podaż jaj na unijnym rynku

Kolejne miesiące przyniosą spadek cen skupu jaj



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa, GUS, Eurostat, Credit Agricole

MLEKO I PRODUKTY MLECZNE



Najbliższe miesiące przyniosą spadek cen skupu mleka

- IV kw. 2023 r. przyniósł wzrost cen produktów mlecznych. Nastąpił on mimo nadal słabego światowego popytu i wynikał ze spadku dostaw mleka wśród głównych eksporterów produktów mlecznych. Wzrost cen miał szeroki zakres produktowy, przy czym najsilniej zwiększyły się ceny masła (o ok. 24%) i serwatki (o ok. 23%). W efekcie doszło do ponownego wzrostu relacji cen tłuszczu mlecznego i białka odzwierciedlanej różnicą pomiędzy cenami masła i odtuszczonego mleka w proszku. W ostatnich miesiącach mamy do czynienia z korektą i ponownym spadkiem cen. W naszej ocenie wynika to z poprawiających się perspektyw produkcji mleka wśród największych światowych eksporterów produktów mlecznych, przy jednoczesnym utrzymującym się słabym światowym popycie.
- Obecnie uwaga rynku w coraz większym stopniu koncentrować będzie się na półkuli północnej, gdzie UE oraz USA będą wchodzić w decydującą fazę sezonu mlecznego. Jak dotąd warunki agrometeorologiczne w UE oraz w USA pozostają dobre. Jednocześnie utrzymująca się nadal relatywnie wysoka opłacalność produkcji mleka wynikająca z wysokich cen skupu mleka w warunkach niskich cen pasz stanowi w naszej ocenie impuls do zwiększania jego dostaw. Głównym czynnikiem ryzyka dla takiego scenariusza jest ewentualne pogorszenie się warunków agrometeorologicznych w najbliższych miesiącach.
- Światowy popyt na produkty mleczne pozostaje słaby. Wolumen sprzedaży zagranicznej największych światowych eksporterów produktów mlecznych (UE, Wielka Brytania, Nowa Zelandia, USA, Australia i Argentyna) wyrażony w ekwiwalencie mleka zwiększył się w okresie I-XI 2023 r. o 1,8% r/r. Głównym źródłem spowolnienia światowego popytu na produkty mleczne są mniejsze zakupy z Chin, których wolumen wyrażony w ekwiwalencie mleka obniżył się w okresie I-XI 2023 r. o 7,0% r/r. Przyczyną niższych zakupów ze strony Chin jest spowolnienie popytu wewnętrznego w tym kraju, jak również rosnąca wewnętrzna produkcja mleka, która w ostatnich 5 latach zwiększyła się o ponad 30%.
- Oczekiwany przez nas wzrost produkcji mleka w UE i USA w warunkach słabego popytu na produkty mleczne będzie w najbliższych miesiącach oddziaływał w kierunku spadku cen na światowym rynku mleka. Uważamy, że będą one kształtowały się w trendzie spadkowym do III kw. 2024 r. Oczekujemy, że na przełomie III i IV kw. br. dojdzie do odwrócenia trendu i wzrostu cen, czemu sprzyjać będzie ożywienie popytu na produkty mleczne, wspierane m.in. przez silniejszy popyt w Europie.
- W konsekwencji oczekujemy, że cena skupu mleka w Polsce w najbliższych miesiącach będzie kształtować się w trendzie spadkowym, przy czym lokalnie czynnikiem ograniczającym skalę spadku cen pozostanie wysoka konkurencja o surowiec pomiędzy mleczarniami. Tym samym prognozujemy, że na koniec 2024 r. cena skupu mleka w Polsce wyniesie ok. 210 zł/hl, a na koniec 2025 r. ok. 240 zł/hl.

Korekta cen na światowym rynku mleka

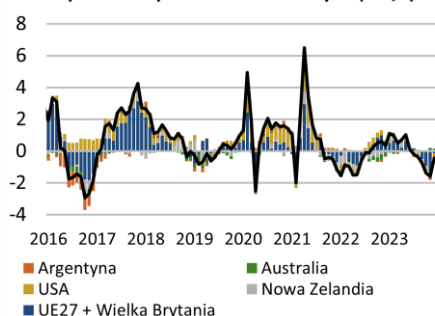
Dobre perspektywy produkcji mleka na półkuli północnej

Światowy popyt na produkty mleczne pozostaje słaby

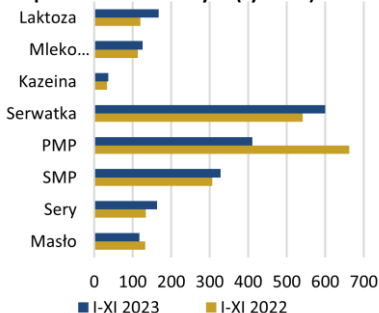
Ceny produktów mlecznych pozostaną w trendzie spadkowym

