

## MAKROskop Lite

### Przerost oczekiwań co do banków centralnych

■ W naszym poprzednim MAKROskopie zasugerowaliśmy, że nie jest to dobry czas na rewidowanie prognoz PKB w górę, a rozczarująca seria danych z czerwca potwierdziła, że mieliśmy rację. Jednak naszym zdaniem rozczarowania w statystykach dotyczących płac oraz produkcji przemysłowej i budowlanej wynikały przede wszystkim z efektów jednorazowych: mniejszej liczby dni roboczych, święta Bożego Ciała oraz nadspodziewanie wysokiej temperatury. W lipcu prawdopodobnie zobaczymy wyraźną poprawę tych wskaźników, chociaż generalnie gospodarka będzie spowalniać. Nasz szacunek wzrostu PKB w II kw. 2019 r. to 4,5% r/r (wstępny odczyt 14 sierpnia). W drugiej połowie roku istotnym wsparciem dla wzrostu konsumpcji prywatnej będzie impuls fiskalny, więc **trzymamy się naszej prognozy łagodnego spowolnienia wzrostu PKB w kierunku 4% r/r w IV kw. 2019.**

■ Inflacja CPI wzrosła w lipcu do 2,9% z czerwcowych 2,6%, kiedy to przekroczyła cel inflacyjny po raz pierwszy od 2012. Inflacja bazowa prawdopodobnie przekroczyła w lipcu 2% i również była najwyższa od lat. Wciąż uważamy, że inflacja dalej będzie rosła i prawdopodobnie osiągnie poziom 4% na początku 2020 r. **Mimo że najbardziej jastrzębi członkowie RPP prawdopodobnie będą optowali za zacieśnieniem polityki monetarnej w IV kw. 2019 r. to sądzimy, że podwyżki stóp procentowych są mało prawdopodobne** ze względu na malejącą dynamikę PKB i akomodacyjną postawę głównych banków centralnych. Zresztą rynek stopy procentowej ostatnio raczej chętniej stawiał na obniżki stóp w Polsce, aniżeli na podwyżki, ponieważ coraz więcej banków centralnych powraca do łagodzenia polityki. Naszym zdaniem cięcia stóp w Polsce nie są prawdopodobne, przynajmniej dopóki wzrost PKB i CPI pozostanie solidny. Zauważmy również, że RPP nie zdecydowała się obniżyć stóp poniżej obecnego poziomu w 2016 r., kiedy to wzrost gospodarczy wynosił 3% r/r a inflacja była ujemna.

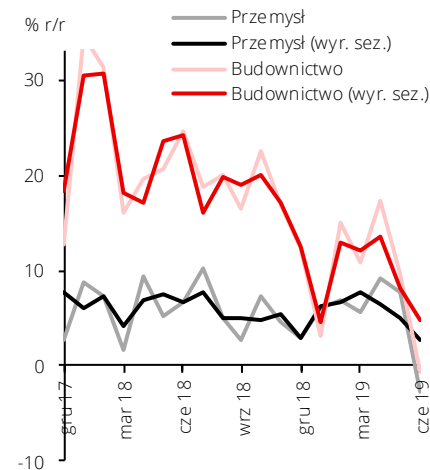
■ Możliwe, że niebawem będziemy mieli **nowego ministra finansów**. Dotychczasowy minister, zaprzysiężony 4 czerwca – Michał Banaś – został kandydatem partii rządzącej na prezesa Najwyższej Izby Kontroli. Na zaplanowanym na 31 lipca posiedzeniu Sejmu zatwierdzona może zostać jego kandydatura. Według prasy najmocniejszym kandydatem na stanowisko ministra finansów jest obecny wiceminister, Tadeusz Kościński.

