

KWARTALNIK AGROBIZNESU | Wiosna 2025

Brak przestrzeni do wyraźnego osłabienia złotego

- Uważamy, że dynamika PKB osiągnie w I kw. 2025 r. swoje minimum lokalne i w kolejnych kwartałach będzie kształtowała się w trendzie wzrostowym. W konsekwencji prognozujemy, że w 2025 r. PKB zwiększy się o 3,5% wobec 2,9% w 2024 r. Głównym czynnikiem dynamizującym wzrost gospodarczy w 2025 r. będzie ożywienie inwestycji, związane z wykorzystywaniem środków z UE (głównie z KPO). Wzrost wspierany będzie również przez wyższy wkład eksportu netto związany z prognozowanym przez nas ożywieniem aktywności wśród głównych partnerów handlowych Polski, przy czym czynnikiem ryzyka dla takiego scenariusza jest polityka celna administracji D. Trumpa. Oczekujemy, że w 2026 r. wzrost PKB nieznacznie spowolni do 3,3%.
- Prognozujemy, że inflacja utrzyma się na poziomie ok. 5% do czerwca 2025 r. (por. MAKROmapa z 10.03.2024). Oczekujemy, że osiągnie ona swoje maksimum lokalne w lutym 2025 r. na poziomie 5,5%, po czym zacznie się stopniowo obniżać. W naszym scenariuszu zakładamy, że choć inflacja znacząco spadnie w II poł. 2025 r., to będzie ona oscylować na poziomie zbliżonym do górnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego (3,5%). W rezultacie prognozujemy, że średniorocznie inflacja w całym 2025 r. wyniesie 3,9% r/r wobec 3,6% w 2024 r., a w 2026 r. spadnie ona do 2,8%.
- W warunkach dobrej sytuacji na rynku pracy i ponownego wzrostu inflacji presja płacowa w polskiej gospodarce utrzymuje się na podwyższonym poziomie. Uważamy, że w kolejnych kwartałach będzie ona słabnąć wraz z obniżającą się inflacją. W konsekwencji prognozujemy, że dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej w 2025 r. wyniesie 8,0% r/r wobec 13,7% w 2024 r., a w 2026 r. spadnie ona do 6,0%.
- Uważamy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na niezmiennym poziomie do II poł. 2025 r., kiedy to oczekujemy obniżek o łącznej skali 50pb (o 25pb w III kw. i o 25pb w IV kw.). Tym samym stopa referencyjna na koniec 2025 r. wyniesie 5,25% (por. MAKROPuls z 12.03.2025). Uważamy, że argumentem na rzecz obniżki stóp w III kw. będą wyniki lipcowej projekcji inflacji, w której inflacja powróci do celu RPP w IV kw. 2026 r.
- W I kw. kurs złotego istotnie się umocnił, czemu sprzyjały rosnące oczekiwania inwestorów na porozumienie pokojowe na Ukrainie. Umocnieniu kursu złotego sprzyja również napływ środków z UE, a także utrzymywanie się wysokich stóp procentowych w Polsce. Prognozujemy, że na koniec 2025 r. kurs EURPLN wyniesie 4,20 wobec 4,27 na koniec 2024 r., a na koniec 2026 r. spadnie do 4,16. Czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy są działania administracji D. Trumpa w obszarze polityki gospodarczej i zagranicznej.

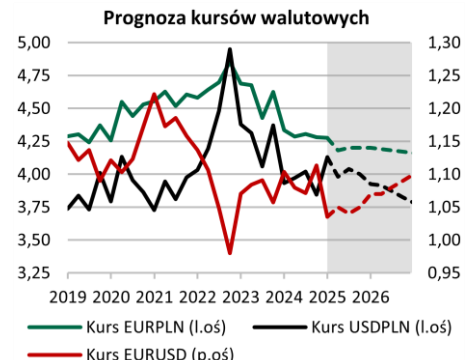
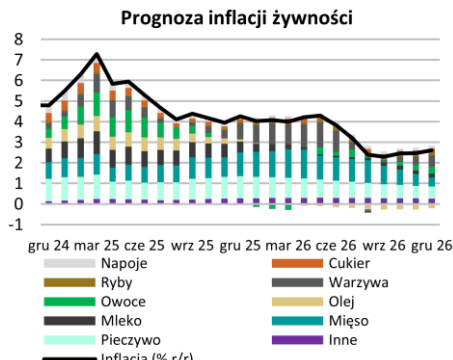
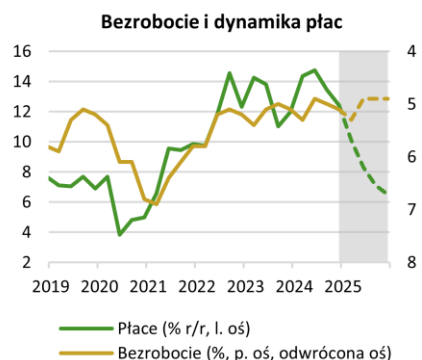
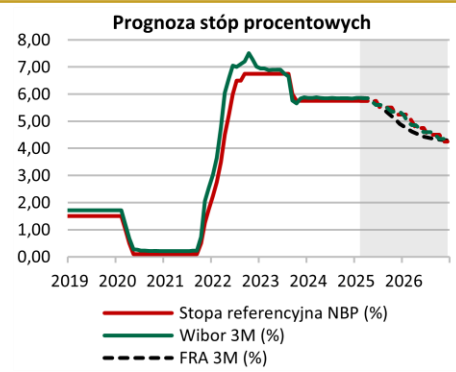
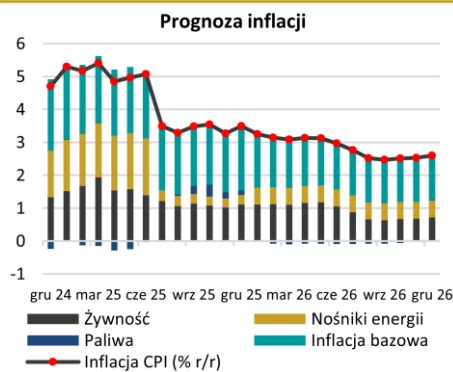
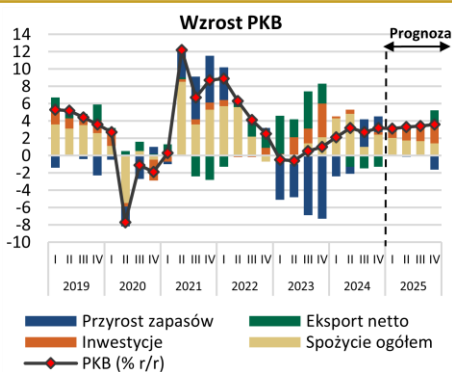
**Wojny handlowe
ryzykiem dla
ożywienia
gospodarczego**