Najbliższe miesiące przyniosą spadek cen skupu mleka

Produkcja mleka wśród największych eksporterów produktów mlecznych (% r/r)*



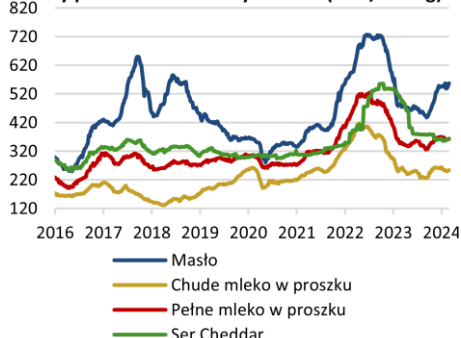
Wolumen chińskiego importu produktów mlecznych (tys. ton)



Indeks cen Global Dairy Trade (pkt.)



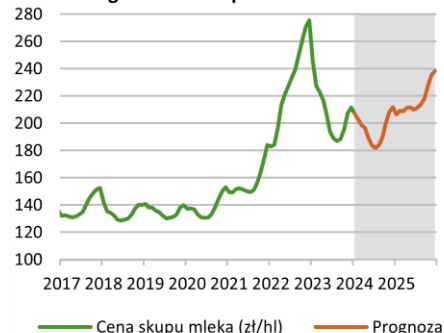
Ceny produktów mlecznych w UE (EUR/100 kg)



Różnica pomiędzy cenami masła i odtuszczonego mleka w proszku w UE (EUR/100 kg)



Prognoza cen skupu mleka w Polsce



Źródło: Credit Agricole, GlobalDairyTrade, GUS, Ministerstwo Rolnictwa, Komisja Europejska *dane skorygowane o efekt lat przestępnych

OWOCE I WARZYWA



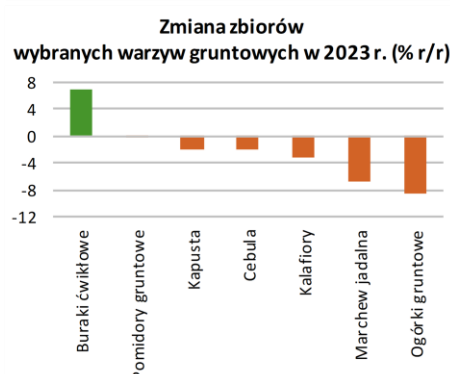
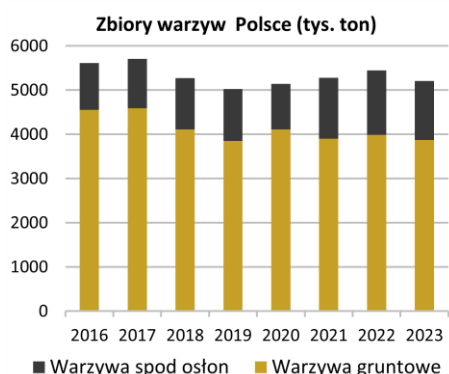
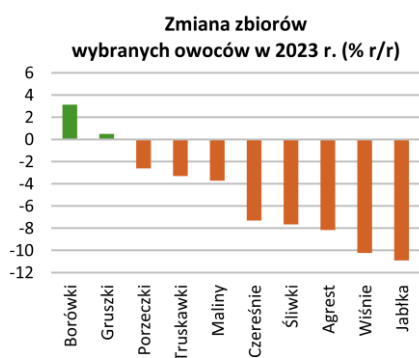
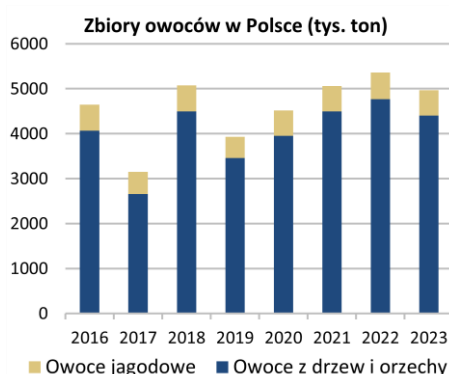
Wolniejszy wzrost cen owoców i warzyw

- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS z 18.12.2023, ubiegłoroczne zbiory owoców wyniosły ok. 5,0 mln t (-8% r/r), przy czym ukształtują się one nadal o ok. 4% powyżej średniej wieloletniej za ostatnie 5 lat. Zbiory owoców z drzew zostały ocenione na ok. 4,4 mln t (-8% r/r), podczas gdy zbiory owoców jagodowych na ok. 0,6 mln t (-6% r/r). Zgodnie z raportem GUS przebieg zimy był łagodny i jedynie lokalnie wystąpiły uszkodzenia roślin. Ubiegłoroczna wegetacja uległa nieznacznemu opóźnieniu ze względu na niskie temperatury w marcu i kwietniu. Z kolei niskie temperatury w maju w połączeniu z częstymi opadami deszczu utrudniały przeprowadzenie zabiegów ochrony roślin, a także ograniczyły aktywność zapylaczy. W maju wystąpiły również straty związane z przymrozkami. W efekcie, uwzględniając intensywne owocowanie w poprzednim sezonie, które osłabiło rośliny, w tym roku odnotowano mniejszą liczbę zawiązanych owoców. Co więcej, odnotowana później susza doprowadziła do silnego opadania zawiązków. Latem i jesienią warunki agrometeorologiczne uległy poprawie, co sprzyjało szczególnie produkcji owoców z drzew. W przypadku tych owoców, zbiory jabłek oceniono na poziomie ok. 3,8 mln t (-11% r/r), wiśni na ok. 168 tys. t (-9% r/r), śliwek na ok. 126 tys. t (-5% r/r), gruszek na ok. 79 tys. t (-2% r/r) oraz czereśni na ok. 69 tys. ton (-10% r/r). W przypadku owoców jagodowych zbiory truskawek oszacowano na ok. 180 tys. t (-3% r/r), porzeczek ogółem na ok. 130 tys. t (-11% r/r), malin na ok. 96 tys. t (-8% r/r), borówek na ok. 62 tys. t (-3%) oraz agrestu na ok. 8 tys. t (-18% r/r).
- Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS z 18.12.2023, ubiegłoroczne zbiory warzyw gruntowych wyniosły ok. 3,8 mln t (-3% r/r), a tym samym ukształtowały się o ok. 3% poniżej średniej wieloletniej za ostatnie 5 lat. Siew warzyw gruntowych odbył się w zalecanych terminach, a opóźnienia występowały jedynie lokalnie. Ze względu na spadek temperatur w maju, wschody warzyw w wielu regionach były nierównomierne i rozciągnięte w czasie. Odnotowana w czerwcu i na początku lipca susza zahamowała rozwój roślin. W drugiej połowie lipca i w sierpniu nastąpił wzrost opadów i warunki poprawiły się. Jednocześnie produkcja warzyw znajdowała się pod relatywnie silną presją chorób oraz szkodników. Jesienią warunki agrometeorologiczne uległy poprawie i zbiory późnych odmian warzyw były lepsze od zbiorów odmian wczesnych. Zbiory kapusty oceniano się na ok. 632 tys. t (-2% r/r), kalafiorów na ok. 128 tys. t (-3% r/r), cebuli na ok. 636 tys. t (-2% r/r), marchwi na ok. 578 tys. t (-7% r/r), buraków ćwikłowych na ok. 259 tys. t (+7% r/r), ogórków na ok. 132 tys. t (-9% r/r), a pomidorów na ok. 171 tys. t (bez zmian). Zbiory warzyw pod osłonami obniżyły się w 2023 r. do 1,3 mln t (-8% r/r). Wstępną ocenę GUS dotyczącą przezimowania upraw poznamy 30 kwietnia.
- Zarówno w przypadku dynamiki cen owoców jak i warzyw mamy obecnie dotyczenia z tendencjami spadkowymi, co wynika w znacznym stopniu z efektów wysokiej bazy z poprzedniego roku oraz relatywnie wysokiej podaży na krajowym rynku. W obu przypadkach czynnikiem podbijającym ceny będzie przywrócenie VAT na żywność od kwietnia 2024 r. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszych ścieżek cen jest kształtowanie się warunków agrometeorologicznych.

Ubiegłoroczne zbiory owoców wyraźnie niższe niż przed rokiem, lecz nadal powyżej średniej wieloletniej

Zbiory warzyw poniżej średniej wieloletniej

Wolniejszy wzrost cen owoców i warzyw



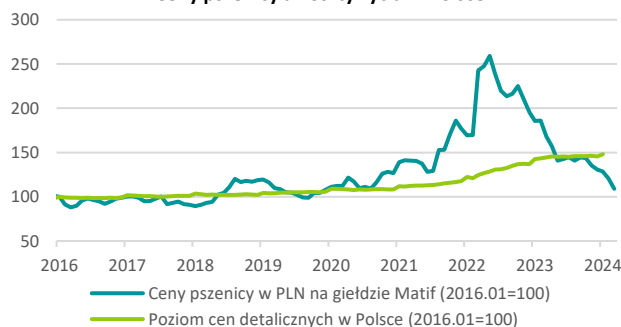
Źródło: GUS, Credit Agricole

Jakie są przyczyny rolniczych protestów?