■ Ostatnie dane z Niemiec i strefy euro rozczarowały, pokazując że unia walutowa wciąż nie przestawiła się na ścieżkę wzrostu. EBC podkreślił fakt, że perspektywy gospodarcze wyglądają coraz gorzej i potrzebna jest dalsza stymulacja. Do tej pory, EBC powstrzymywał się przed jakimikolwiek działaniami, jednak zasugerował, że rozważy obniżki stóp, nową rundę luzowania ilościowego oraz różnicowanie stopy depozytowej, aby złagodzić skutki ujemnych stóp dla sektora bankowego. Oczekuje się, że Fed obniży stopy na najbliższym posiedzeniu. **Polityka pieniężna globalnie staje się coraz bardziej łagodna.**

■ W naszym kwartalnym raporcie, opublikowanym w lipcu, zrewidowaliśmy prognozy dla EURPLN w dół i napisaliśmy, że złoty może oddać część ostatnich zysków zanim znów zyska w ostatnich miesiącach bieżącego roku. I faktycznie, złoty osłabił się do euro i dolara a złoty nie zyskał ani na wzrostach indeksów giełdowych ani na umocnieniu krajowych obligacji. Dodatkowo, złoty i inne waluty naszego regionu ucierpiały po rozczarowaniu lipcowym posiedzeniem EBC. Naszym zdaniem Fed również może nie spełnić oczekiwań rynkowych, co wraz z ostatnimi słabszymi danymi z Polski może dalej wywierać **presję na osłabienie krajowej waluty. W IV kwartale, kiedy polityka pieniężna głównych banków centralnych jednoznacznie przejdzie na stronę łagodzenia, złoty ponownie może się umocnić.** Ryzykiem dla złotego jest wyrok TSUE ws. kredytów frankowych, spodziewany w kolejnych miesiącach.

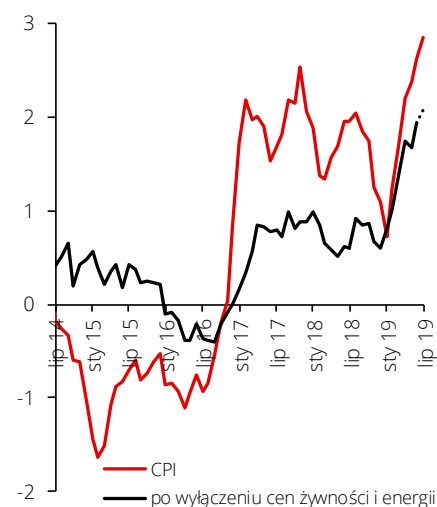
■ Rentowności polskich obligacji i IRS kontynuowały spadki, a rentowność 10-letnich obligacji zbliżyła się do najniższego w historii – ok. 1,94% – zanotowanego na początku 2015 r. Dopiero po posiedzeniu EBC odnotowano gwałtowny skok stóp na rynku zarówno polskim, jak i światowym. Uważamy, że ta sytuacja może utrzymywać się w nadchodzących tygodniach, kiedy to rynek zda sobie sprawę, że oczekiwania znacznego łagodzenia polityki pieniężnej, zrealizowanego w niedługim czasie, są na wyrost. **Jesienią, tendencja spadkowa rentowności powinna zostać wznowiona** dzięki wsparciu banków centralnych, chyba że globalne dane makroekonomiczne byłyby zaskakująco wysokie a dynamika CPI w Polsce wzrosła wyraźnie powyżej 3%.

#### Realna produkcja, %r/r



Źródło: GUS, Santander

#### Inflacja, %r/r



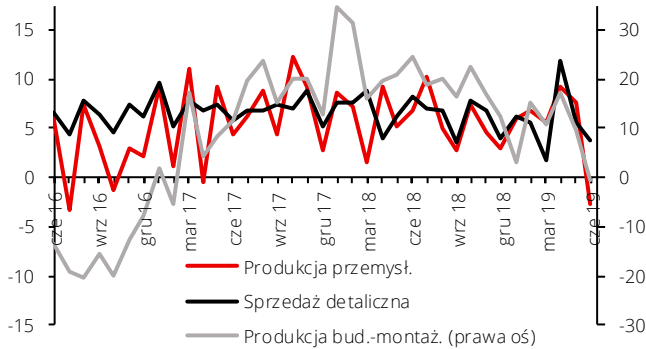
Źródło: GUS, NBP, Santander

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista  
 tel. 22 534 18 88  
**Piotr Bielski** 22 534 18 87  
**Marcin Luźniński** 22 534 18 85  
**Grzegorz Ogonek** 22 534 19 23  
**Marcin Sulewski, CFA** 22 534 18 84