**Wyraźny spadek
inflacji dopiero w II
poł. 2025 r.**

**Wzrost wynagrodzeń
spowolni ale
pozostanie wysoki**

**Pierwsza obniżka stóp
procentowych w III
kw. 2025 r.**

**Brak przestrzeni do
wyraźnego osłabienia
złotego**



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



Podwyższona zmienność na światowym rynku zbóż

- Zgodnie z prognozą USDA (U.S. Department of Agriculture) z 11 marca światowa produkcja zbóż w sezonie 24/25 zmniejszy się do 2293,0 mln t wobec 2295,7 mln t w sezonie 23/24 (-0,1%). Złożą się na to niższe zbiory kukurydzy (-1,1%) oraz wyższe zbiory pszenicy (+0,8%), jęczmienia (+0,2%) i pozostałych gatunków zbóż (+3,7%). Niższa produkcja kukurydzy będzie przede wszystkim związana z jej mniejszymi zbiorami w USA (-3,1% - ze względu na niższą powierzchnię zasiewów), na Ukrainie (-5,7%) oraz w UE (-6,3%) - w obu przypadkach efekt niższych plonów, których nie skompensuje wyższa produkcja w Brazylii (+5,9%) i Chinach (2,1%) - związana z wyższymi plonami i większą powierzchnią zasiewów. Wzrost produkcji pszenicy będzie wynikał głównie z jej wyższych zbiorów w Australii (+31,4% - z uwagi na efekt niskiej bazy sprzed roku związany z niekorzystnymi warunkami agrometeorologicznymi) oraz USA (+9,3% - ze względu na wyższe plony i wzrost powierzchni zasiewów), podczas gdy jej spadek prognozowany jest w UE (-10,2%, m.in. ze względu na bardzo słabe ubiegłoroczne zbiory we Francji) oraz w Rosji (-10,8% - efekt wiosennych przymrozków i późniejszej suszy). Z kolei wyższe zbiory jęczmienia, podobnie jak w przypadku pszenicy, będą efektem wzrostu jego produkcji w Australii (+22,8%) oraz UE (+5,4%), który skompensuje niższą podaż ze strony Rosji (-20,7%).
- Zgodnie z prognozą USDA światowa konsumpcja zbóż w sezonie 24/25 zwiększy się do 2317,8 mln t wobec 2300,7 mln t w sezonie 23/24 (+0,7%). Wzrost spożycia prognozowany jest w przypadku pszenicy (0,3%), kukurydzy (+0,8%), jęczmienia (+1,7%), jak i pozostałych gatunków zbóż (+1,7%). W kierunku wzrostu spożycia zbóż oddziałują ich nadal relatywnie niskie na tle historycznym ceny.
- Ze względu na wyższe prognozowane światowe spożycie zbóż od ich produkcji, USDA oczekuje spadku światowych zapasów zbóż w sezonie 24/25 do 576,9 mln t wobec 614,1 mln t w sezonie 23/24 (-6,1%). Uwzględniając wzrost światowej konsumpcji zbóż współczynnik zapasy/spożycie zmniejszy się do 24,9% wobec 26,7%, osiągając najniższą wartość od sezonu 13/14.
- W ostatnich tygodniach na rynku zbóż mamy do czynienia z podwyższoną zmiennością cen ze względu na wysoką niepewność związaną z polityką celną administracji D. Trumpa. Wprowadzenie ceł odwetowych na amerykański eksport surowców rolnych przez Chiny, Meksyk i Kanadę oddziaływały w kierunku reorientacji światowych przepływów handlowych. Byłby to czynnik pozytywny dla cen w UE. Jednocześnie prognozowany przez USDA relatywnie silny spadek światowych zapasów zbóż wskazuje naszym zdaniem na przestrzeń do wzrostu cen zbóż w kolejnych kwartałach. Uwzględniając czynniki krajowe prognozujemy, że ceny pszenicy i kukurydzy w Polsce wyniosą odpowiednio ok. 100 zł/dt i 90 zł/dt na koniec 2025 r. i ok. 110 zł/dt i 95 zł/dt na koniec 2026 r. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy są warunki agrometeorologiczne wśród kluczowych światowych producentów i eksporterów zbóż, pierwsze szacunki światowej produkcji zbóż w sezonie 25/26, które pojawią się w II kw. 2025 r., a także dalszy rozwój sytuacji geopolitycznej.

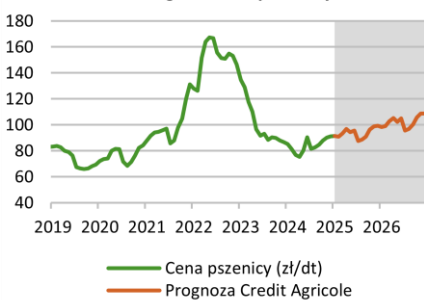
Światowa produkcja zbóż na niewielkim minusie

Relatywnie niskie ceny zbóż wspierają wzrost ich spożycia

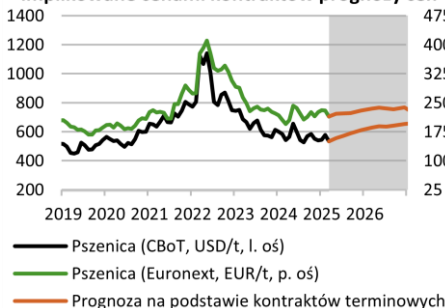
Silny spadek światowych zapasów zbóż

Podwyższona zmienność na światowym rynku zbóż

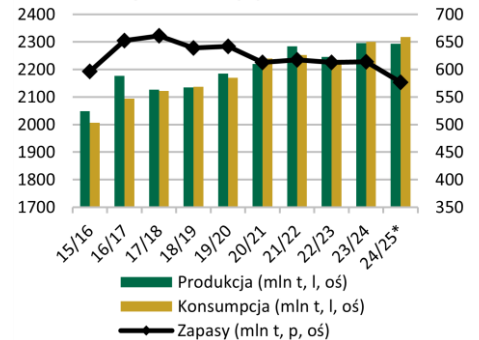
Prognoza cen pszenicy



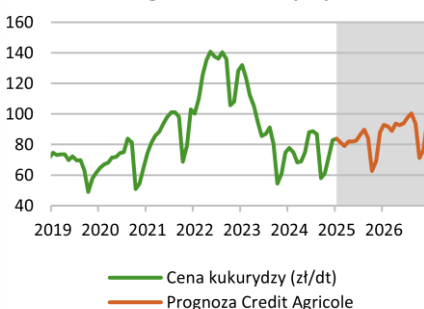
Kontrakty kontynuacyjne na pszenicę oraz implikowane cenami kontraktów prognozy cen



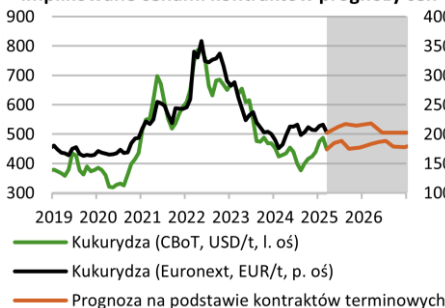
Produkcja i konsumpcja zboża na świecie



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, Refinitiv, USDA, Credit Agricole *prognozy USDA

ROŚLINY OLEISTE



Ceny rzepaku pod presją dużych zapasów soi

- Zgodnie z prognozą USDA z 11 marca światowa produkcja nasion i owoców najważniejszych roślin oleistych w sezonie 24/25 zwiększy się do 679,4 mln t wobec 657,1 mln t w sezonie 23/24 (+3,4%), co będzie przede wszystkim efektem wyższych zbiorów soi (+6,5%), podczas gdy zbiory rzepaku i ziaren słonecznika obniżą się (odpowiednio o 4,1% i 7,1%). Wyższe zbiory soi wynikać będą ze zwiększenia jej produkcji w Brazylii (+10,5% - ze względu na większą powierzchnię zasiewów oraz wyższe plony) i w USA (+7,2% - efekt większej powierzchni zasiewów).
- Zgodnie z prognozą USDA globalne zużycie nasion i owoców roślin oleistych w sezonie 24/25 zwiększy się do 669,3 mln t wobec 646,2 mln t w sezonie 23/24 (+3,6%). W kierunku wzrostu zużycia roślin oleistych oddziaływać będą ich relatywnie niskie ceny w połączeniu ze zwiększoną dostępnością. Pozytywny dla zużycia roślin oleistych jest również prognozowany przez nas łagodny wzrost cen ropy naftowej w latach 2025-2026, który będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia ich wykorzystania do produkcji biopaliw.
- W warunkach wyraźnie wyższej produkcji roślin oleistych od ich zużycia w sezonie 24/25 prognozowany jest wzrost ich światowych zapasów do 139,1 mln t wobec 133,0 mln t w sezonie 23/24 (+4,7%). W konsekwencji wskaźnik zapasy końcowe/zużycie zwiększy się do 20,8% wobec 20,6%, osiągając najwyższą wartość od sezonu 18/19. W przypadku soi, mającej największy udział w światowej produkcji roślin oleistych (ok. 60%), wskaźnik ten zwiększy się do 29,7% wobec 29,3%, co również będzie najwyższym poziomem od sezonu 18/19.
- Zgodnie z szacunkami USDA produkcja rzepaku w sezonie 24/25 obniży się do 85,7 mln t wobec 89,4 mln t w sezonie 23/24. Spadek produkcji rzepaku wynika z jego niższych zbiorów w UE (-13,5%) i Ukrainie (-21,1%) - w obu przypadkach efekt mniejszej powierzchni zasiewów i słabszych plonów. Z kolei światowe zużycie rzepaku w sezonie 24/25 zmniejszy się nieznacznie do 87,2 mln t wobec 88,8 mln t w sezonie 23/24 (-0,3%), do czego przyczyni się jego mniejsza dostępność. W konsekwencji światowe zapasy rzepaku obniżą się w sezonie 24/25 do 9,1 mln t wobec 11,0 mln t w sezonie 23/24 (-17,3%). W efekcie wskaźnik zapasy końcowe/zużycie zmniejszy się do 10,4% wobec 12,4%, sygnalizując istotne obniżenie dostępności rzepaku na światowym rynku.
- W ostatnich tygodniach mamy do czynienia z podwyższoną zmiennością cen rzepaku ze względu na wzrost napięć w światowym handlu. Podwyższonymi cłami ze strony USA oraz Chin została objęta Kanada, która jest największym światowym eksporterem rzepaku. Jednocześnie czynnikiem ograniczającym perspektywę silnego wzrostu cen rzepaku pozostają znaczące światowe zapasy soi. Uwzględniając czynniki krajowe prognozujemy, że na koniec 2025 r. cena skupu rzepaku wyniesie ok. 2400 zł/t i ok. 2500 zł/t na koniec 2026 r. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy są warunki agrometeorologiczne wśród kluczowych światowych producentów i eksporterów roślin oleistych, pierwsze szacunki światowej produkcji roślin oleistych w sezonie 25/26, które pojawią się w II kw. 2025 r., a także dalszy rozwój sytuacji geopolitycznej.