W ostatnim czasie w Unii Europejskiej mamy do czynienia z falą protestów rolniczych. Warto zwrócić uwagę, że protesty po raz pierwszy mają tak szeroki zasięg geograficzny i obserwowane są w większości krajów UE. Choć postulaty rolników są zróżnicowane w zależności od kraju, to elementem wspólnym rolniczych protestów jest sprzeciw względem strategii Europejskiego Zielonego Ładu (EZŁ) oraz próba zwrócenia uwagi na malejącą dochodowość produkcji rolnej. W części krajów, m.in. w Polsce, jest to również sprzeciw wobec importu artykułów rolno-spożywczych z Ukrainy. W poniższej analizie zastanawiamy się nad źródłami protestów rolniczych oraz ekonomicznymi sposobami rozwiązania zgłaszanych przez rolników problemów.

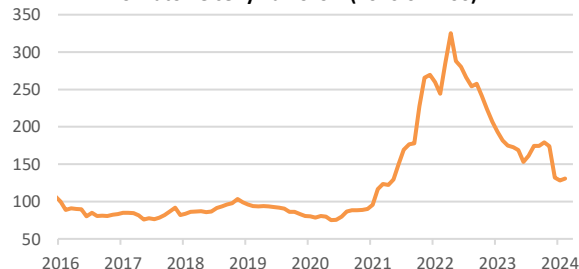
Na samym początku warto odpowiedzieć na pytanie dlaczego protesty rolników wybuchły właśnie teraz mimo, że sama strategia EZŁ jest sukcesywnie komunikowana i wdrażana od kilku lat. W naszej ocenie wynika to z istotnego pogorszenia opłacalności produkcji roślinnej. W ostatnich latach ceny zbóż i roślin oleistych były bardzo wysokie, co z jednej strony wynikało z pozrywanych łańcuchów dostaw ze względu na pandemię COVID-19 oraz wybuch wojny w Ukrainie, a z drugiej strony odzwierciedlało wzrost kosztów środków produkcji dla rolnictwa, w szczególności nawozów. W efekcie część rolników nie odczuwała negatywnego wpływu wprowadzanych regulacji na dochodowość ich produkcji. Obecnie ceny skupu zbóż i roślin oleistych spadły do poziomów sprzed wybuchu pandemii (por. sekcje dotyczące rynku zbóż i roślin oleistych). Choć obniżyły się również ceny środków produkcji dla rolnictwa, w szczególności nawozów, to skala spadku była mniejsza. Nie oddaje to jednak w pełni problemów z opłacalnością produkcji rolnej ponieważ w tym samym czasie doszło do istotnego wzrostu kosztów życia ze względu na inflację. W efekcie obserwujemy obecnie bardzo silne pogorszenie dobrobytu rolników, w szczególności tych wyspecjalizowanych w produkcji roślinnej, nie tylko w ujęciu bezwzględny, ale również względem innych grup zawodowych. Sytuację rolników pogarsza fakt, że część rozwiązań EZŁ była w ostatnich latach odwołana w czasie i ich ostatnie próby wprowadzenia zbiegły się ze wspomnianym wyżej silnym pogorszeniem sytuacji ekonomicznej rolników. Przykładem może być tutaj obowiązkowe ugorowanie.

Ceny pszenicy a koszty życia w Polsce



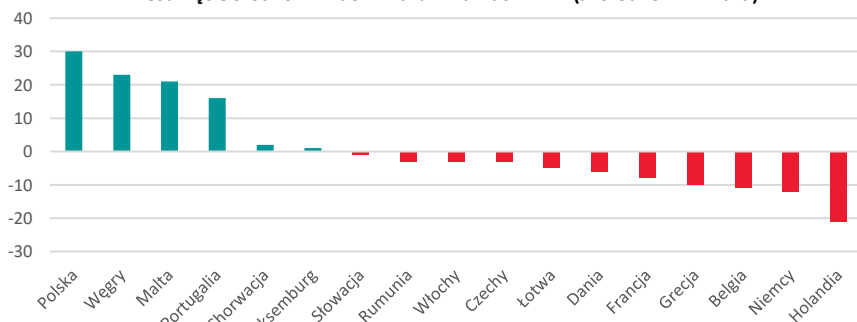
Źródło: Eurostat, Eikon, Bank Światowy, Credit Agricole

Światowe ceny nawozów (2016.01=100)