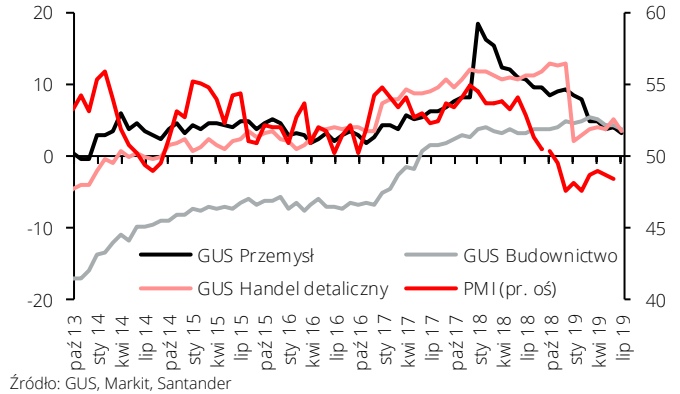
## Gospodarka na wykresach

### Realne dane rozczarowały w maju i czerwcu...



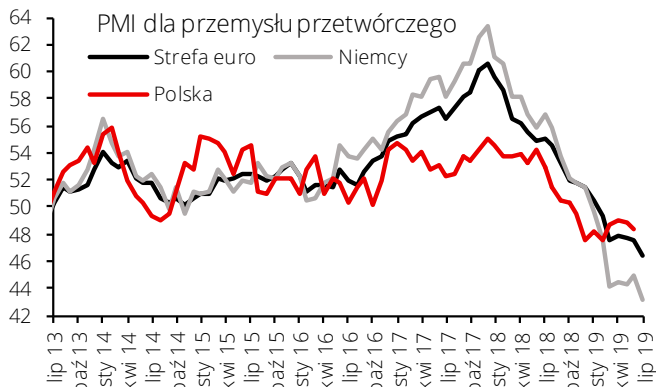
Źródło: GUS, Santander

### ...a nastroje w biznesie nadal szły w dół...



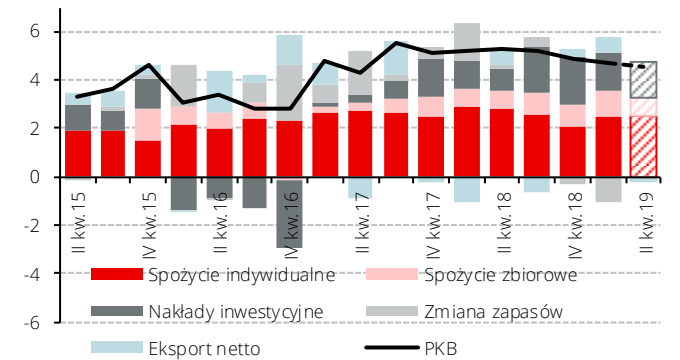
Źródło: GUS, Markit, Santander

### ...co wpasowało się w rozwój sytuacji w strefie euro...



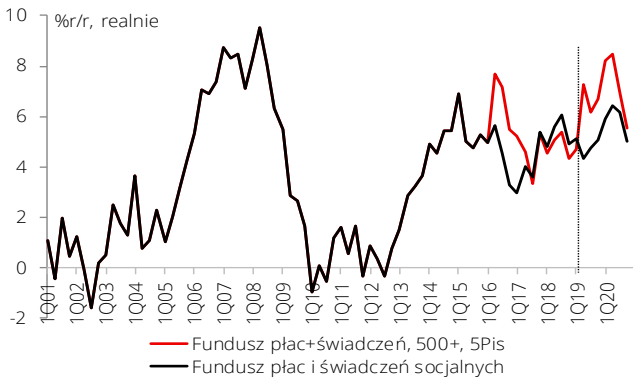
Źródło: Markit, Santander