Silny wzrost światowej produkcji soi

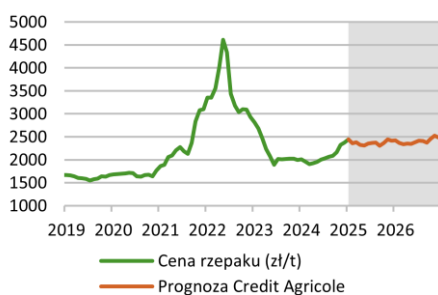
Popyt na rośliny oleiste wspierany przez ich większą dostępność

Wyraźne zwiększenie światowych zapasów soi

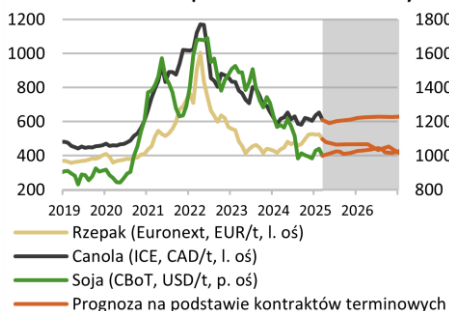
Spadek światowych zapasów rzepaku ze względu na niższą produkcję w UE i na Ukrainie

Ceny rzepaku pozostaną w lekkim trendzie wzrostowym

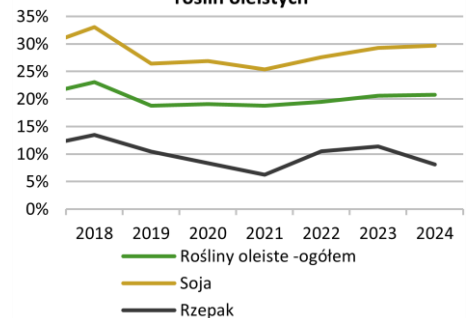
Prognoza cen rzepaku



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 tłuszczeniowych



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



Prognoza cen ropy naftowej



WIEPRZOWINA I WOŁOWINA



Ceny skupu bydła biją kolejne rekordy

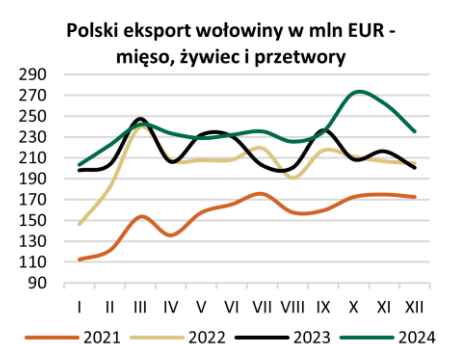
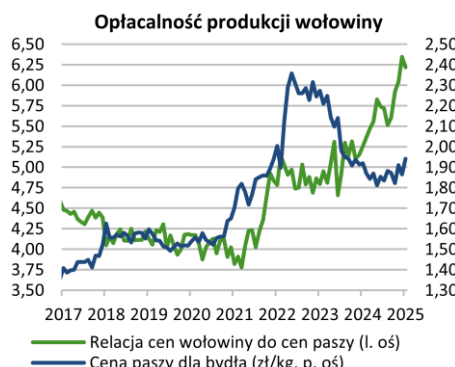
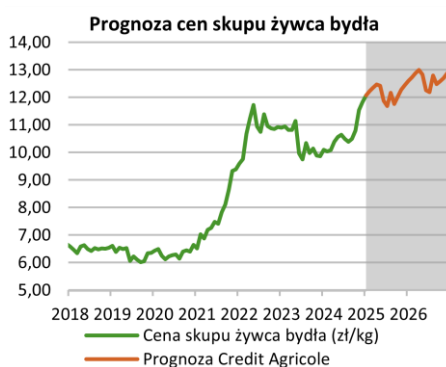
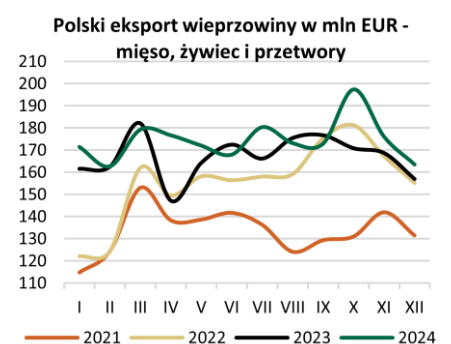
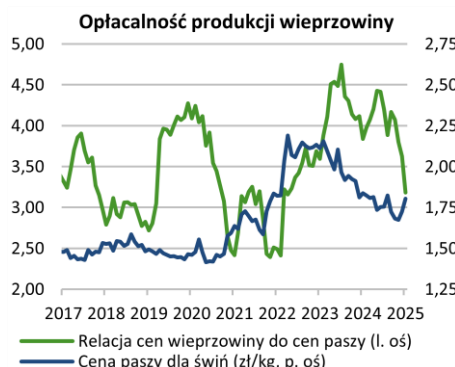
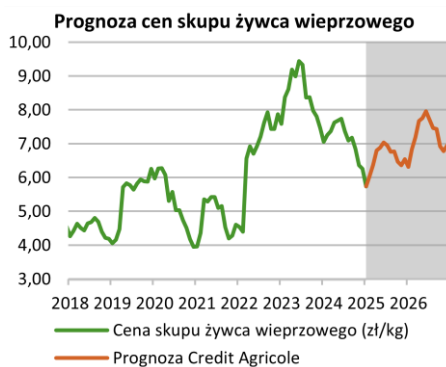
- Od III kw. 2023 r. ceny skupu na unijnym rynku trzody chlewnej kształtują się w trendzie spadkowym. Wynika to głównie z osłabienia popytu na wieprzowinę zarówno w UE, jak i na kluczowych rynkach eksportowych, w szczególności w Chinach. Czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku cen jest również postępująca odbudowa pogłowia świń w UE. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą dołek cenowy na rynku wieprzowiny został osiągnięty w I kw. 2025 r., a następnie ceny zaczną stopniowo rosnąć. W kierunku wzrostu cen oddziaływać będzie oczekiwane przez nas zwiększenie kosztów produkcji, jak również ożywienie popytu na wieprzowinę w warunkach rosnącej siły nabywczej gospodarstw domowych. Czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza są dalsze rozprzestrzenianie się ASF w Europie oraz wystąpienie pryszczycy w Niemczech.
- W całym 2024 r. wartość polskiego eksportu wieprzowiny (żywca, mięsa oraz przetworów) zwiększyła się o 4,4% r/r wobec wzrostu o 7,3% w 2023 r., co wynikało z wyższego wolumenu sprzedaży, podczas gdy ceny uzyskiwane przez eksporterów obniżyły się. Cena skupu żywca wyniosła w styczniu 2025 r. 5,74 zł/kg (-18,6% r/r), a cena pasz dla świń 1,80 zł/kg (-1,8% r/r). W rezultacie relacja cen żywiec/pasza ukształtowała się w styczniu na poziomie 3,18 wobec 3,84 przed rokiem, wskazując na istotne pogorszenie opłacalności produkcji. Po uwzględnieniu czynników globalnych oraz krajowych prognozujemy, że cena skupu żywca wieprzowego w Polsce na koniec 2025 r. wyniesie ok. 6,50 zł/kg oraz 7,00 zł/kg na koniec 2026 r.
- W ostatnich miesiącach doszło do przyspieszenia wzrostu cen skupu bydła w UE. Jest to efektem przede wszystkim utrzymującego się spadku produkcji bydła w UE, które następuje mimo jej rekordowej opłacalności. Wynika to ze zmian strukturalnych zachodzących w unijnym sektorze bydła znajdujących odzwierciedlenie w spadku zainteresowania jego hodowlą z uwagi na wysoką niepewność regulacyjną, presję ze strony chorób zwierząt i coraz większe problemy z sukcesją w gospodarstwach. Stąd uważamy, że ceny skupu bydła w najbliższych kwartałach pozostaną wysokie, a ich zmienność będzie determinowana głównie przez wahania popytu w warunkach systematycznego spadku podaży. Czynnikiem ryzyka dla sektora jest rosnąca presja ze strony chorób zwierząt.
- W całym 2024 r. wartość polskiego eksportu wołowiny (żywca, mięsa oraz przetworów) zwiększyła się o 9,5% r/r wobec wzrostu o 5,8% w 2023 r., co wynikało zarówno z wyższego wolumenu sprzedaży, jak i wyższych cen uzyskiwanych przez eksporterów. Cena skupu bydła wyniosła w styczniu 2025 r. 12,07 zł/kg (+19,6% r/r) – osiągając rekordowy poziom, a cena pasz dla bydła 1,94 zł/kg (1,1% r/r). W rezultacie relacja cen żywiec/pasza ukształtowała się na poziomie 6,22 wobec 5,26 przed rokiem, osiągając nowy rekordowy poziom. Uwzględniając sytuację na unijnym i krajowym rynku wołowiny oczekujemy, że cena skupu bydła w Polsce na koniec 2024 r. wyniesie ok. 12,50 zł/kg oraz 13,00 zł/kg na koniec 2025 r.

