

## Przejęciowe spowolnienie wzrostu polskiego PKB w 2016 r.

- Prognozujemy, że tempo wzrostu polskiego PKB obniży się w 2016 r. do 3,3% wobec 3,6% w 2015, a w 2017 r. wzrośnie do 3,6% (por. MAKROmapa z 06.06.2016). Wzrost PKB w Polsce w 2016 r. będzie ograniczany przez znaczący spadek dynamiki inwestycji publicznych oraz efekty wysokiej bazy z 2015 r. dla eksportu i inwestycji przedsiębiorstw. W 2017 r. oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego przede wszystkim ze względu na wzrost dynamiki inwestycji wynikający m.in. ze zwiększonej absorpcji środków unijnych.
- Oczekujemy, że w 2016 r. średnioroczna inflacja w Polsce ukształtuje się na poziomie -0,6% r/r wobec -0,9% w 2015 r., a deflacja utrzyma się do listopada br. W I kw. 2017 r. oczekujemy, że inflacja silnie zwiększy się do 1,6% r/r m.in. ze względu na oddziaływanie efektów niskiej bazy dla dynamiki cen paliw i nośników energii. W kolejnych kwartałach 2017 r. przewidujemy stabilizację wskaźnika inflacji na podobnym poziomie jak w I kw. Czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy jest kształtowanie się cen ropy na światowych rynkach.
- Oczekujemy stopniowego wyhamowania poprawy sytuacji na rynku pracy. W efekcie prognozujemy, że stopa bezrobocia ukształtuje się na poziomie 8,3% na koniec 2016 r. i 2017 r. Wzrost inflacji i trudności w znalezieniu wykwalifikowanych pracowników będą oddziaływały w kierunku wzrostu presji płacowej, która będzie ograniczana m. in. przez napływ imigrantów z Ukrainy oraz migracje powrotne. W efekcie oczekujemy, że nominalne tempo wzrostu płac zwiększy się z 4,3% w br. do 5,1% w 2017 r.
- Wypowiedzi większości członków RPP, w tym nowego prezesa NBP A. Głapińskiego, wskazują na niską skłonność Rady do łagodzenia polityki monetarnej w warunkach umiarkowanego szybkiego wzrostu gospodarczego. W efekcie prognozujemy, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do lipca 2017 r. Uważamy, że ze względu na rosnącą inflację i wysokie prawdopodobieństwo jej powrotu do celu w horyzoncie kilku kwartałów, Rada zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w lipcu 2017 r. i podniesie stopy procentowe łącznie o 50 pb w 2017 r.
- Prognozujemy, że w krótkim okresie kurs EURPLN będzie utrzymywał się na poziomie ok. 4,35-4,40. Od IV kw. 2016 r. oczekujemy umiarkowanego umocnienia polskiej waluty z zasięgiem 4,15 za euro na koniec 2017 r., co będzie związane z rosnącymi oczekiwaniami na podwyżki stóp procentowych przez RPP. W krótkim okresie głównym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy jest wynik referendum w sprawie Brexit.

**Przejęciowe spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2016 r.**

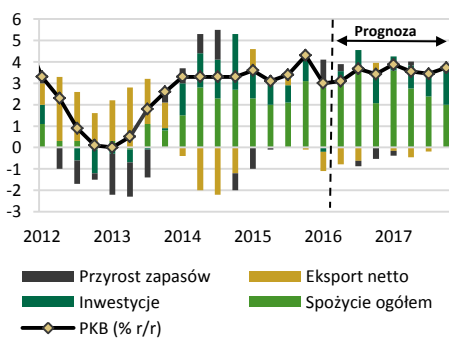
**Deflacja utrzyma się do listopada br.**

**Stopniowe wyhamowanie poprawy sytuacji na rynku pracy**

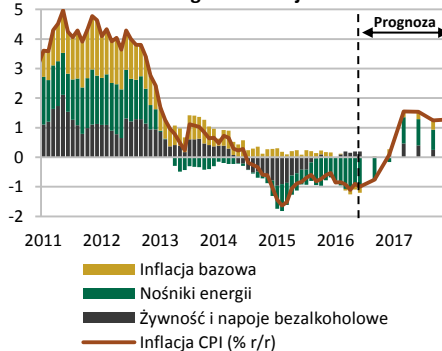
**RPP nie zmieni stóp procentowych do lipca 2017 r.**