Dlaczego rolnicy sprzeciwiają się strategii EZŁ? W największym skrócie strategia EZŁ zakłada obniżenie negatywnego wpływu rolnictwa na klimat. Rolnictwo odpowiada za ok. 21% światowych emisji gazów cieplarnianych. Jednocześnie rolnictwo przyczynia się do degradacji gleb, eutrofizacji rzek i zbiorników wodnych czy spadku bioróżnorodności. Stąd trudno projektując politykę gospodarczą mającą na celu osiągnięcie neutralności klimatycznej pominąć ten sektor. Z tego powodu nowa Wspólna Polityka Rolna (WPR) uzależnia wysokość dopłat bezpośrednich od wypełniania przez rolników zadań mających na celu ochronę środowiska (tzw. ekoschematy), jak również wprowadza szereg ograniczeń dotyczących np. stosowania nawozów czy środków ochrony roślin. Na ogół działania związane z EZŁ prowadzą do obniżenia wydajności produkcji rolnej, a w konsekwencji spadku jej wolumenu. Przy niezmiennych cenach skupu oznacza to spadek przychodów uzyskiwanych przez rolników. Teoretycznie niższa podaż żywności powinna prowadzić do wzrostu jej cen, co powinno przy niskiej elastyczności cenowej popytu na żywność sprzyjać wzrostowi przychodów rolników. Należy jednak pamiętać, że rynek żywności jest obecnie zglobalizowany. W miejsce niższej produkcji rolnej w UE szybko pojawi się podaż z innych krajów, m.in. z Rosji, Ukrainy czy krajów Ameryki Południowej, co będzie oddziaływać w kierunku spadku cen. Z tego powodu można oczekiwać, że skoro nie jest możliwe skompensowanie obniżenia wydajności wyższymi cenami skupu, to powinno zostać to zrobione przez wyższe dopłaty. Warto jednak zauważyć, że budżet WPR obniżył się w ujęciu nominalnym (a tym bardziej w ujęciu realnym uwzględniając odnotowany w ostatnich latach wzrost cen) w nowej perspektywie na lata 2021-2027 względem perspektywy 2024-2020, a ponadto wiele krajów zdecydowało się przesunąć część środków z I filaru (dopłaty bezpośrednie) do II filaru (rozwój obszarów wiejskich). Podsumowując, przy obecnym kształcie WPR rolnicy muszą w dużym stopniu sami sfinansować koszty związane z EZŁ.

Przesunięcie środków z I do II filaru w ramach WPR (% środków z I filaru)

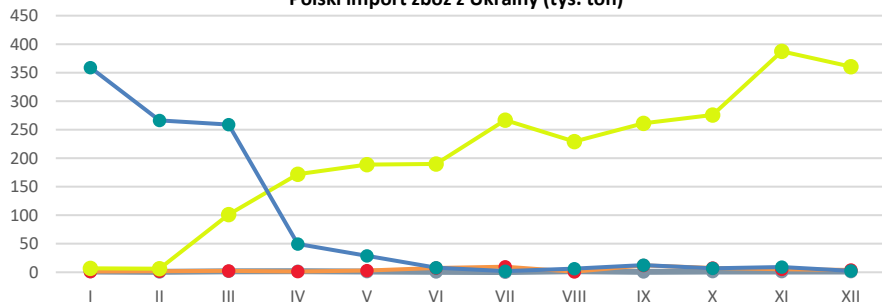


Źródło: KE, Credit Agricole

Kolejnym problemem, który jest podnoszony przez rolników, ale nieco mniej wybrzmiewa w debacie publicznej, jest kwestia kurczącej się marży rolników. Rolnicy na świecie, nie tylko w Europie, są obecnie pomiędzy „młotem a kowadłem”. Z jednej strony mamy do czynienia z bardzo dużą koncentracją siły ekonomicznej na poziomie firm dostarczających środki produkcji dla rolnictwa

(np. nawozy, środki ochrony roślin, nasiona). Z drugiej strony obserwujemy koncentrację siły ekonomicznej na poziomie skupu, przetwórstwa i handlu detalicznego. Siła przetargowa rolników w tej sytuacji jest o wiele mniejsza niż jeszcze kilka dekad temu, co prowadzi do stopniowego spadku marży w rolnictwie, która przejmowana jest przez sąsiadujące odcinki łańcucha dostaw.

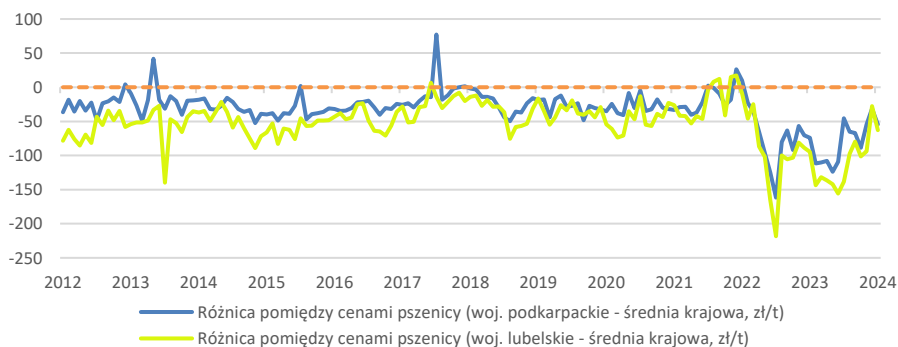
Polski import zbóż z Ukrainy (tys. ton)