Rynek wieprzowiny osiągnął dołek cenowy

Kolejne miesiące przyniosą wzrost cen skupu trzody chlewnej

Unijna produkcja wołowiny spada, a jej ceny rosną

Ceny skupu bydła biją kolejne rekordy



Źródło: GUS, Ministerstwo Rolnictwa, Eurostat, Credit Agricole

DRÓB I JAJA



Ptasia grypa sprzyja wzrostowi cen jaj

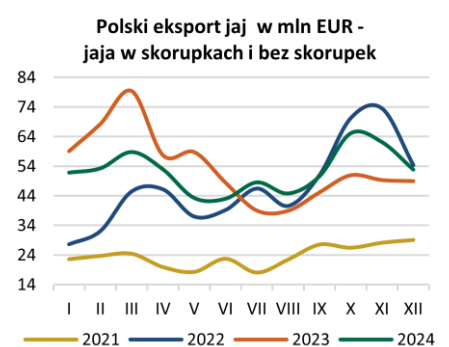
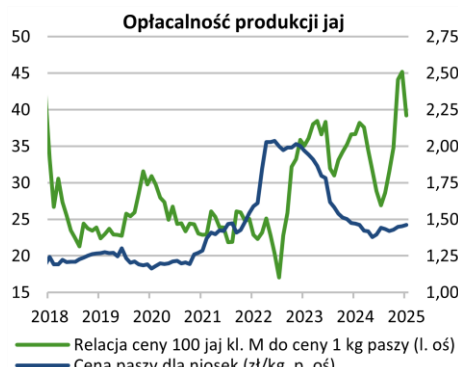
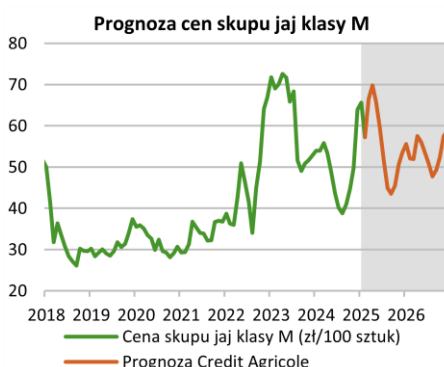
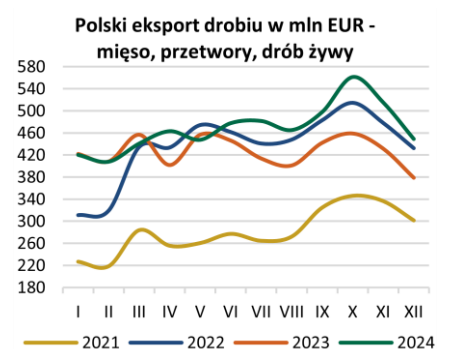
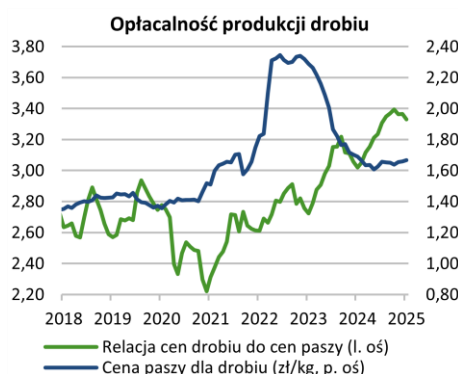
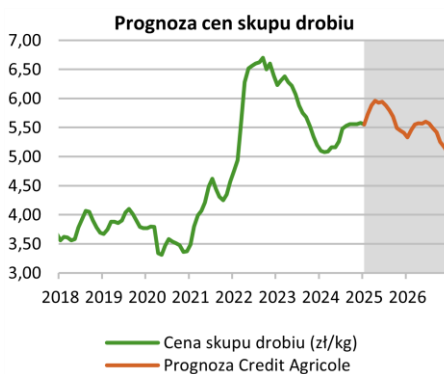
- Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą rosnąca podaż na unijnym rynku drobiu będzie w kolejnych kwartałach w coraz większym stopniu wywierać negatywną presję na ceny skupu. Zwiększeniu podaży sprzyja wysoka opłacalność produkcji drobiu związana z utrzymującymi się relatywnie niskimi cenami pasz. Ożywienie produkcji ma obecnie szeroki zakres i obserwowane jest wśród wszystkich głównych unijnych producentów drobiu poza Holandią. Jednocześnie straty związane z ptasią grypą, choć większe niż w poprzednim roku, mają jak na razie ograniczony wpływ na podaż mięsa drobiowego. Z tego powodu uważamy, że po wyłączeniu efektów sezonowych, które w najbliższym czasie będą podbijać cenę skupu drobiu, w kolejnych kwartałach będzie kształtował się ona w trendzie spadkowym.
- W całym 2024 r. wartość polskiego eksportu drobiu (mięsa, przetworów oraz drobiu żywego) zwiększyła się o 10,0% r/r wobec spadku o 2,2% w 2023 r., co wynikało zarówno z wyższego wolumenu sprzedaży, jak i wyższych cen uzyskiwanych przez eksporterów. Cena skupu drobiu wyniosła w styczniu 2025 r. 5,55 zł/kg (+8,8% r/r), a cena pasz dla drobiu ukształtowała się na poziomie 1,67 zł/kg (-1,3% r/r). W rezultacie relacja cen żywiec/pasza wyniosła w styczniu 3,33 wobec 3,10 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 2025 r. wyniesie ok. 5,40 zł/kg i ok. 5,10 zł/kg na koniec 2026 r.
- W ostatnich miesiącach doszło do silnego wzrostu cen skupu jaj w UE. Wynikało to ze strat związanych z występowaniem ptasiej grypy (nie tylko w Europie), które nastąpiły w warunkach ograniczonej podaży jaj na unijnym rynku. Istotnym czynnikiem, który ogranicza produkcję jaj w UE w ostatnich kwartałach jest postępująca transformacja sektora produkcji jaj wśród części kluczowych unijnych producentów jaj, w szczególności w Niemczech, polegająca na zastępowaniu chowu klatkowego chowem bezklatkowym. Wraz z poprawą sytuacji epizootycznej oczekujemy wzrostu podaży jaj i obniżenia ich cen. Niemniej uważamy, że przestrzeń do silnego spadku cen skupu jaj w najbliższych kwartałach jest ograniczona.
- W całym 2024 r. wartość polskiego eksportu jaj zmniejszyła się o 2,6% r/r wobec wzrostu o 14,2% w 2023 r., co było efektem niższych cen uzyskiwanych przez eksporterów, podczas gdy wolumen sprzedaży zwiększył się. Cena skupu jaj klasy M w styczniu 2025 r. wyniosła 57,25 zł/100 sztuk (6,1% r/r), a cena pasz dla niosek ukształtowała się na poziomie 1,46 zł/kg (-0,7% r/r). W konsekwencji w styczniu relacja cen 100 jaj/pasza wyniosła 39,19 wobec 36,67 przed rokiem, wskazując na 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 2025 r. wyniesie ok. 55 zł/100 sztuk oraz ok. 60 zł/100 sztuk na koniec 2026 r. Czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz cen drobiu i jaj są sytuacja epizootyczna związana z ptasią grypą oraz tempo wzrostu podaży wśród największych producentów mięsa drobiowego i jaj.