**Perspektywa umocnienia złotego od IV kw. br.**

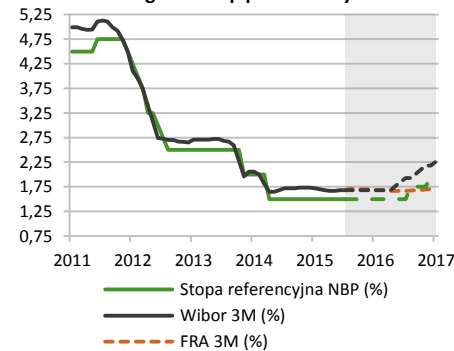
**Wzrost PKB**



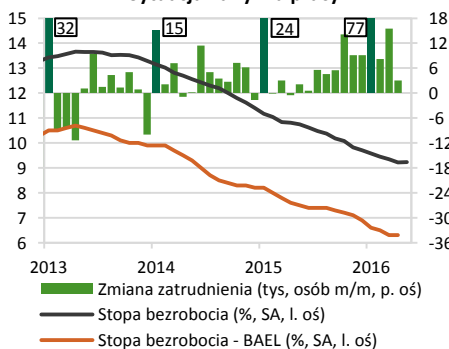
**Prognoza inflacji**



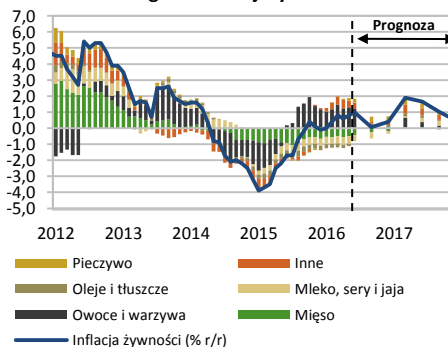
**Prognoza stóp procentowych**



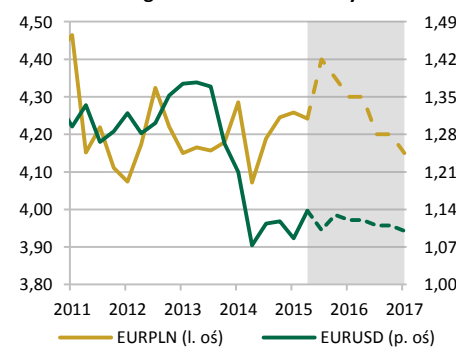
**Sytuacja na rynku pracy**



**Prognoza inflacji żywności**



**Prognoza kursów walutowych**



Źródło: Credit Agricole, GUS, Reuters

# ZBOŻA



## Wzrost cen ropy naftowej wsparciem dla cen zbóż

- Zgodnie z prognozą Międzynarodowej Rady Zbożowej (IGC) z 26 maja 2016 w sezonie 16/17 produkcja zbóż odnotuje nieznaczny wzrost i wyniesie 2015 mln t wobec 2003 mln t w sezonie 15/16. Zwiększenie produkcji wynikać będzie przede wszystkim z wyższych zbiorów kukurydzy, podczas gdy produkcja pszenicy odnotuje nieznaczny spadek. Jednocześnie zgodnie z prognozą IGC konsumpcja zbóż w sezonie 16/17 zwiększy się do 2009 mln t wobec 1984 mln t w sezonie 15/16. W konsekwencji światowe zapasy zbóż na koniec sezonu 16/17 wzrosną do 474 mln t wobec 468 mln t w sezonie 15/16, a współczynnik zapasy/spożycie nie zmieni się w porównaniu do sezonu 15/16 i wyniesie 23,6%.
- Podobne tendencje popytowo-podażowe obserwowane są również w regionie (UE, Kazachstan, Rosja i Ukraina). Zgodnie z prognozą IGC z 26 maja 2016 r. w sezonie 16/17 podaż zbóż (zapasy + produkcja + import) w tych krajach spadnie do 557,1 mln t, co wynikać będzie z niższej produkcji na Ukrainie. Zmniejszeniu ulegnie również popyt, który w przypadku realizacji prognoz IGC w sezonie 16/17 wyniesie 502,5 mln t wobec 505,7 mln t w sezonie 15/16. Tym samym zapasy na koniec sezonu 16/17 zwiększą się nieznacznie i wyniosą 54,8 mln t wobec 54,7 mln t w sezonie 15/16, a współczynnik zapasy/spożycie wzrośnie do 10,9% wobec 10,8% w sezonie 15/16.
- Zgodnie z szacunkami Instytutu Uprawy Nawożenia i Gleboznawstwa w Puławach straty mrozowe w zasiewach zbóż ozimych w Polsce przekroczyły 10%. Szczególnie mocno dotknięte zostały zasiewy w północnych rejonach kraju. W przypadku rzepaku straty były wyraźnie większe i w skali kraju przekroczyły 25%. Stanowiska po uszkodzonych roślinach ozimych zostały przeznaczone głównie pod zboża. W efekcie można oczekiwać, że powierzchnia uprawy zbóż jarych w br. będzie wyższa niż w 2015 r. Biorąc pod uwagę efekt niskiej bazy sprzed roku związany z suszą, istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że w 2016 r. produkcja zbóż w Polsce będzie wyższa niż rok temu. Niemniej jednak ostateczna wielkość zbiorów zależeć będzie od warunków termicznych i wilgotnościowych w dalszym terminie wegetacji.
- Uważamy, że w najbliższych miesiącach czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen zbóż będzie odnotowane w ostatnich miesiącach zwiększenie cen ropy naftowej. Będzie on jednak ograniczany przez utrzymującą się nadpodaż zbóż na globalnym rynku. W efekcie uważamy, że w 2016 r. ceny zboża na światowym rynku oscylować będą wokół łagodnego trendu wzrostowego. Po uwzględnieniu zjawiska sezonowości, prognoz krajowych zbiorów oraz kursu EUR/PLN prognozujemy, że cena pszenicy w Polsce wyniesie 61 zł/dt na koniec II kw. br., III kw. 60 zł/dt, IV kw. 67 zł/dt. Z kolei cena kukurydzy ukształtuje się na poziomie 65 zł/dt na koniec II kw. br., III kw., 64 zł/dt oraz 63 zł/dt na koniec IV kw. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszej prognozy są ceny ropy naftowej oraz napływające kolejne szacunki zbiorów zbóż, które w silny sposób oddziałują na ceny zbóż na rynkach terminowych.

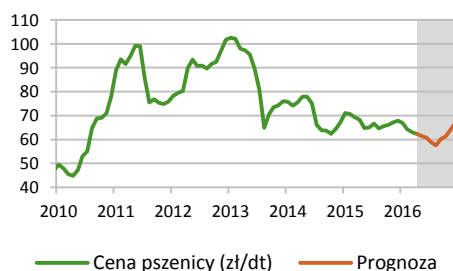
**Perspektywa wysokich zbiorów zbóż w sezonie 2016/2017**

**Wzrost zapasów w regionie mimo niższej produkcji na Ukrainie**

**Wysokie straty mrozowe zwiększyły zasiewy zbóż jarych**

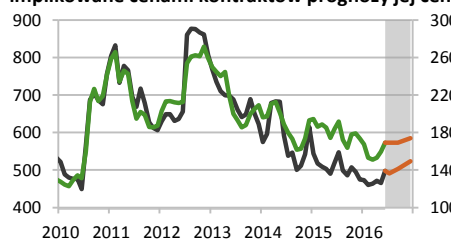
**Wyższe ceny ropy naftowej wspierają wzrost cen zbóż**

**Prognoza cen pszenicy**



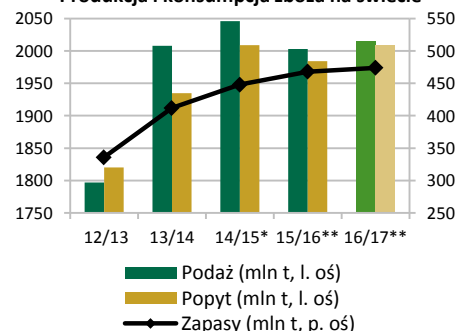
— Cena pszenicy (zł/dt) — Prognoza

**Kontrakty kontynuacyjne na pszenicę oraz implikowane ceny kontraktów prognozy jej ceny**



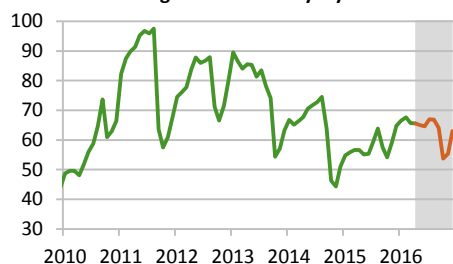
— Pszenica (CBoT, USD/t, l. oś)  
— Pszenica (Euronext, EUR/t, p. oś)  
— Prognoza na podstawie kontraktów terminowych

**Produkcja i konsumpcja zboża na świecie**



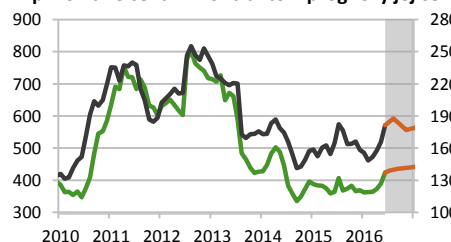
— Podaż (mln t, l. oś)  
— Popyt (mln t, l. oś)  
— Zapasy (mln t, p. oś)

**Prognoza cen kukurydzy**



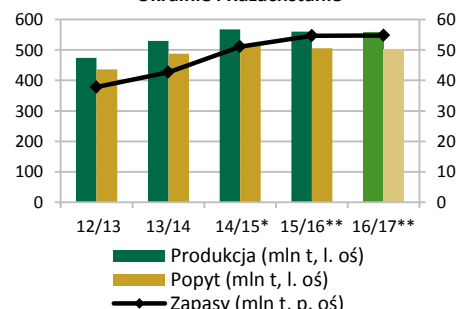
— Cena kukurydzy (zł/dt) — Prognoza

**Kontrakty kontynuacyjne na kukurydzę oraz implikowane ceny kontraktów prognozy jej ceny**



— Kukurydza (CBoT, USD/t, l. oś)  
— Kukurydza (Euronext, EUR/t, p. oś)  
— Prognoza na podstawie kontraktów terminowych

**Popyt i podaż na rynku zboża w UE, Rosji, Ukrainie i Kazachstanie**



— Produkcja (mln t, l. oś)  
— Popyt (mln t, l. oś)  
— Zapasy (mln t, p. oś)

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

# ROŚLINY OLEISTE



## Wzrost cen roślin oleistych wspierany przez spadek zapasów

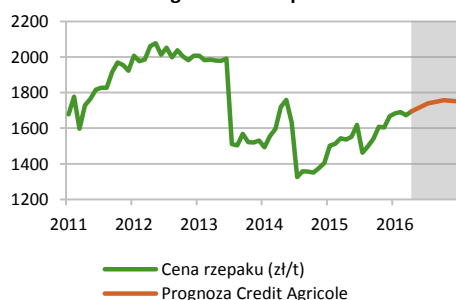
- Zgodnie z prognozą USDA (U.S. Department of Agriculture) z 10 czerwca br. w sezonie 16/17 będziemy mieć do czynienia z nieznacznym zwiększeniem produkcji nasion i owoców najważniejszych roślin oleistych, która wzrośnie o 2,8% w stosunku do sezonu 15/16 i wyniesie 533,8 mln t. Zwiększenie produkcji wynikać będzie przede wszystkim z wyższej produkcji ziarna soi, podczas gdy w przeciwnym kierunku będą oddziaływały niższe zbiory orzeszków ziemnych oraz ziaren rzepaku.
- Jednocześnie, zgodnie z prognozą USDA globalne zużycie nasion i owoców roślin oleistych w sezonie 16/17 wyniesie 539,3 mln t (wzrost o 2,4% r/r). Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu zużycia roślin oleistych są rosnące w ostatnich miesiącach ceny ropy naftowej, zwiększające relatywną konkurencyjność cenową biopaliw. Wyższe spożycie od produkcji doprowadzi do obniżenia zapasów końcowych, które zmniejszą się o 9,4% r/r i wyniosą 75,1 mln t. W rezultacie, wskaźnik zapasy końcowe/zużycie zmniejszy się do 13,9% wobec 15,7% w sezonie 15/16, co będzie jego najniższym poziomem od sezonu 03/04.
- Zgodnie z szacunkami USDA produkcja rzepaku w sezonie 16/17 zmniejszy się o 3,1% i wyniesie 66,1 mln t, kształtując się na najniższym poziomie od sezonu 12/13. Spadek produkcji związany będzie z oczekiwanymi mniejszymi zbiorami rzepaku w UE, Chinach oraz Indiach podczas gdy ich wzrost odnotowany będzie w Kanadzie. Obniżeniu ulegnie również zużycie rzepaku, które w sezonie 16/17 zmniejszy się o 3,6% i wyniesie 67,5 mln t. W rezultacie po uwzględnieniu zapasów początkowych, wskaźnik zapasy końcowe/zużycie spadnie do 5,3% wobec 7,2% w sezonie 15/16, kształtując się na najniższym poziomie od sezonu 04/05.
- Zgodnie z szacunkami Instytutu Uprawy Nawożenia i Gleboznawstwa w Puławach straty mrozowe w zasiewach rzepaku ozimego na poziomie całego kraju przekroczyły 25%. W efekcie krajowa produkcja rzepaku będzie najprawdopodobniej niższa niż w 2015 r.
- Oczekujemy, że w 2016 r. w kierunku zwiększenia cen roślin oleistych oddziaływać będzie spadek wskaźnika zapasy końcowe/zużycie sygnalizujący redukcję nadpodaży. Czynnikiem pozytywnym dla cen roślin oleistych jest również odnotowany w ostatnich miesiącach wzrost cen ropy naftowej zwiększający popyt na biopaliwa. W Polsce do wzrostu cen rzepaku mogą przyczynić się jego prawdopodobne niższe tegoroczne krajowe zbiory. Przeciwny wpływ będzie miało naszym zdaniem oczekiwane przez nas stopniowe umocnienie złotego w II poł. br. (por. s. 10) Prognozujemy, że na koniec II kw. br. cena rzepaku wyniesie 1740zł/t, III kw. 1760zł/t, a na koniec roku ukształtuje się na poziomie 1750zł/t. Ryzyko dla naszej prognozy stanowią zmiany założeń dotyczących prognoz zbiorów roślin oleistych, a także kształtowanie się cen ropy naftowej.