Źródło: GUS, Credit Agricole

Czy rzeczywiście problemem polskich rolników jest import surowców rolnych z Ukrainy? Temat jest o wiele bardziej złożony niż to, w jaki sposób jest on prezentowany w debacie publicznej. Po pierwsze, nie jest prawdą, że zboże z Ukrainy nie ma wpływu na ceny w Polsce, przy czym jest to przede wszystkim wpływ pośredni a nie bezpośredni. Ze względu na istotną rolę Ukrainy w kształtowaniu podaży na światowym rynku żywności wybuch wojny w tym kraju początkowo doprowadził do wzrostu światowych cen, a w konsekwencji również cen w Polsce (sytuacja korzystna dla polskich

rolników). Obecnie m.in. ze względu na to, że Ukraina znalazła nowe sposoby na eksport - głównie przez Morze Czarne poprzez tzw. korytarz humanitarny a nie przez granicę z Polską - ceny skupu spadają (sytuacja niekorzystna dla polskich rolników).



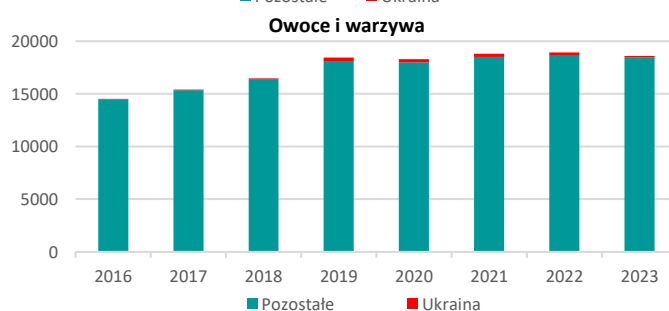
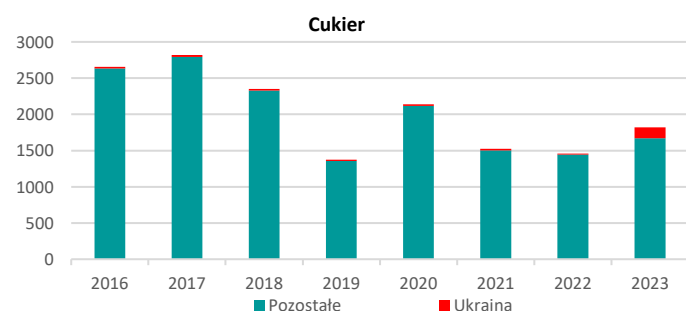
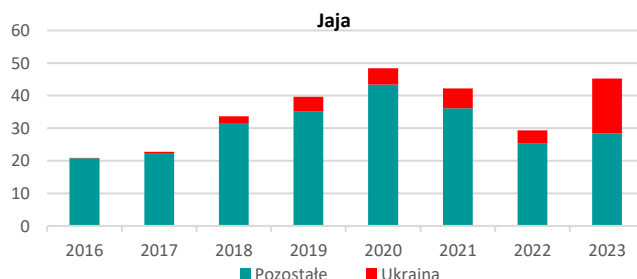
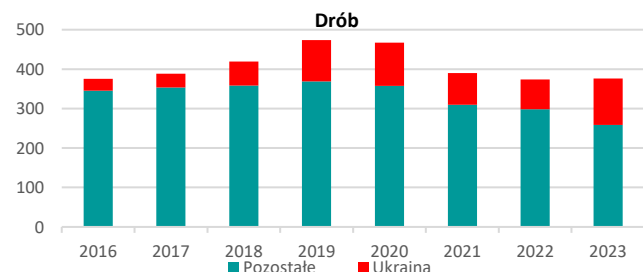
Źródło: GUS, Credit Agricole

Po drugie, prawdą jest, że przez kilka miesięcy, w wyniku bardzo silnego wzrostu importu ziarna z Ukrainy lokalnie (głównie w województwie Podkarpackim i Lubelskim) doszło do odchylania się cen zbóż od średniej krajowej, która cały czas pozostawała na poziomach spójnych z cenami na giełdzie Matif. Wynikało to z niewystarczającej infrastruktury logistycznej, która uniemożliwiała transfer ukraińskiego ziarna. Po wprowadzeniu embarga sytuacja się ustabilizowała i obecnie nie ma dowodów na to, że ceny w Polsce pozostają pod bezpośrednim negatywnym wpływem

importu z Ukrainy.