Wpływ ptasiej grypy na podaż drobiu w UE pozostaje ograniczony

Wysoka opłacalność produkcji sprzyja wzrostowi podaży drobiu

Ptasia grypa podbiła ceny jaj

Obecny silny wzrost cen jaj jest przejściowy



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa, GUS, Eurostat, Credit Agricole

MLEKO I PRODUKTY MLECZNE



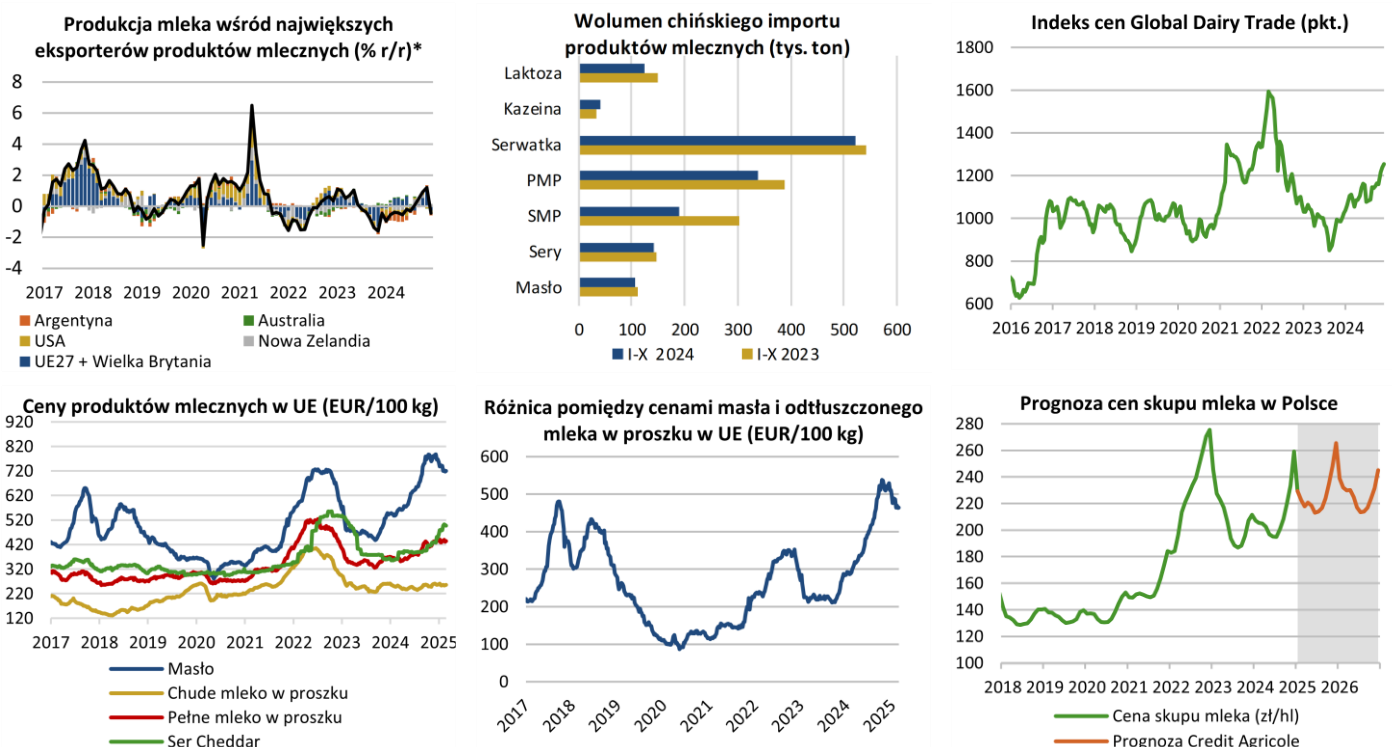
Perspektywy sytuacji na rynku mleka pozostają korzystne

- W ostatnich miesiącach doszło do wyraźnego spadku cen masła, przy czym pozostają one nadal na relatywnie wysokim na tle historycznym poziomie. W naszej ocenie wynika to z dwóch czynników. Po pierwsze, w warunkach wysokich cen doszło do osłabienia popytu na masło. Jednocześnie utrzymujący się wzrost cen masła w poprzednich kwartałach sprzyjał gromadzeniu jego zapasów, co jest obecnie dodatkowym, negatywnym czynnikiem dla popytu. Po drugie, w ostatnich miesiącach doszło do istotnej poprawy warunków agrometeorologicznych w Nowej Zelandii, która jest największym światowym eksporterem masła (ok. 48% udziału w światowym eksporcie). W konsekwencji zwiększyła się dostępność masła z tego kierunku. Z kolei w przypadku pozostałych produktów mlecznych takich jak sery, serwatka czy pełne mleko w proszku obserwowany jest dalszy wzrost cen. Jedynym produktem, którego ceny w ostatnich miesiącach pozostają stabilne, jest odtłuszczone mleko w proszku. W efekcie, mimo odnotowanego w ostatnim czasie spadku cen masła, relacja cen tłuszczu mlecznego i białka, mierzona różnicą pomiędzy cenami masła i odtłuszczonego mleka w proszku, osiągnęła w ostatnich pozostaje na wysokim na tle historycznym poziomie, wskazując na utrzymującą silną nierównowagę na rynku tłuszczu mlecznego i białka.
- W IV kw. 2024 r. doszło do nieznacznego wzrostu podaży mleka wśród kluczowych światowych eksporterów produktów mlecznych (UE, Nowa Zelandia, USA, Australia Argentyna). Wynikał on w dużym stopniu z wyższych dostaw mleka w UE oraz wspomnianej wcześniej Nowej Zelandii. Obecnie uwaga rynku w coraz większym stopniu będzie koncentrować się na półkuli północnej, w szczególności na sytuacji w UE i USA, które wejdą w najbliższych miesiącach w decydującą fazę sezonu mleczarskiego. Optymalność produkcji mleka kształtuje się obecnie na relatywnie wysokim poziomie, co jest czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu jego podaży. Nie oczekujemy jednak, że wśród kluczowych eksporterów produktów mlecznych wzrost ten przekroczy 1%, co wynika z powolnej reakcji podaży mleka na zmiany optymalności produkcji. W tym samym czasie będziemy mieć do czynienia z dalszym wzrostem popytu na produkty mleczne. Choć zakupy ze strony Chin, które są największym światowym importerem produktów mlecznych pozostaną niskie, m.in. ze względu na rosnącą samowystarczalność tego kraju w produkcji mleczarskiej, to wyższego popytu oczekujemy na pozostałych kluczowych rynkach m.in. w innych krajach Azji Południowo-Wschodniej czy Europie, czemu sprzyjać będzie prognozowane przez ożywienie gospodarcze na świecie (por. tabela na stronie 10). W konsekwencji oczekujemy, że ceny rynku mleka w 2025 r. pozostaną w trendzie wzrostowym. Pogorszenia sytuacji oczekujemy dopiero w 2026 r., co będzie związane z dostosowaniem się podaży mleka do silniejszego popytu.
- Uwzględniając sytuację na światowym rynku mleka prognozujemy, że cena skupu mleka w Polsce na koniec 2025 r. wyniesie ok. 265 zł/hl, a na koniec 2026 r. ok. 245 zł/hl. Czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy są kształtowanie się warunków agrometeorologicznych na kluczowych rynkach oraz sytuacja geopolityczna na świecie. Czynnikiem ryzyka dla branży jest także presja ze strony chorób zwierząt.

To już koniec wzrostu cen masła

Ożywienie popytu na produkty mleczne przewyższy wzrost podaży

Ceny skupu mleka osiągną szczyt w IV kw. 2025 r.