**Obniżenie nadpodaży na rynku roślin oleistych**

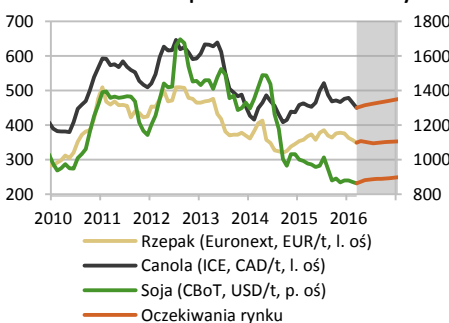
**Spadek produkcji rzepaku w sezonie 2015/2016**

**Wzrost cen rzepaku z uwagi na jego niższe zapasy i wyższe ceny ropy**

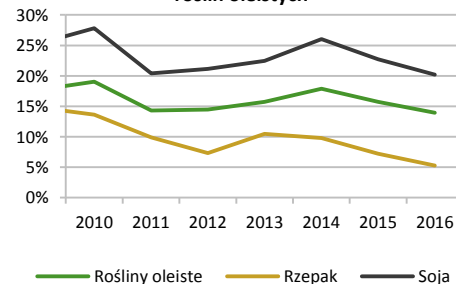
**Prognoza cen rzepaku**



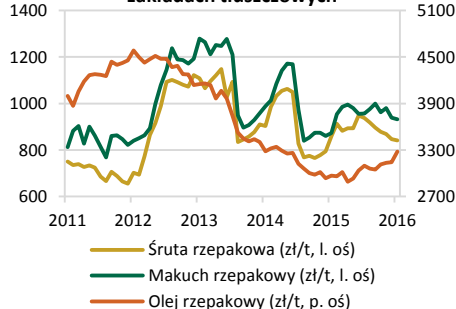
**Wykresy kontynuacyjne kontraktów terminowych i formułowane na ich podstawie oczekiwania rynku**



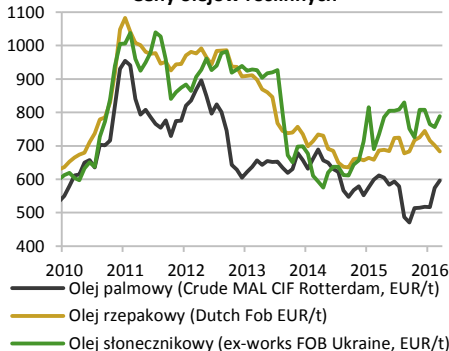
**Wskaźnik zapasy/spożycie na światowym rynku roślin oleistych**



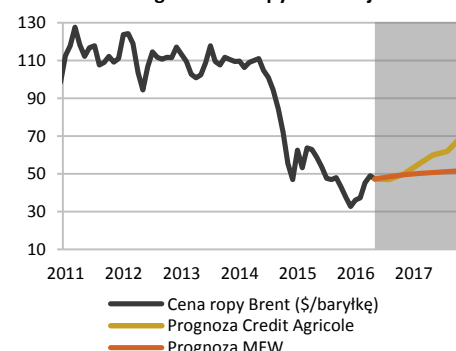
**Średnie ceny sprzedaży produktów z rzepaku w zakładach tłuszczowych**



**Ceny olejów roślinnych**



**Prognoza cen ropy naftowej**



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

## WIEPRZOWINA I WOŁOWINA



### Efekty niskiej bazy podbiły dynamikę eksportu wieprzowiny

- W marcu br. odnotowano silny spadek pogłowia świń w Polsce, widoczny szczególnie w przypadku loch prośnych (-16,6%), prosiąt (-12,9%) oraz warchlaków (-11,6%). Podobne tendencje obserwuje się również w całej UE. Dane stanowią zatem wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w najbliższych miesiącach rozpocznie się wzrostowa faza cyklu świńskiego. Będzie ona jednak ograniczana przez rosyjskie embargo oraz dużą podaż wieprzowiny ze strony jej największych eksporterów (m.in. z USA i Brazylii). W Polsce czynnikiem hamującym wzrost cen będą również trudności eksportowe związane z przypadkami ASF.
- W okresie od stycznia do lutego br. polski eksport wieprzowiny w ujęciu wagowym zwiększył się o 7,1% r/r wobec spadku o 1,8% w analogicznym okresie 2015 r. Jego wzrost wynikał z wyższej dynamiki sprzedaży wieprzowiny na rynki spoza UE (+50,5%), co związane było głównie z efektem niskiej bazy z ub. r. Mimo zwiększenia dynamiki eksportu, kształtuje się on nadal wyraźnie poniżej poziomu z lat 2011-2013.
- Cena skupu żywca wieprzowego zmniejszyła się w kwietniu do 4,10 zł/kg wobec 4,20 zł/kg w marcu (spadek o 6,8% r/r). W tym samym czasie cena pasz dla świń nie zmieniła się w stosunku do marca i wyniosła w kwietniu 1,49 zł/kg (spadek o 12,1% r/r). W rezultacie w kwietniu relacja cen żywiec/pasza wyniosła 2,75 wobec 2,82 w marcu i 2,60 przed rokiem, wskazując na poprawę opłacalności produkcji. Po uwzględnieniu sezonowości prognozujemy, że cena skupu za 1 kg żywca wieprzowego w Polsce wyniesie ok. 4,25 zł na koniec II kw. br., III kw. 4,45 zł, a na koniec IV kw. 4,21 zł. Źródłem oczekiwanego przez nas wzrostu cen będzie wejście rynku UE we wzrostową fazę cen cyklu świńskiego w II poł. 2016 r.
- Ceny wołowiny na globalnym rynku nieznacznie rosną, co wynika ze zwiększającego się popytu na wołowinę przy wolniejszym wzroście jej produkcji. W UE czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen wołowiny jest kontynuacja ożywienia gospodarczego sprzyjającego jej wyższemu spożyciu wewnętrznemu.
- W okresie od stycznia do lutego br. polski eksport wołowiny zwiększył się w ujęciu wagowym o 11,7% r/r wobec wzrostu o 11,3% w analogicznym okresie 2014 r. Utrzymujący się wzrost dynamiki eksportu wołowiny wynikał z jej wysokiej cenowej konkurencyjności oraz przywrócenia legalności uboju rytualnego.
- Cena skupu żywca wołowego zmniejszyła się w kwietniu do 5,94 zł/kg wobec 5,50 zł/kg w marcu (spadek o 2,3% r/r). W tym samym czasie cena pasz dla bydła nie zmieniła się w stosunku do marca i wyniosła w kwietniu 1,38 zł/kg (spadek o 3,5% r/r). W rezultacie relacja cen żywiec/pasza wyniosła 4,32 wobec 3,98 w marcu i 4,27 przed rokiem, sygnalizując wzrost opłacalności produkcji mięsa wołowego. Prognozujemy, że cena skupu za 1 kg żywca wołowego w Polsce wyniesie ok. 6,09 zł na koniec II kw. br., III kw. 6,11 zł, a na koniec IV kw. 5,92 zł. Wzrost odsezonowanej ceny mięsa wołowego w znacznym stopniu wynikać będzie z silnego popytu zagranicznego, w szczególności na wołowinę z uboju rytualnego (AGROmapa z 15.03.2016).