Po trzecie, polski sektor rolno-spożywczy ma zupełnie inną ekspozycję na import artykułów rolno-spożywczych z Ukrainy niż większość krajów unijnych. Ukraina konkuruje z nami w tym samym segmencie, czyli produktów bez rozpoznawalnych marek o relatywnie dobrym stosunku jakości do ceny. Można przyjąć założenie, że kraje unijne importujące obecnie polskie artykuły rolno-spożywcze kierując się dobrym stosunkiem jakości do ceny mogą chcieć zastępować droższe polskie produkty tańszymi produktami z Ukrainy. Oznacza to presję na spadek cen uzyskiwanych przez polskich eksporterów. Obecnie ta konkurencja stopniowo ujawnia się w sektorze drobiu, jaj, cukru, w mniejszym stopniu na rynku owoców i warzyw.

Struktura unijnego importu wybranych artykułów rolno-spożywczych (tys. ton)



Źródło: Eurostat, Credit Agricole

Problem decyzyjny w unijnym rolnictwie można zatem przedstawić jako próbę realizacji trzech celów, które jednocześnie nie są możliwe do osiągnięcia:

1. Wprowadzenie EZŁ w rolnictwie w obecnym kształcie.
2. Zahamowanie spadku realnych dochodów rolników.
3. Utrzymanie relatywnie niskich (względem innych dóbr konsumpcyjnych) cen żywności

1. Można wprowadzić EZŁ i utrzymać realne dochody w rolnictwie na niezmienionym poziomie poprzez silne zwiększenie dotowania rolnictwa z podatków (pośredni wzrost cen żywności) lub izolację unijnego rynku żywności od importu (bezpośredni wzrost cen żywności). W naszej ocenie oba te rozwiązania w czystej formie są trudne politycznie do wdrożenia. Po pierwsze, zatrudnienie w rolnictwie sukcesywnie spada, stąd trudno byłoby uzasadnić znaczący wzrost wydatków na rolnictwo w unijnym budżecie, zwłaszcza że kwestia nadmiernych wydatków na rolnictwo była w latach 80. przyczyną zmian WPR. Po drugie, zamknięcie unijnego rynku przez importem uderzałoby w zasady WTO i bilateralne porozumienia handlowe podpisywane w ostatnich latach przez UE.

2. Można zrezygnować z wprowadzenia EZŁ w rolnictwie w obecnym kształcie, a przez to utrzymać realne dochody rolników na niezmienionym poziomie oraz relatywnie niskie ceny żywności, co mniej więcej oznaczałoby utrzymanie pewnego rodzaju status quo w unijnym rolnictwie. Trudno wyobrazić sobie takie rozwiązanie uwzględniając presję polityczną w UE w obszarze neutralności klimatycznej. Ponadto, utrzymanie status quo nie rozwiązywałoby perspektywy dalszej erozji marż rolników ze względu na nierównowagę siły ekonomicznej w ramach łańcuchów dostaw w rolnictwie oraz rosnącej konkurencji ze strony Ukrainy.

3. Można wprowadzić EZŁ w rolnictwie w obecnym kształcie, utrzymać relatywnie niskie ceny detaliczne żywności, ale kosztem zubożenia rolników. Na taki scenariusz nie zgadzają się jednak rolnicy, czego wyraz dają w największej od lat fali protestów.

Uwzględniając obecne działania Komisji Europejskiej można oczekiwać, że będzie ona próbowała uspokoić nastroje wśród rolników poprzez złagodzenie lub derogację części regulacji w ramach EZŁ. Przykładowo, KE wycofała się już z próby ograniczenia stosowania środków ochrony roślin, odłożyła na rok obowiązek ugorowania gruntów ornych. KE zapowiedziała również wprowadzenie ilościowych ograniczeń w imporcie drobiu, jaj i cukru z Ukrainy. Jednocześnie nic nie wskazuje na plany zwiększenia finansowania rolnictwa. W naszej ocenie podejmowane obecnie działania mają charakter doraźny i nie stanowią stabilnego rozwiązania problemów zgłaszanych przez rolników. Uważamy, że stwarza to ryzyko ponownego nasilenia protestów rolniczych, w warunkach wprowadzania regulacji związanych z EZŁ, czy rosnącej presji ze strony importu z Ukrainy na unijnym rynku artykułów rolnospożywczych.