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

OWOCE I WARZYWA



Susza może ograniczyć tegoroczne zbiory owoców i warzyw

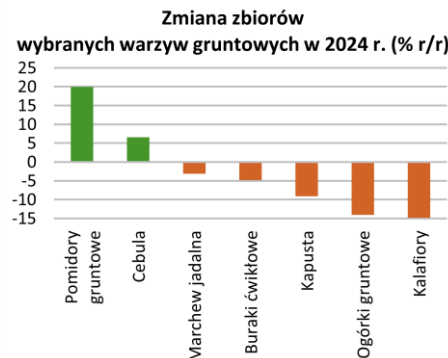
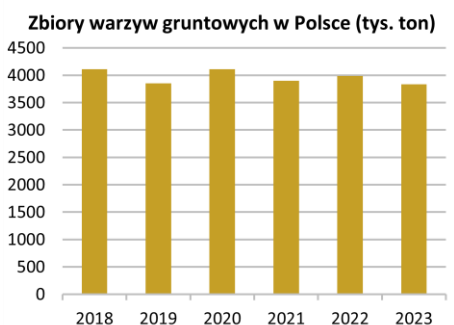
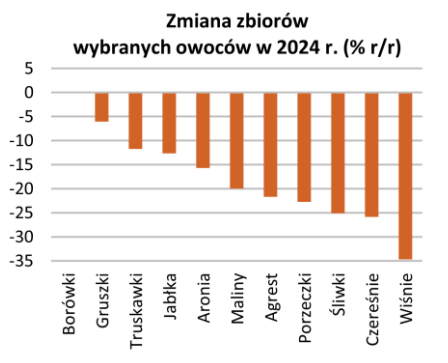
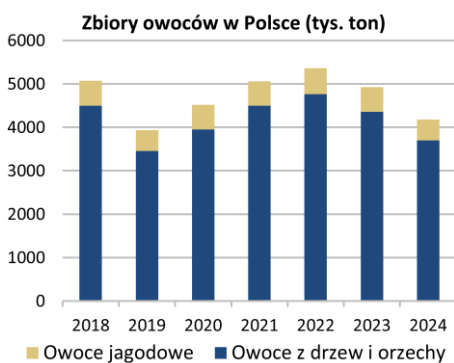
- Zgodnie z finalnym szacunkiem GUS z 18.12.2024, ubiegłoroczne zbiory owoców wyniosły ok. 4,2 mln t (-15% r/r) i ukształtowały się znacząco poniżej średniej wieloletniej za ostatnie 5 lat. Zbiory owoców z drzew oceniono na 3,7 mln t (-14% r/r), podczas gdy zbiory owoców jagodowych na 0,5 mln t (-15% r/r). W przypadku owoców z drzew, zbiory jabłek oceniono na poziomie ok. 3,4 mln t (-13% r/r), wiśni na ok. 110 tys. t (-35% r/r), śliwek na ok. 95 tys. t (-25% r/r), gruszek na ok. 74 tys. t (-6% r/r) oraz czereśni na ok. 51 tys. ton (-26% r/r). W przypadku owoców jagodowych zbiory truskawek oszacowano na ok. 159 tys. t (-12% r/r), porzeczek ogółem na ok. 100 tys. t (-23% r/r), malin na ok. 77 tys. t (-20% r/r), borówek na ok. 62 tys. t (bez zmian), aronii na ok. 45 tys. t (-16% r/r) oraz agrestu na ok. 7 tys. t (-22% r/r).
- Zgodnie finalnym szacunkiem GUS, ubiegłoroczne zbiory warzyw gruntowych wyniosły ok. 3,8 mln t (bez zmian) i ukształtowały się lekko poniżej średniej wieloletniej za ostatnie 5 lat. Zbiory kapusty oceniono na ok. 571 tys. t (-9% r/r), kalafiorów na ok. 108 tys. t (-15% r/r), cebuli na ok. 675 tys. t (+7% r/r – efekt większej powierzchni zasiewów), marchwi na ok. 559 tys. t (-3% r/r), buraków ćwikłowych na ok. 241 tys. t (-5% r/r), ogórków na ok. 113 tys. t (-14 % r/r), a pomidorów na ok. 203 tys. t (+20% – efekt większej powierzchni zasiewów).
- Obecnie kluczowa z punktu widzenia tegorocznej produkcji owoców i warzyw jest sytuacja hydrologiczna w kraju. Zima 2024/2025 charakteryzowała się niewielką ilością opadów śniegu, co skutkowało brakiem znaczącej pokrywy śnieżnej na przeważającym obszarze kraju. W efekcie, ze względu na brak wiosennych roztopów nie nastąpi naturalne nawodnienie gleby i zasilenie wód gruntowych. Zgodnie z prognozami IMGW-PIB brak znaczących opadów atmosferycznych w nadchodzących tygodniach będzie nasilać problem suszy hydrologicznej. Ta z kolei będzie osłabiać początek wegetacji, jak również spowalniać prowadzenie zabiegów polowych. Z tego powodu istnieje ryzyko słabszych niż przed rokiem zbiorów zarówno owoców i warzyw, przy czym skala tego ryzyka zależeć będzie od warunków pogodowych w najbliższych tygodniach. 30 kwietnia GUS opublikuje wstępną ocenę przezimowania upraw, która dostarczy istotnych informacji nt. perspektyw tegorocznych zbiorów.
- Z uwagi na słabe ubiegłoroczne zbiory zarówno owoców jak i warzyw, w najbliższych miesiącach oczekujemy wzrostu dynamiki cen w tych kategoriach ze względu na niższe krajowe zapasy. Dalsze kształtowanie się dynamiki cen owoców i warzyw w dużym stopniu zależeć będzie od tegorocznych warunków agrometeorologicznych, które jak dotąd są na ogół słabsze niż przed rokiem. Stąd głównym czynnikiem ryzyka dla naszych ścieżek cen jest kształtowanie się warunków agrometeorologicznych w bieżącym sezonie w Polsce i wśród pozostałych znaczących producentów owoców i warzyw.

Najniższe zbiory owoców od 5 lat

Produkcja warzyw gruntowych poniżej średniej wieloletniej

Niekorzystna sytuacja hydrologiczna negatywna dla perspektyw krajowych zbiorów owoców i warzyw

Najbliższe miesiące przyniosą wzrost dynamiki cen owoców i warzyw



Źródło: GUS, Credit Agricole

Reforma Zielonego Ładu korzystna dla polskiego rolnictwa

Rok temu w Unii Europejskiej mieliśmy do czynienia z falą protestów rolniczych. Choć postulaty rolników były zróżnicowane w zależności od kraju, to ich wspólnymi elementami były sprzeciw wobec strategii Europejskiego Zielonego Ładu (EZŁ) oraz próba zwrócenia uwagi na malejącą dochodowość produkcji rolnej. 19 lutego br. Komisja Europejska opublikowała dokument pt. „Wizja dla rolnictwa i żywności. Wspólne kształtowanie unijnego sektora rolno- i spożywczego, atrakcyjnego dla przyszłych pokoleń”, otwierając w ten sposób dyskusję nt. rewizji strategii EZŁ dla rolnictwa. Poniżej przedstawiamy analizę głównych zmian proponowanych przez Komisję Europejską, a następnie oceniamy ich implikacje dla długookresowych perspektyw rozwoju polskiego sektora rolno-spożywczego.

W AGROmapie z 15.03.2024 postawiliśmy tezę, że Komisja Europejska próbuje zrealizować jednocześnie trzy cele, które nie są możliwe do osiągnięcia jednocześnie. Są to wprowadzenie EZŁ w rolnictwie, zahamowanie spadku realnych dochodów w rolnictwie oraz utrzymanie relatywnie niskich (względem innych dóbr konsumpcyjnych) cen żywności. Kombinacje dostępnych scenariuszy przedstawialiśmy wówczas następująco.