**Początek wzrostowej fazy cyklu świńskiego**

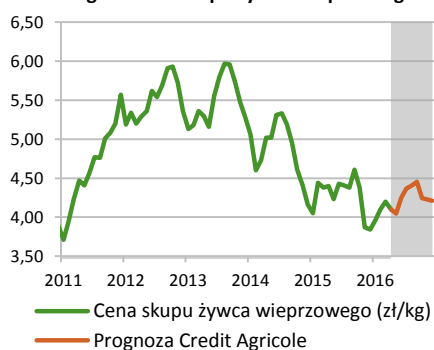
**Efekty niskiej bazy podbiły polski eksport wieprzowiny**

**Wzrost cen wieprzowiny w II poł. 2016 r.**

**Silny wzrost polskiego eksportu wołowiny**

**Popyt zagraniczny podbije ceny wołowiny**

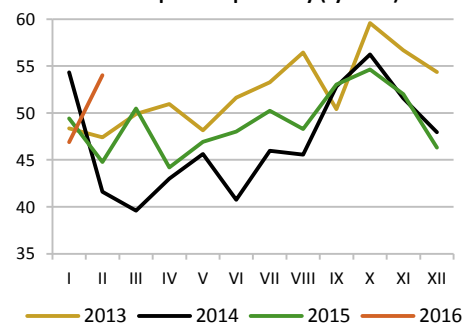
**Prognoza cen skupu żywca wieprzowego**



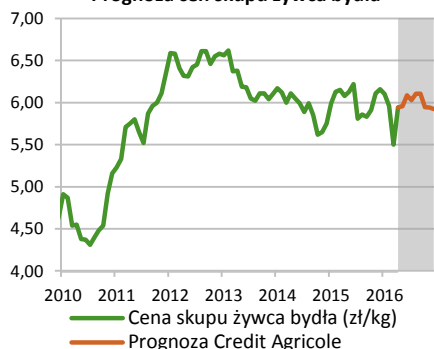
**Opłacalność produkcji wieprzowiny**



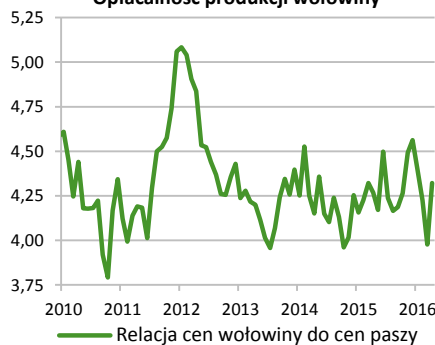
**Polski eksport wieprzowiny (tys. ton)**



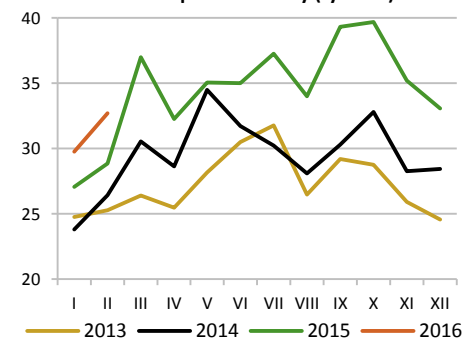
**Prognoza cen skupu żywca bydła**



**Opłacalność produkcji wołowiny**



**Polski eksport wołowiny (tys. ton)**



Źródło: GUS, Ministerstwo Rolnictwa, Eurostat, Credit Agricole

## DRÓB I JAJA



### Kontynuacja silnego wzrostu produkcji drobiu w Polsce

- Zgodnie z danymi Eurostatu tempo wzrostu produkcji drobiu w okresie od stycznia do marca wyniosło 16,7% r/r wobec 16,0% w analogicznym okresie 2015 r. Utrzymujący się silny wzrost produkcji wynika głównie z wysokiego popytu zagranicznego, będącego konsekwencją przede wszystkim wysokiej konkurencyjności cenowej polskiego mięsa drobiowego na tle pozostałych krajów UE.
- Od stycznia do lutego 2016 r. polski eksport drobiu w ujęciu wagowym zwiększył się o 15,3% r/r wobec 18,5% w analogicznym okresie 2015 r. Cena skupu kurcząt zmniejszyła się w kwietniu do 3,28 zł/kg (spadek o 3,2% r/r), a cena indyków obniżyła się do 5,37 zł/kg (spadek o 9,0% r/r). W tym samym czasie cena pasz dla brojlerów zmniejszyła się do 1,36 zł/kg (spadek o 1,5% r/r), a pasz dla indyków do 1,39 zł/kg (spadek o 2,7% r/r). W rezultacie w kwietniu br. relacja cen żywiec/pasza wyniosła na rynku kurcząt 2,41 wobec 2,45 przed rokiem i w marcu, a na rynku indyków 3,86 wobec 4,13 przed rokiem i 3,91 w marcu, wskazując na nieznaczny spadek opłacalności produkcji kurcząt oraz indyków. W kwietniu br. średnie ceny mięsa brojlerów w Polsce wyrażone w euro były o 34,2% niższe od średniej unijnej wobec 34,6% w kwietniu ub. r., sygnalizując utrzymującą się wysoką konkurencyjność polskiego drobiu.
- Od stycznia do lutego 2016 r. polski eksport jaj w ujęciu wagowym zwiększył się o 45,7% r/r wobec spadku o 26,3% w analogicznym okresie 2015 r. Wzrost dynamiki eksportu wynikał z efektu niskiej bazy sprzed roku. Cena skupu jaj klasy M zmniejszyła się w kwietniu do 29,50 zł/100 sztuk (spadek o 3,6% r/r). W tym samym czasie cena pasz dla niosek zwiększyła się do 1,07 zł/kg (wzrost o 0,5% r/r). W efekcie w kwietniu br. relacja cen 100 jaj/1 kg paszy wyniosła 27,6 wobec 28,7 przed rokiem i 29,5 przed miesiącem. Tym samym opłacalność produkcji jaj zarówno w ujęciu miesięcznym jak i rocznym pogorszyła się, lecz pozostała na poziomie zbliżonym do średniej wieloletniej. W kwietniu br. średnie ceny jaj w Polsce wyrażone w euro były o 11,7% wyższe od średniej unijnej.
- Oczekujemy, że rosnący eksport polskiego drobiu będzie w najbliższych miesiącach oddziaływał w kierunku stopniowego zrównywania się ceny drobiu w Polsce i na rynku unijnym. Z drugiej strony presję na spadek cen wywierać będzie utrzymujące się wysokie tempo wzrostu krajowej produkcji. W konsekwencji, po uwzględnieniu zjawiska sezonowości prognozujemy, że cena skupu kurcząt broilerów na koniec II kw. br. ukształtuje się na poziomie ok. 3,43 zł/kg, III kw. 3,39 zł/kg, a na koniec IV kw. 3,07 zł/kg. Z kolei cena skupu indyków na koniec II kw. br. wyniesie ok. 5,47 zł/kg, III kw. 5,45 zł/kg i 5,61 zł/kg na koniec IV kw. Oczekujemy, że w 2016 będziemy mieć do czynienia z łagodnym wzrostem wyrównanej sezonowo ceny jaj w Polsce, w kierunku którego oddziaływać będzie rosnący popyt eksportowy. W konsekwencji prognozujemy, że cena skupu 100 jaj klasy M na koniec II kw. br. ukształtuje się na poziomie ok. 28 zł., III kw. 32 zł., a na koniec IV kw. 33 zł.