PROGNOZY

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik		2024				2025				2023	2024	2025
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)		1,5	2,7	3,5	3,5	5,0	4,7	4,2	4,5	0,2	2,8	4,6
Konsumpcja (% r/r)		3,0	4,0	2,8	2,7	2,9	1,6	2,5	1,9	-1,0	3,1	2,2
Inwestycje (% r/r)		2,3	2,1	1,6	0,7	8,4	9,2	10,2	10,3	8,4	1,5	9,7
Eksport (ceny stałe, % r/r)		2,8	0,6	4,9	7,8	7,9	5,7	4,3	7,1	-1,9	4,0	6,3
Import (ceny stałe, % r/r)		-0,4	2,3	8,8	8,7	8,4	6,8	4,9	6,8	-8,3	4,8	6,7
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,8	2,3	1,7	1,3	1,8	0,9	1,5	0,9	-0,6	1,8	1,2
	Inwestycje (pp.)	0,3	0,3	0,3	0,2	1,1	1,5	1,7	2,3	1,4	0,3	1,7
	Eksport netto (pp.)	2,0	-0,9	-1,7	0,0	0,4	-0,2	-0,2	0,4	3,9	-0,2	0,1
Saldo obrotów bieżących***		1,8	2,1	1,7	1,6	1,3	1,1	1,0	1,1	1,6	1,6	1,1
Stopa bezrobocia (%)**		5,4	4,9	4,8	4,9	5,2	4,7	4,7	4,8	5,1	4,9	4,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	0,1	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)		10,5	13,0	12,3	12,5	10,7	6,9	6,6	6,0	12,8	12,1	7,5
Inflacja CPI (%)*		2,9	2,9	4,1	4,1	5,0	4,1	3,3	3,6	11,6	3,5	4,0
Wibor 3-miesięczny (%)**		5,88	5,88	5,88	5,88	5,88	5,63	5,51	5,38	5,88	5,88	5,38
Stopa referencyjna NBP (%)**		5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,75	5,25
EURPLN**		4,30	4,28	4,26	4,24	4,23	4,22	4,21	4,20	4,33	4,24	4,20
USDPLN**		3,98	4,00	4,02	4,04	3,95	3,87	3,83	3,75	3,93	4,04	3,75

* wartość średniokwartalna

** wartość na koniec okresu

*** narastająco za cztery ostatnie kwartały

Źródło: GUS, Reuters, Credit Agricole

Prognozy kursu walutowego oraz wzrostu PKB dla wybranych krajów

	Realny wzrost PKB				Kursy walutowe *							
	2023	2024	2025		Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24
Strefa euro	0,5	0,7	1,4	EUR/USD	1,08	1,07	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Japonia	2,0	0,5	1,8	EUR/JPY	157,68	154,08	148,40	144,90	147,66	148,24	147,40	147,84
Wielka Brytania	0,5	0,4	1,2	EUR/GBP	0,85	0,85	0,84	0,84	0,84	0,84	0,83	0,83
Chiny	5,2	4,4	4,2	USD/CNY	7,18	7,18	7,15	7,06	7,03	7,00	6,90	6,80
Hong Kong	3,2	3,0	3,1	USD/HKD	7,80	7,80	7,78	7,76	7,75	7,75	7,75	7,75
Indie	6,1	5,8	6,3	USD/INR	82,80	82,50	82,50	82,00	82,00	82,00	81,50	81,00
Indonezja	5,0	5,1	5,0	USD/IDR	15500	15500	15300	15300	15200	15000	14800	14500
Malezja	3,7	5,0	4,7	USD/MYR	4,70	4,70	4,65	4,60	4,60	4,55	4,50	4,50
Filipiny	5,6	5,8	5,7	USD/PHP	56,00	55,80	55,50	55,00	55,00	54,50	54,50	54,00
Singapur	1,1	2,7	2,8	USD/SGD	1,34	1,33	1,33	1,32	1,31	1,31	1,31	1,3
Korea Południowa	1,3	2,3	2,1	USD/KRW	1330	1325	1320	1300	1280	1260	1250	1220
Tajwan	1,4	3,0	2,3	USD/TWD	31,60	31,50	31,50	31,20	31,00	31,00	31,10	31,00
Tajlandia	1,9	3,4	3,2	USD/THB	36,00	36,50	36,50	36,00	35,50	35,30	35,00	34,80
Wietnam	5,1	6,0	6,3	USD/VND	24600	24500	24500	24400	24200	24000	23800	23600
Brazylia	3,0	1,5	1,8	USD/BRL	5,00	5,05	5,08	5,10	5,15	5,20	5,25	5,25
Meksyk	3,2	1,8	1,5	USD/MXN	17,50	17,60	17,75	18,00	18,25	18,50	18,75	19,00
Rosja	2,0	1,0	1,5	USD/RUB	95,00	95,00	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00
Turcja	3,5	3,0	3,0	USD/TRY	31,50	32,00	31,00	30,00	29,00	30,00	31,00	31,00

* wartość na koniec okresu

Źródło: Crédit Agricole Corporate and Investment Bank

Niniejszy dokument stanowi komentarz rynkowy i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.