1. KE może wprowadzić EZŁ w pierwotnym kształcie i utrzymać realne dochody w rolnictwie na niezmiennym poziomie poprzez silne zwiększenie dotowania rolnictwa z podatków (pośredni wzrost cen żywności) lub izolację unijnego rynku żywności od importu (bezpośredni wzrost cen żywności). Oba te rozwiązania w czystej formie oceniliśmy jako 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. KE może zrezygnować z wprowadzenia EZŁ w rolnictwie w pierwotnym kształcie, a przez to utrzymać realne dochody rolników na niezmiennym poziomie oraz relatywnie niskie ceny żywności, co oznaczałoby utrzymanie status quo w unijnym rolnictwie. Uwzględniając presję polityczną w UE w obszarze neutralności klimatycznej, prawdopodobieństwo wyboru takiego rozwiązania oceniliśmy jako bardzo niskie. 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. KE może wprowadzić EZŁ w rolnictwie w pierwotnym kształcie, utrzymać relatywnie niskie ceny detaliczne żywności, ale kosztem zubożenia rolników. Takie rozwiązanie oceniliśmy również jako mało prawdopodobne, ze względu na sprzeciw rolników i fakt, że zagrażałoby ono bezpieczeństwu żywnościowemu UE

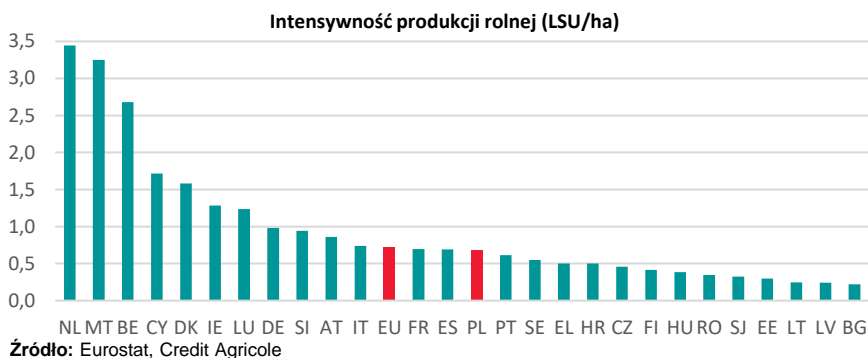
Sformułowaliśmy wówczas scenariusz, zgodnie z którym KE zaproponuje rozwiązanie kompromisowe, które w mniejszym lub większym stopniu weźmie pod uwagę te ograniczenia.

Przedstawiony w lutym br. dokument w dużym stopniu odpowiada na nakreślone przez nas rok temu problemy:

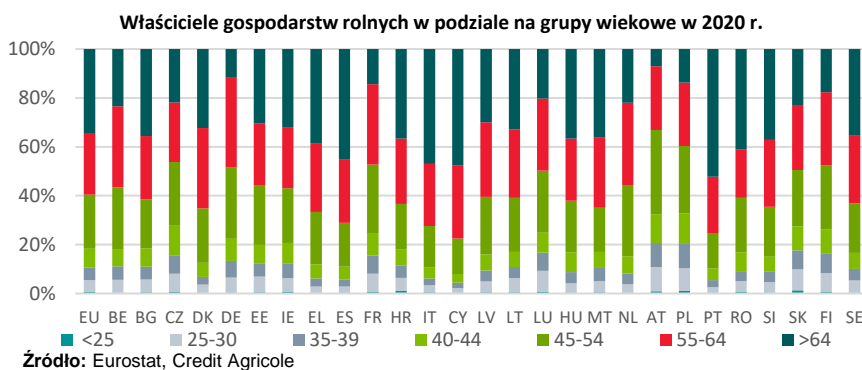
- ✓ Choć KE nie porzuca w nim swoich ambicji związanych z ograniczeniem negatywnego wpływu rolnictwa na środowisko naturalne, to widać jej gotowość do dostosowania swojej polityki do realiów rynkowych, stawiając na pierwszym miejscu europejskie bezpieczeństwo i suwerenność żywnościową. W tym kontekście na szczególną uwagę zasługuje podkreślenie roli innowacji (m.in. w zakresie technologii cyfrowych, sztucznej inteligencji, biotechnologii, w tym nowych technik genomowych), które mają odegrać kluczową rolę w ograniczaniu negatywnego wpływ rolnictwa na środowisko bez konieczności zmniejszania skali produkcji rolnej. W dokumencie bezpośrednio odwołano się do przykładu produkcji roślinnej i środków ochrony roślin. Przedstawiono diagnozę, zgodnie z którą wycofywanie z rynku konwencjonalnych środki ochrony roślin w warunkach braku alternatywnych innowacyjnych środków ochrony o mniejszym wpływie na środowisko zagraża utrzymaniu odpowiedniego poziomu produkcji rolnej, a w konsekwencji bezpieczeństwu żywnościowemu. Z tego powodu, KE jest gotowa dostosować tempo wprowadzanych ograniczeń do tempa wdrażania innowacji w tym obszarze i jednocześnie podjąć działania na rzecz przyspieszenia postępu technicznego. Podkreślono jednocześnie, że produkcja zwierzęca jest i pozostanie zasadniczym elementem unijnego rolnictwa oraz jego konkurencyjności i spójności, rozwiewając w ten sposób wątpliwości, co do strategii KE w tym obszarze.
- ✓ KE w swoim dokumencie nawiązała do zmniejszających się dochodów rolników wskazując, że ogólny dochód z działalności rolniczej w UE stanowi zaledwie ok. 60% średniego wynagrodzenia w całej unijnej gospodarce. Zwrócono m.in. uwagę, że płatności bezpośrednio odpowiadają za średnio 23% dochodów gospodarstw rolnych. KE chce zwiększyć dochody rolników poprzez ich dywersyfikację, m.in. dzięki produkcji energii ze źródeł odnawialnych, czy też rolnictwo węglowe i sprzedaż certyfikatów za sekwestrację dwutlenku węgla. Dywersyfikacja dochodów rolników wiązać się będzie jednak z koniecznością inwestycji, podczas gdy w swoim dokumencie KE zwraca uwagę na rosnącą lukę finansową w rolnictwie przekraczającą 60 mld EUR. Z tego powodu w dokumencie podkreślona została konieczność efektywnego wykorzystania finansowania publicznego, m.in. poprzez lewarowanie kapitału prywatnego. W tym kontekście kluczowa będzie współpraca z inwestorami instytucjonalnymi, takimi jak Europejski Bank Inwestycyjny (EBI), a także z sektorem bankowym. KE nawiązała również do postępującej erozji marży rolników w ramach łańcucha dostaw żywności. Istotnym narzędziem służącym ograniczeniu tego zjawiska ma być zwiększenie przejrzystości podziału kosztów i marż w łańcuchu żywnościowym. W tym celu ma zostać powołane Unijne Obserwatorium Łańcucha Rolno-Spożywczego, które opracuje i publikuje wskaźniki związane z kształtowaniem się cen w łańcuchu żywnościowym w celu ukierunkowania dalszych działań. Warto podkreślić jednak, że KE w swoim dokumencie zaznacza, że żywność ma pozostać „przystępna cenowo”. Sugeruje to, że ewentualne regulacje zostaną skierowane na ograniczenie marż na poziomie przetwórstwa żywności i handlu. KE zwróciła uwagę, że zagwarantowanie rolnikom odpowiednich dochodów jest kluczowe z punktu widzenia zapewnienia wymiany pokoleniowej w rolnictwie i zachowania bezpieczeństwa żywnościowego.

➤ Kolejnym ważnym elementem, uwzględnionym przez KE, jest nierówna konkurencja w handlu zagranicznym. KE zapowiedziała, że będzie dążyć - zgodnie z przepisami międzynarodowymi - do tego, aby importowane artykuły rolno-spożywcze spełniały unijne standardy nie tylko w obszarze bezpieczeństwa żywności, ale również w zakresie stosowanych środków ochrony roślin oraz dobrostanu zwierząt. Zapowiedziała jednocześnie większą asertywność w relacjach handlowych i ochronę interesów rolników. W kontekście handlu międzynarodowego na uwagę zasługuje również deklaracja KE dotycząca zwiększenia suwerenności w obszarze deficytowych w UE surowców, kluczowych dla produkcji rolnej (m.in. roślin wysokobiałkowych i nawozów).

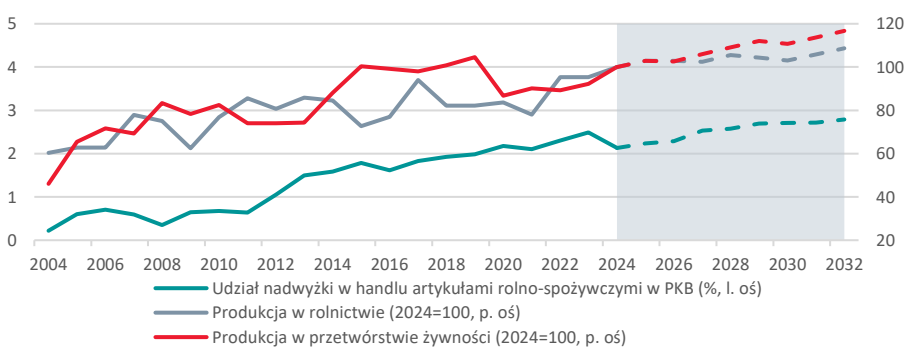
Uważamy, że jeśli proponowane korekty zostaną wprowadzone, istotnie zwiększą one szanse osiągnięcia neutralności klimatycznej przez unijne rolnictwo przy zachowaniu lub nawet zwiększeniu jego wydajności. Jednocześnie uważamy, że polski sektor rolno-spożywczy ma dość dobrą pozycję wyjściową w świetle planowanych korekt w unijnej polityce rolnej. Wynika to z dwóch istotnych czynników o charakterze podażowym.