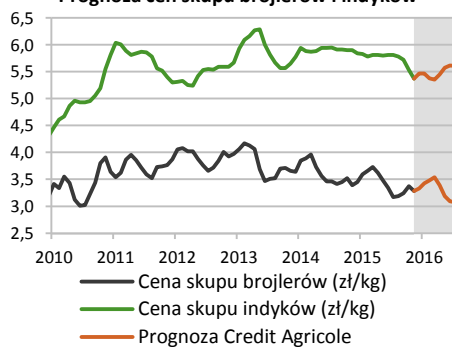
**Popyt eksportowy źródłem wzrostu polskiej branży drobiarskiej**

**Polski eksport drobiu zwalnia tylko nieznacznie**

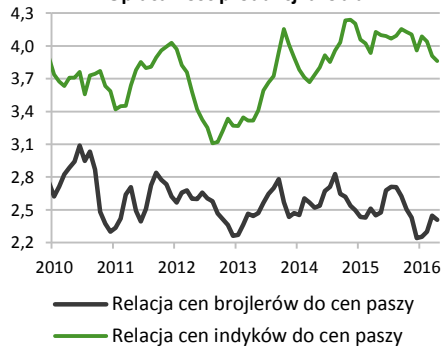
**Efekty niskiej bazy podbiły polski eksport jaj**

**Znaczący wzrost cen drobiu mało prawdopodobny**

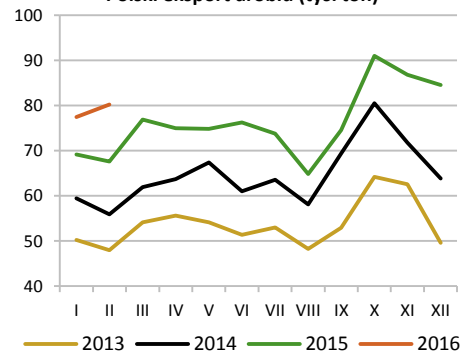
Prognoza cen skupu brojlerów i indyków



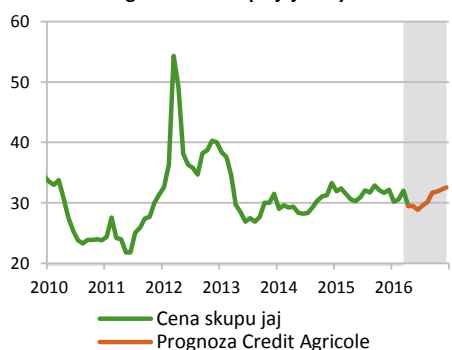
Opłacalność produkcji drobiu



Polski eksport drobiu (tys. ton)



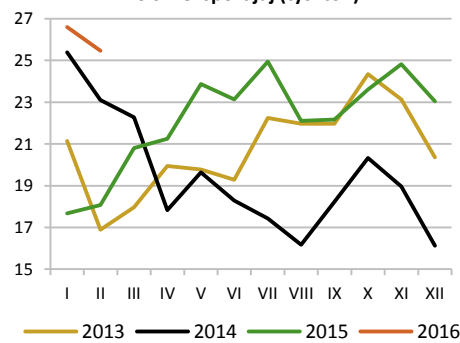
Prognoza cen skupu jaj klasy M



Opłacalność produkcji jaj



Polski eksport jaj (tys. ton)



Źródło: Ministerstwo Rolnictwa, GUS, Eurostat, Credit Agricole

## MLEKO I PRODUKTY MLECZNE



### Pierwsze oznaki trwałego wzrostu cen na światowym rynku mleka

- Zgodnie z danymi FAO, w maju br. odnotowano pierwszy od października 2015 r. wzrost cen produktów mlecznych na światowym rynku. Zgodnie z komunikatem, zwiększenie indeksu wynikało z wyższych cen części produktów mlecznych w UE, a także w krajach Oceanii.
- Kluczowa dla oceny popytu na globalnym rynku mleka jest sytuacja w Chinach, będących największym importerem produktów mlecznych na świecie. Zgodnie z danymi firmy konsultingowej CLAL chiński import produktów mlecznych w okresie styczeń- kwiecień br. zwiększył się w ujęciu ilościowym o 31,6% wobec spadku o 8,1% w całym 2015 r. Naszym zdaniem silny wzrost dynamiki importu wynikał w znacznym stopniu z efektu niskiej bazy sprzed roku. Co więcej w styczniu w kierunku wzrostu chińskiego importu oddziaływały zakupy części produktów mlecznych z Nowej Zelandii po obniżonych stawkach celnych w ramach limitów uzgodnionych na mocy Porozumienia o Wolnym Handlu. Limity na 2016 r. zostały wyczerpane w styczniu (por. AGROpuls z 01.03.2016). Niemniej jednak dane wskazują na ożywienie chińskiego popytu na produkty mleczne.
- Od stycznia do kwietnia br. obserwowany był wyraźny spadek lub stabilizacja rocznej dynamiki produkcji mleka wśród większości głównych światowych eksporterów mleka i produktów mlecznych. W okresie od stycznia do kwietnia obniżenie dynamiki produkcji odnotowano w Argentynie (-7,5% r/r wobec -3,1% w analogicznym okresie 2015 r.) oraz Australii (-3,2% r/r wobec 6,4%). Relatywna stabilizacja dynamiki produkcji miała miejsce w Nowej Zelandii (0,0% r/r wobec -0,1%) oraz USA (1,9% wobec 1,8%). Jedynym znaczącym eksporterem produktów mlecznych, w których odnotowano istotny wzrost dynamiki produkcji jest UE (7,1% r/r w I kw. br. wobec -1,3% w I kw. 2015 r.). Silny wzrost dynamiki produkcji w I kw. porównaniu do I kw. ub. r. wynikał częściowo z efektu niskiej bazy sprzed roku związanego z ograniczeniem produkcji przez unijnych producentów mleka w celu uniknięcia kar za przekroczenie kwot mlecznych. Niemniej jednak UE pozostaje głównym źródłem wzrostu światowej podaży mleka.
- Biorąc pod uwagę spadek lub stabilizację dynamiki produkcji mleka wśród większości jego głównych eksporterów, przy jednoczesnym ożywieniu popytu w Chinach oczekujemy, że w II poł. br. popyt na światowym rynku zacznie przewyższać podaż, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku trwałego wzrostu cen mleka i produktów mlecznych na światowym rynku od IV kw. br. (patrz poniżej).
- Tym samym po uwzględnieniu zjawiska sezonowości prognozujemy, że na koniec II kw. br. cena skupu mleka w Polsce wyniesie ok. 98 zł/hl, III kw. 100 zł/hl, IV kw. 111 zł/hl, a na koniec 2017 r. wzrośnie do ok. 125 zł/hl. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy jest tempo ograniczenia produkcji w UE oraz skala ożywienia popytu w Chinach.

**Pierwsze sygnały trwałego wzrostu cen na rynku mleka**

**Ożywienie popytu w Chinach**

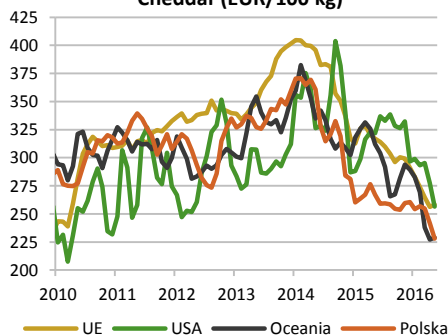
**Spadek lub stabilizacja produkcji wśród większości głównych eksporterów mleka**