### ...ale nie powinno przelożyć się na istotne spowolnienie PKB.



Źródło: GUS, Santander

### Nadchodzi bodziec fiskalny...



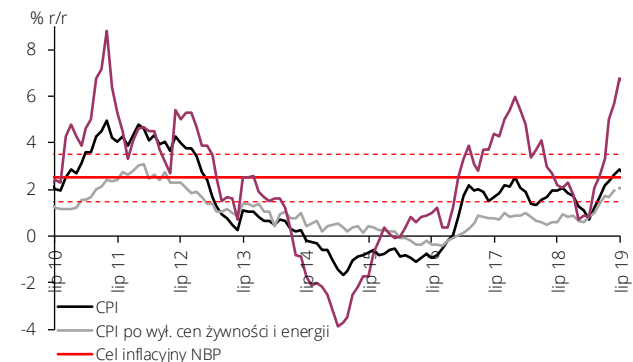
Źródło: GUS, Santander

### ...a konsumenci są skłonni do wydawania.



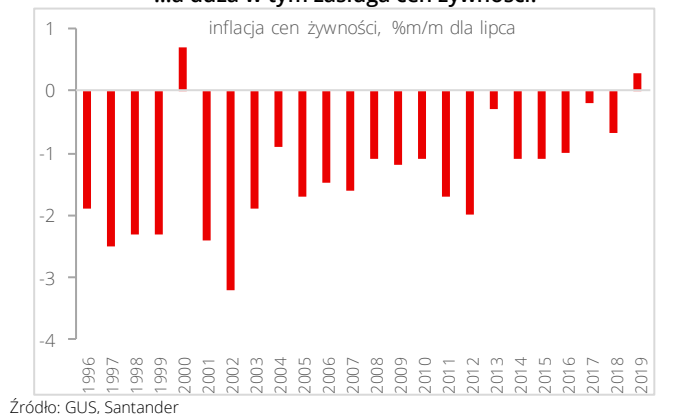
Źródło: GUS, Santander

### Inflacja się nasila...



Źródło: GUS, NBP, Santander

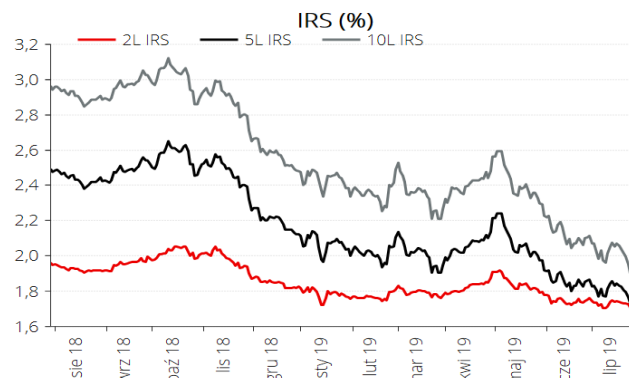
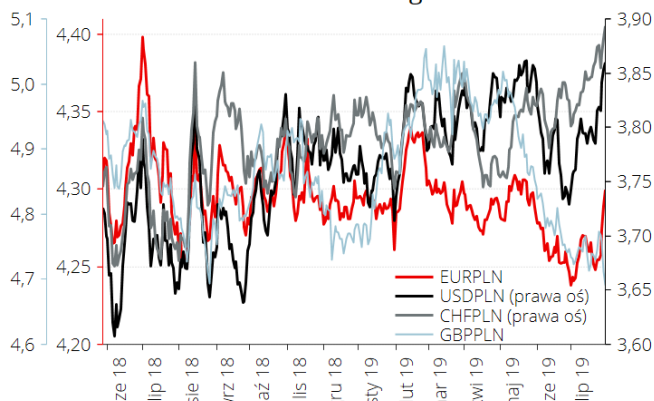
### ...a duża w tym zasługa cen żywności.