Po pierwsze, w Polsce nadal jest niewiele barier związanych z dalszym zwiększaniem stopnia intensywności produkcji rolnej. Intensywność tę można przybliżyć liczbą zwierząt gospodarskich przypadającą na jeden hektar użytków rolnych (a dokładniej liczbą jednostek przeliczeniowych inwentarza żywego na hektar użytków rolnych – LSU/ha). Kształtuje się ona w Polsce na poziomie wyraźnie niższym niż wśród innych krajów o wysokiej specjalizacji w produkcji zwierzęcej, takich jak Holandia, Belgia, Dania czy Niemcy.



Po drugie, sytuacja demograficzna w polskim rolnictwie jest nadal dobra na tle UE. Wynika to z relatywnie wysokiego udziału młodych rolników w populacji rolników. Zgodnie z danymi Eurostatu za 2020 r., udział rolników do 39 roku życia sięgał 20,2%, co było drugim najwyższym wynikiem w UE (zaraz po Austrii). Oznacza to, że w kolejnych latach bariera w postaci niedoboru siły roboczej w polskim rolnictwie nie będzie aż tak silna jak w innych krajach UE.



Na tej podstawie przygotowaliśmy długoterminowy scenariusz rozwoju polskiego sektora rolno-spożywczego. Zakładamy w nim, że w latach 2024-2032 w ujęciu realnym wartość produkcji rolnej w Polsce zwiększy się o ok. 9%. Oznaczałoby to obniżenie udziału rolnictwa w PKB z 2,9% w 2024 r. do 2,5%, co jest zjawiskiem charakterystycznym dla doganiającej gospodarki (w Polsce udział ten jest nadal relatywnie wysoki na tle innych krajów UE o podobnym poziomie rozwoju). W tym samym czasie, wartość produkcji sektora rolno-spożywczego wzrośnie o ok. 17%, Różnice w tempie wzrostu pomiędzy

rolnictwem, a przetwórstwem żywności w dużym stopniu wynikać będą z większego potencjału do budowania wyższej wartości dodanej w przetwórstwie żywności niż w rolnictwie. Jest to związane z silniejszym wzrostem wydajności w przetwórstwie niż w rolnictwie, jak również większymi możliwościami tworzenia rozpoznawalnych marek i lepszemu pozycjonowaniu żywności przetworzonej niż nieprzetworzonej w handlu detalicznym. Jednocześnie w oczekujemy, że sytuacja w poszczególnych sektorach będzie zróżnicowana. Uważamy, że największą przestrzeń do wzrostu produkcji w kolejnych latach mają sektor mleczarski, drobiu i jaj, wołowiny oraz zbóż i roślin oleistych. Spadku produkcji oczekujemy natomiast w przypadku sektora wieprzowiny oraz warzyw, podczas gdy produkcja sektorze owoców nie zmieni się w naszej ocenie istotnie w kolejnych latach. Rosnąca wartość produkcji w przetwórstwie żywności będzie oddziaływać w kierunku wzrostu polskiego eksportu artykułów rolno-spożywczych. W konsekwencji uważamy, że udział nadwyżki w handlu artykułami rolno-spożywczymi w PKB zwiększy się z 2,1% w 2024 r. do 2,8% w 2032 r. W tym kontekście warto podkreślić, że w naszym scenariuszu zakładamy, że horyzoncie prognozy Ukraina nie wejdzie do UE i nie zwiększy istotnie swojego udziału w unijnym rynku, a negatywny wpływ umowy UE z krajami Mercosur na wyniki polskich eksporterów będzie

PROGNOZY

ograniczony. Kluczowymi czynnikami ryzyka dla naszego długoterminowego scenariusza dla polskiego sektora rolno-spożywczego są tempo adaptacji sektora do ocieplenia klimatu, w tym w szczególności do pogarszającej się sytuacji hydrologicznej kraju, a także sytuacja geopolityczna.

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2024				2025				2024	2025	2026	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	2,1	3,2	2,7	3,2	3,1	3,3	3,4	3,6	2,9	3,5	3,3	
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,6	0,3	3,5	2,5	2,1	2,0	1,8	3,1	2,2	2,9	
Inwestycje (% r/r)	1,9	3,2	0,1	1,3	5,6	7,7	8,9	8,8	1,5	8,1	7,3	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,1	2,9	-0,7	0,5	4,6	5,7	4,3	7,1	1,2	5,3	5,5	
Import (ceny stałe, % r/r)	2,3	5,7	1,9	3,3	4,9	5,3	4,3	3,9	3,3	4,5	4,6	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,7	2,6	0,2	1,8	1,5	1,2	1,2	0,9	1,8	1,3	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,2	0,5	0,0	0,3	0,7	1,2	1,4	2,0	0,3	1,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-1,3	-1,5	-1,3	0,1	0,5	0,1	1,8	-1,0	0,6	0,7
Saldo obrotów bieżących***	1,6	1,3	0,5	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	4,9	5,0	5,1	5,3	4,9	4,9	4,9	5,1	4,9	4,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	-0,2	0,9	1,5	0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	14,4	14,7	13,4	12,4	10,1	8,3	7,1	6,5	13,7	8,0	6,0	
Inflacja CPI (%)*	2,8	2,5	4,5	4,8	4,9	4,6	3,1	3,1	3,6	3,9	2,8	
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,88	5,85	5,85	5,84	5,85	5,60	5,48	5,35	5,84	5,35	4,36	
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,25	5,75	5,25	4,25	
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,27	4,18	4,20	4,20	4,20	4,27	4,20	4,16	
USDPLN**	3,97	4,02	3,85	4,13	3,98	4,04	4,00	3,93	4,13	3,93	3,78	

* 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*							
	2024	2025	2026		Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26
Strefa euro	0,7	1,0	1,2	EUR/USD	1,05	1,04	1,05	1,07	1,07	1,08	1,09	1,10
Japonia	0,1	0,9	1,0	EUR/JPY	157,50	153,92	153,30	158,36	157,29	157,68	159,14	159,50
Wielka Brytania	0,8	1,2	1,5	EUR/GBP	0,83	0,83	0,82	0,82	0,82	0,82	0,81	0,81
Chiny	5,0	4,2	3,9	USD/CNY	7,35	7,50	7,48	7,45	7,40	7,45	7,45	7,40
Hong Kong	2,5	2,3	2,2	USD/HKD	7,78	7,77	7,76	7,75	7,76	7,76	7,77	7,77
Indie	6,8	6,3	6,7	USD/INR	87,00	89,00	88,00	87,50	87,00	86,50	86,25	86,00
Indonezja	5,0	5,0	5,1	USD/IDR	16450	16650	16500	16400	16300	16300	16200	16100
Malezja	5,1	4,2	4,3	USD/MYR	4,50	4,60	4,55	4,60	4,55	4,50	4,50	4,45
Filipiny	5,6	6,0	6,1	USD/PHP	58,50	59,00	58,80	58,70	58,50	58,30	58,00	57,50
Singapur	4,4	2,4	2,5	USD/SGD	1,35	1,37	1,37	1,36	1,36	1,35	1,34	1,33
Korea Południowa	2,0	1,6	2,1	USD/KRW	1460	1460	1440	1420	1410	1400	1390	1370
Tajwan	4,6	2,6	2,5	USD/TWD	32,90	33,20	33,00	32,80	33,00	32,80	32,80	32,60
Tajlandia	2,5	2,8	2,7	USD/THB	34,50	35,00	35,50	36,00	36,10	36,00	35,80	35,60
Wietnam	7,1	6,1	6,0	USD/VND	25600	25900	26000	26000	25900	25900	25700	25700
Brazylia	3,4	1,8	2,2	USD/BRL	5,70	5,80	5,90	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Meksyk	1,5	1,2	1,8	USD/MXN	20,75	21,00	21,25	21,50	21,75	22,00	22,25	22,50
Rosja	3,5	1,5	1,5	USD/RUB	94,00	95,00	96,00	96,00	96,00	96,00	96,00	96,00
Turcja	3,0	3,0	3,2	USD/TRY	37,00	38,10	39,00	39,70	40,30	40,70	41,10	41,50

* 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.