**Trwały wzrost cen mleka od IV kw. br.**

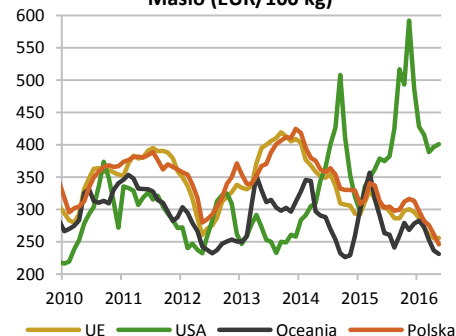
**Prognoza cen skupu mleka**



**Cheddar (EUR/100 kg)**



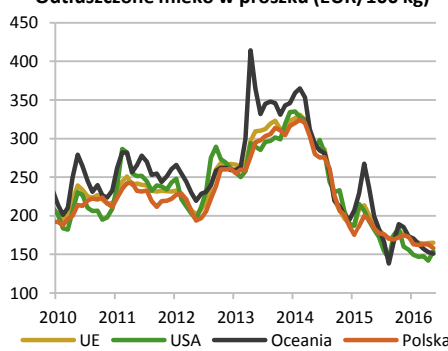
**Masto (EUR/100 kg)**



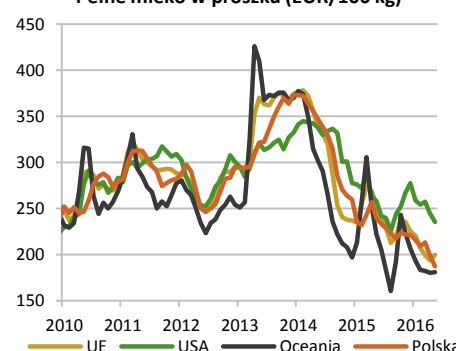
**Indeks cen GlobalDairyTrade (pkt.)**



**Odtłuszczone mleko w proszku (EUR/100 kg)**



**Pełne mleko w proszku (EUR/100 kg)**



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

## OWOCE I WARZYWA



### Kontynuacja spadku eksportu owoców i warzyw

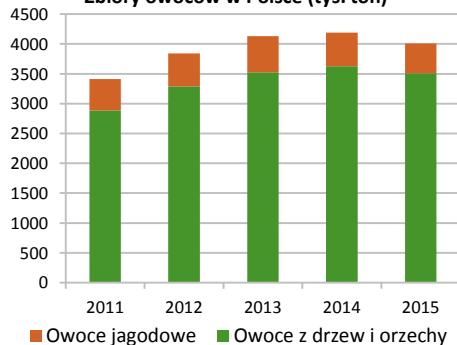
- Zgodnie z wiosenną oceną stanu upraw rolnych i ogrodniczych GUS, zima 2015/2016 była na ogół łagodna i w większości przypadków nie spowodowała strat w uprawach sadowniczych. Niewielkie uszkodzenia wystąpiły w młodych nasadzeniach drzew i krzewów owocowych. Z uwagi na chłodniejszy kwiecień niż w 2015 r. rozpoczęcie wegetacji drzew i krzewów owocowych miało miejsce później niż przed rokiem. Dodatkowo na wielu obszarach w ostatniej dekadzie kwietnia wystąpiły przymrozki. Co więcej, duża liczba dni deszczowych i chłodnych podczas kwitnienia utrudniała oblot pszczoł i zapylenie. Mimo zróżnicowanych warunków agrometeorologicznych na poziomie całego kraju nie zanotowano istotnych strat. Stan owoców jagodowych jest również oceniany jako relatywnie dobry mimo znacznego osłabienia roślin po poprzednim sezonie. W efekcie, przy sprzyjających warunkach dalszej wegetacji, można oczekiwać dobrych na tle historycznym zbiorów owoców z drzew i krzewów, a także owoców jagodowych.
- Zgodnie z wiosenną oceną stanu upraw rolnych i ogrodniczych GUS, z uwagi na niskie temperatury oraz ich wysokie amplitudy siewy warzyw do gruntu na przewarżającym obszarze kraju rozpoczęły się później niż w 2015 r. Zapasy wody po zimie były niewielkie z uwagi na ubiegłoroczną suszę, a także niewielkie opady śniegu zimą 2015/2016. W znacznej części kraju chłody panujące w kwietniu i w maju, zimne noce oraz brak słońca niekorzystnie wpłynęły na wzrost warzyw. Od końca drugiej dekady nastąpiła wyraźna poprawa warunków agronomicznych dla warzyw. Płonowanie warzyw zależeć będzie silnie od warunków w kolejnych fazach wegetacji, w szczególności obfitości opadów w kolejnych miesiącach.
- Od stycznia do lutego 2015 r. wielkość polskiego eksportu owoców w ujęciu wagowym zmniejszyła się o 10,1% r/r wobec wzrostu o 1,7% w analogicznym okresie 2015 r. Obniżenie eksportu odnotowano również w przypadku eksportu warzyw, którego wartość zmniejszyła się o 2,4% r/r wobec spadku o 6,2% w analogicznym okresie roku poprzedniego. W obu przypadkach obniżenie eksportu było przede wszystkim efektem jego spadku do krajów UE.
- Wstępna ocena stanu upraw rolnych i ogrodniczych GUS pozwala oczekiwać, że zbiory warzyw i owoców w 2016 r. ukształtują się na poziomie zbliżonym do średniej wieloletniej. Tym samym będzie to czynnik oddziałujący w kierunku spadku ich cen w porównaniu do zeszłego roku, kiedy to mieliśmy do czynienia z suszą. Będzie on widoczny szczególnie w przypadku warzyw najbardziej dotkniętych skutkami suszy, czyli warzyw korzeniowych i kapustnych. Zarówno w przypadku owoców jak i warzyw w kierunku obniżenia cen będą oddziaływać również utrzymujące się trudności polskich eksporterów w znalezieniu nowych rynków zbytu, które mogłyby zastąpić rynek rosyjski. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy dynamiki cen owoców i warzyw jest kształtowanie się warunków agrometeorologicznych w kraju oraz wielkość i termin wprowadzenia podatku od sprzedaży detalicznej.

**Optymistyczne prognozy dotyczące tegorocznych zbiorów owoców i warzyw**

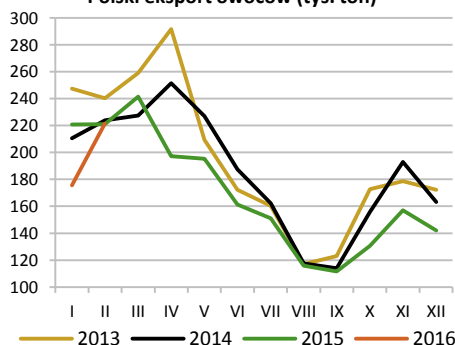
**Niższy popyt z UE przyczyną spadku polskiego eksportu owoców i warzyw**

**Efekty wysokiej bazy z 2015 r. związane z suszą obniżą dynamikę cen warzyw**

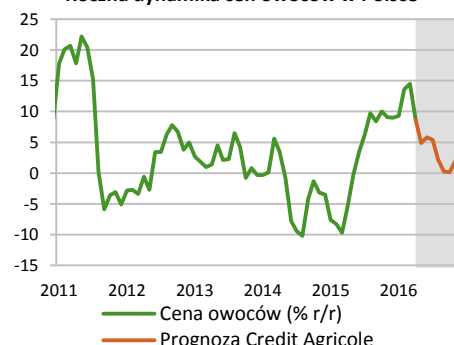
Zbiory owoców w Polsce (tys. ton)



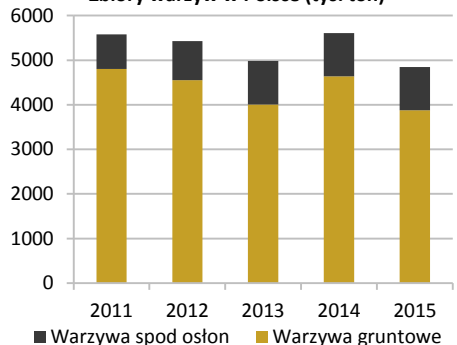
Polski eksport owoców (tys. ton)



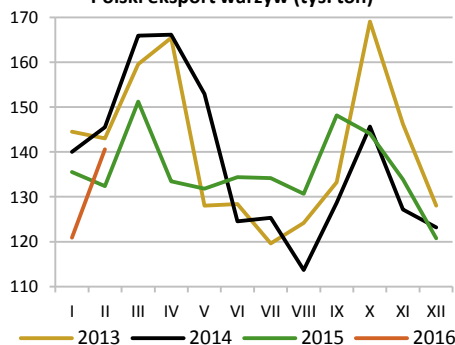
Roczna dynamika cen owoców w Polsce



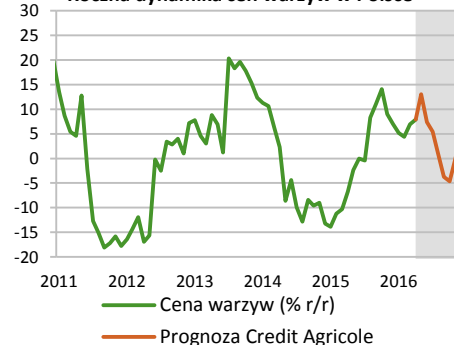
Zbiory warzyw w Polsce (tys. ton)



Polski eksport warzyw (tys. ton)



Roczna dynamika cen warzyw w Polsce

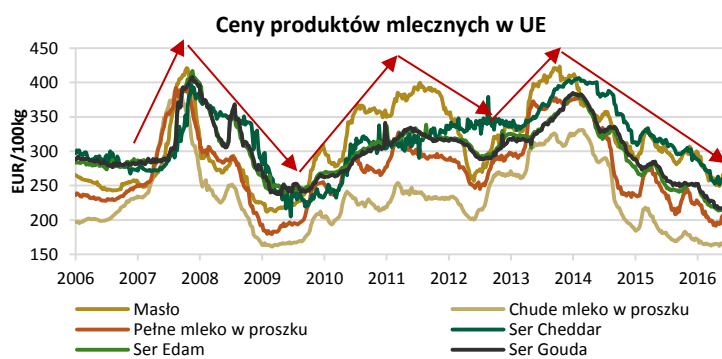


Źródło: GUS, Eurostat, IERiGŻ, Credit Agricole

## TEMAT KWARTAŁU

### Czy to punkt zwrotny w cyklu na światowym rynku mleka?

Indeks cen żywności FAO dla produktów mlecznych odnotował w maju pierwszy miesięczny wzrost cen od października 2015 r. Jednocześnie od marca br. ceny produktów na aukcjach Global Dairy Trade utrzymują się w trendzie wzrostowym. Przedmiotem poniższej analizy jest odpowiedź na pytanie, czy obserwowane w ostatnim czasie odbicie cen produktów mlecznych świadczy o osiągnięciu punktu zwrotnego na globalnym rynku mleka i sygnalizuje wejście rynku w fazę wzrostu cen.



Rynek mleka, podobnie jak większość rynków surowców rolnych, charakteryzuje się cyklicznością, czyli okresami wysokich cen przeplatanyimi okresami niskich cen. Cykliczność na rynku surowców rolnych wynika z tego, iż w krótkim okresie rolnicy na ogół nie są w stanie dostosować wielkości swojej produkcji do zmian popytu. Przykładowo producent zboża na efekty swojej decyzji o zwiększeniu powierzchni zasiewów musi poczekać do kolejnych żniw. Z kolei producent mleka chcąc znacząco zwiększyć jego produkcję musi zainwestować w powiększenie stada. W przypadku gdy zdecyduje się na rozród to dopiero po pewnym czasie wielkość produkowanego przez niego mleka wzrośnie. W efekcie niespodziewane zwiększenie popytu

powoduje silny wzrost ceny, ponieważ rolnicy nie są w stanie w krótkim terminie odpowiednio zwiększyć produkcji. Silny wzrost cen zachęca producentów rolnych do zwiększenia produkcji. Jednocześnie wyższe ceny ograniczają popyt. W konsekwencji w średnim okresie podaż zaczyna przewyższać popyt i dochodzi do powstania nadpodaży na rynku oddziałującej w kierunku spadku cen. Mimo spadających cen w krótkim okresie rolnicy niechętnie zmniejszają produkcję gdyż wiąże się to często z częściową lub całkowitą utratą środków jakie zainwestowali wcześniej w jej zwiększenie. Niemniej jednak w średnim okresie produkcja dla wielu producentów staje się nieopłacalna, co zmusza ich do jej wstrzymania i w konsekwencji dochodzi do spadku podaży. Jednocześnie spadające ceny pobudzają popyt. W efekcie w średnim okresie znowu zaczyna on przewyższać podaż, co prowadzi do powtórzenia całego mechanizmu.

Wspomniana wyżej cykliczność jest źródłem obecnego kryzysu na światowym rynku mleka, który od początku 2014 r. znajduje się w fazie spadku cen. W latach 2012-2013 silny wzrost popytu w Chinach, w szczególności na proszki mleczne, wywindował światowe ceny mleka. To z kolei doprowadziło w średnim okresie do znaczącego wzrostu jego produkcji na świecie. W 2014 r. doszło do spadku popytu ze strony Chin, gdyż okazało się, iż w poprzednich latach był on przeszacowany prowadząc do zbudowania znaczących zapasów proszków mlecznych w Państwie Środka. Obniżenie popytu ze strony największego na świecie importera produktów mlecznych jakim są Chiny spowodowało sytuację, w której podaż zaczęła przewyższać popyt. W konsekwencji na przełomie 2013 r. i 2014 r. miał miejsce szczyt cyklu na rynku mleka, po którym nastąpił trwający do chwili obecnej spadek jego ceny.

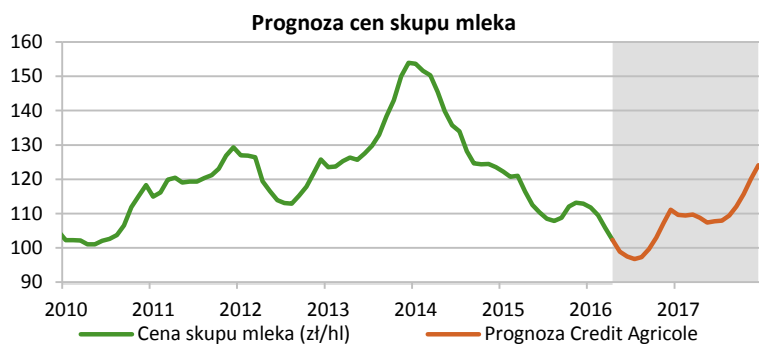
Dotychczas cykle na światowym rynku mleka trwały od 30 do 40 miesięcy (okres od jednego maksimum cen do drugiego). Obecnie znajdujemy się w ok. 28 miesiącu od poprzedniego maksimum, co biorąc pod uwagę dotychczasowe zależności sugerowałyby, iż ceny od kilku miesięcy powinny rosnąć. Należy jednak zwrócić uwagę, iż obecny cykl został zakłócony przez dwa czynniki oddziałujące w kierunku jego wydłużenia. Pierwszym z nich było embargo wprowadzone przez Rosję w sierpniu 2014 r., będącą w tamtym czasie drugim największym importerszem mleka i produktów mlecznych na świecie. Drugim czynnikiem była likwidacja kwot mlecznych w Unii Europejskiej, która znacząco podbiła światową produkcję mleka.

W celu dokonania oceny, jak długo potrwa jeszcze spadkowa faza cyklu na rynku mleka i produktów mlecznych i kiedy można oczekiwać trwałego wzrostu ich cen należy dokonać analizy kształtowania się popytu i podaży. Zgodnie z danymi firmy konsultingowej CLAL w okresie od stycznia do kwietnia br. chiński import produktów mlecznych zwiększył się w ujęciu ilościowym o 31,6% wobec spadku o 8,1% w całym 2015 r. Naszym zdaniem silny wzrost dynamiki importu wynikał w częściowo z efektu niskiej bazy sprzed roku. Co więcej w styczniu w kierunku wzrostu chińskiego importu oddziaływały zakupy części produktów mlecznych z Nowej Zelandii po obniżonych stawkach celnych w ramach limitów uzgodnionych na mocy Porozumienia o Wolnym Handlu. Limity na 2016 r. zostały wyczerpane w styczniu (por. AGROPuls z 01.03.2016). Niemniej jednak, po uwzględnieniu wpływu efektu ubiegłorocznej niskiej bazy, a także przejściowego silnego wzrostu importu z Nowej Zelandii w styczniu br. dane wskazują na ożywienie popytu na produkty mleczne w Chinach.

Od stycznia do kwietnia br. obserwowany był wyraźny spadek lub stabilizacja rocznej dynamiki produkcji mleka wśród większości głównych światowych eksporterów mleka i produktów mlecznych. W okresie od stycznia do kwietnia obniżenie dynamiki produkcji odnotowano w Argentynie (-7,5% r/r wobec -3,1% w analogicznym okresie 2015 r.) oraz Australii (-3,2% r/r wobec 6,4%). Relatywna stabilizacja dynamiki produkcji miała miejsce w Nowej Zelandii (0,0% r/r wobec -0,1%) oraz USA (1,9% wobec 1,8%). Jedynym znaczącym eksporterem produktów mlecznych, w którym odnotowano istotny wzrost dynamiki produkcji jest UE (7,1% r/r w I kw. br. wobec -1,3% w I kw. 2015 r.). Silny wzrost dynamiki produkcji w I kw. porównaniu do IV kw. wynikał częściowo z efektu niskiej bazy sprzed roku związanego z ograniczaniem produkcji przez unijnych producentów mleka w celu uniknięcia kar za przekroczenie kwot mlecznych. Jednocześnie znaczące nakłady inwestycyjne, jakie ponieśli unijni producenci



mleka przed zniesieniem kwot mlecznych sprawiają, że niechętnie ograniczają oni produkcję. Dlatego też można oczekiwać, że nawet w przypadku obniżenia dynamiki produkcji mleka w UE pozostanie ona na relatywnie wysokim poziomie.



Źródło: GUS, Credit Agricole

Biorąc pod uwagę spadek lub stabilizację dynamiki produkcji mleka wśród większości jego głównych eksporterów, przy jednoczesnym ożywieniu popytu w Chinach, podtrzymujemy naszą ocenę, że w II poł. br. popyt na światowym rynku zacznie stopniowo przewyższać podaż, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku trwałego wzrostu cen mleka i produktów mlecznych na światowym rynku od IV kw. br. Niemniej jednak faza wzrostowa cyklu będzie najprawdopodobniej łagodniejsza niż w przypadku poprzednich cykli. Jednocześnie w warunkach braku systemu kwot mlecznych w UE, najprawdopodobniej dojdzie do obniżenia ceny równowagi na globalnym rynku mleka. Można również oczekiwać, że w

obecnym warunkach kiedy obserwowany jest wzrost produkcji mleka w UE i jej spadek w Argentynie, Australii oraz stabilizacja w Nowej Zelandii, UE będzie zwiększać swój udział w światowym rynku mleka. Tym samym prognozujemy, że w najbliższych latach wyprzedzi ona Nową Zelandię i stanie się największym eksporterem mleka i produktów mlecznych na świecie. Głównymi czynnikami ryzyka dla naszego scenariusza jest trwałość ożywienia popytu w Chinach oraz skala obniżenia dynamiki produkcji w UE. W efekcie, po uwzględnieniu zjawiska sezonowości prognozujemy, że na koniec II kw. br. cena skupu mleka w Polsce wyniesie ok. 98 zł/hl, III kw. 100 zł/hl oraz 111 zł/hl na koniec IV kw., a na koniec 2017 r. wzrośnie do ok. 125 zł/hl.

## PROGNOZY

### Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

| Wskaźnik                           | 2016                    |      |      |      | 2017 |      |      |      | 2015 | 2016 | 2017 |      |
|------------------------------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                    | Q1                      | Q2   | Q3   | Q4   | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   |      |      |      |      |
| PKB (% r/r)                        | 3,0                     | 3,1  | 3,7  | 3,4  | 3,9  | 3,5  | 3,4  | 3,7  | 3,6  | 3,3  | 3,6  |      |
| Konsumpcja (% r/r)                 | 3,2                     | 4,2  | 5,1  | 4,3  | 4,5  | 3,4  | 2,8  | 2,5  | 3,1  | 4,2  | 3,3  |      |
| Inwestycje (% r/r)                 | -1,8                    | 2,0  | 4,1  | 4,3  | 4,9  | 5,9  | 5,9  | 6,2  | 5,8  | 2,8  | 5,9  |      |
| Eksport (ceny stałe, % r/r)        | 6,9                     | 8,4  | 9,6  | 8,0  | 8,2  | 6,3  | 6,5  | 6,7  | 6,8  | 8,3  | 6,9  |      |
| Import (ceny stałe, % r/r)         | 9,3                     | 10,6 | 11,2 | 6,9  | 9,2  | 7,4  | 6,9  | 7,1  | 6,3  | 9,5  | 7,6  |      |
| Wkłady do wzrostu PKB              | Spożycie prywatne (pp.) | 2,0  | 2,5  | 3,1  | 2,1  | 2,9  | 2,0  | 1,7  | 1,2  | 1,8  | 2,4  | 1,9  |
|                                    | Inwestycje (pp.)        | -0,2 | 0,4  | 0,8  | 1,2  | 0,7  | 1,1  | 1,0  | 1,7  | 1,1  | 0,6  | 1,2  |
|                                    | Eksport netto (pp.)     | -0,9 | -0,8 | -0,6 | 0,7  | -0,2 | -0,5 | -0,2 | 0,0  | 0,3  | -0,4 | -0,2 |
| Saldo obrotów bieżących***         | -0,4                    | -1,0 | -1,3 | -1,4 | -1,8 | -2,2 | -2,1 | -2,0 | -0,2 | -1,4 | -2,0 |      |
| Stopa bezrobocia (%)**             | 10,0                    | 8,7  | 8,1  | 8,3  | 9,0  | 8,0  | 7,8  | 8,3  | 9,8  | 8,3  | 8,3  |      |
| Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r) | 2,2                     | 2,1  | 1,6  | 1,2  | 0,7  | 0,3  | 0,1  | 0,0  | 1,4  | 1,8  | 0,3  |      |
| Wynagrodzenia w GN (% r/r)         | 3,1                     | 4,2  | 5,0  | 5,5  | 5,1  | 5,2  | 5,0  | 5,2  | 3,3  | 4,4  | 5,1  |      |
| Inflacja CPI (%)*                  | -0,9                    | -1,0 | -0,8 | 0,1  | 1,6  | 1,7  | 1,5  | 1,6  | -0,9 | -0,6 | 1,6  |      |
| Wibor 3-miesięczny (%)**           | 1,67                    | 1,68 | 1,68 | 1,68 | 1,68 | 1,93 | 2,10 | 2,26 | 1,72 | 1,68 | 2,26 |      |
| Stopa referencyjna NBP (%)**       | 1,50                    | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,75 | 2,00 | 1,50 | 1,50 | 2,00 |      |
| EURPLN**                           | 4,24                    | 4,35 | 4,35 | 4,30 | 4,30 | 4,20 | 4,20 | 4,15 | 4,26 | 4,30 | 4,15 |      |
| USDPLN**                           | 3,73                    | 3,82 | 3,85 | 3,84 | 3,84 | 3,78 | 3,78 | 3,77 | 3,92 | 3,84 | 3,77 |      |

\* 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* |       |       |       |       |       |       |
|-------------------------|-------------------|------|------|----------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                         | 2015              | 2016 | 2017 |                | Q2 16           | Q3 16 | Q4 16 | Q1 17 | Q2 17 | Q3 17 | Q4 17 |
| <b>Strefa euro</b>      | 1,5               | 1,6  | 1,6  | <b>EUR/USD</b> | 1,14            | 1,13  | 1,12  | 1,12  | 1,11  | 1,11  | 1,10  |
| <b>Japonia</b>          | 0,5               | 0,7  | 0,8  | <b>EUR/JPY</b> | 108             | 109   | 110   | 111   | 112   | 114   | 116   |
| <b>Wielka Brytania</b>  | 2,2               | 1,9  | 2,0  | <b>EUR/GBP</b> | 1,44            | 1,49  | 1,51  | 1,53  | 1,54  | 1,54  | 1,55  |
| <b>Chiny</b>            | 6,9               | 6,5  | 6,5  | <b>USD/CNY</b> | 6,45            | 6,40  | 6,35  | 6,31  | 6,28  | 6,24  | 6,20  |
| <b>Hong Kong</b>        | 2,5               | 1,5  | 2,0  | <b>USD/HKD</b> | 7,77            | 7,77  | 7,77  | 7,77  | 7,77  | 7,77  | 7,77  |
| <b>Indie</b>            | 7,5               | 7,6  | 7,8  | <b>USD/INR</b> | 67,50           | 68,75 | 70,00 | 69,50 | 69,00 | 68,50 | 68,00 |
| <b>Indonezja</b>        | 4,7               | 5,0  | 5,5  | <b>USD/IDR</b> | 13250           | 13400 | 13550 | 13600 | 13650 | 13700 | 13750 |
| <b>Malezja</b>          | 5,0               | 4,6  | 5,0  | <b>USD/MYR</b> | 4,01            | 3,98  | 3,95  | 3,92  | 3,88  | 3,84  | 3,80  |
| <b>Filipiny</b>         | 5,6               | 6,0  | 6,5  | <b>USD/PHP</b> | 47,50           | 47,50 | 46,50 | 46,00 | 45,50 | 45,00 | 45,00 |
| <b>Singapur</b>         | 2,0               | 1,8  | 2,2  | <b>USD/SGD</b> | 1,38            | 1,38  | 1,39  | 1,39  | 1,38  | 1,37  | 1,36  |
| <b>Korea Południowa</b> | 2,6               | 3,0  | 3,2  | <b>USD/KRW</b> | 1180            | 1200  | 1180  | 1170  | 1160  | 1150  | 1140  |
| <b>Tajwan</b>           | 0,8               | 1,5  | 2,5  | <b>USD/TWD</b> | 33,50           | 33,50 | 33,50 | 33,00 | 33,00 | 32,50 | 32,50 |
| <b>Tajlandia</b>        | 2,8               | 3,0  | 3,0  | <b>USD/THB</b> | 35,50           | 35,30 | 35,00 | 34,80 | 34,50 | 34,30 | 34,00 |
| <b>Wietnam</b>          | 6,4               | 6,2  | 6,0  | <b>USD/VND</b> | 22500           | 22500 | 22500 | 22500 | 22500 | 22500 | 22500 |
| <b>Brazylia</b>         | -3,8              | -3,8 | 0,8  | <b>USD/BRL</b> | 3,40            | 3,50  | 3,70  | 3,80  | 3,90  | 3,95  | 4,00  |
| <b>Meksyk</b>           | 2,5               | 2,5  | 2,7  | <b>USD/MXN</b> | 17,80           | 17,60 | 17,40 | 17,40 | 17,40 | 17,30 | 17,30 |
| <b>Rosja</b>            | -3,7              | -1,2 | 1,2  | <b>USD/RUB</b> | 68,00           | 67,00 | 66,00 | 65,00 | 64,00 | 64,00 | 64,00 |
| <b>Turcja</b>           | 4,1               | 3,6  | 3,0  | <b>USD/TRY</b> | 2,98            | 3,00  | 3,05  | 3,05  | 3,08  | 3,15  | 3,15  |

\* wartość na koniec okresu

Źródło: Crédit Agricole Corporate and Investment Bank

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten 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 komentarzy i opinii.