Źródło: GUS, Santander

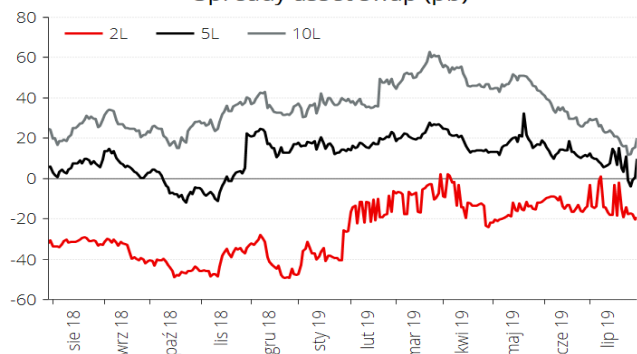
## Rynek na wykresach

### Notowania złoteo

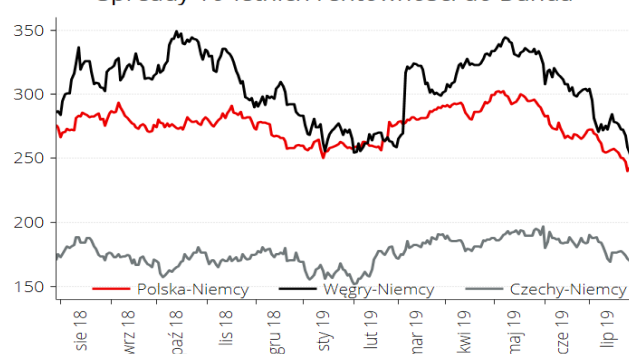


Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Spready asset swap (pb)



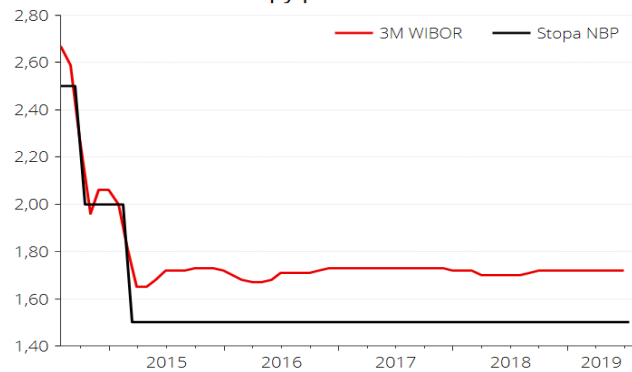
### Spready 10-letnich rentowności do Bunda



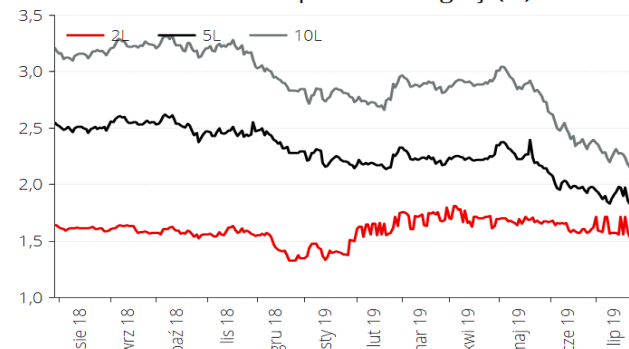
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

### Stopy procentowe



### Rentowności polskich obligacji (%)

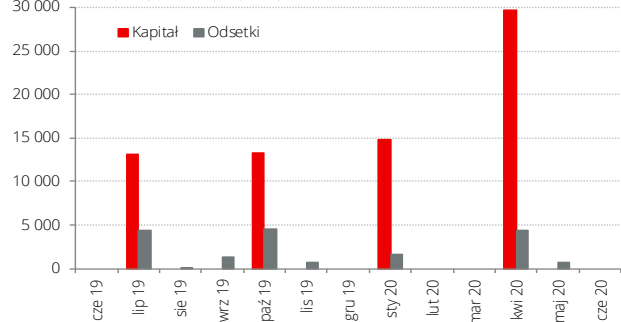


Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

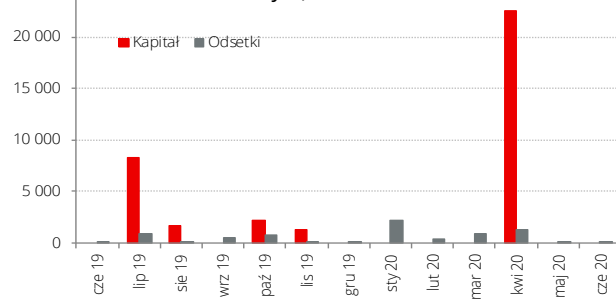
## Spłaty kapitału i płatności odsetkowe

### Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN, mln zł



Źródło: MF, Santander Bank Polska

### Wykupy obligacji i spłaty odsetek obligacji walutowych, w mln zł



Źródło: MF, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>29 lipca</b>	30 DE: HICP (VII) US: Dochody i wydatki osobiste (VI) US: PCE (VI) US: Koniunktura konsumencka (VII) US: Niezakończona sprzedaż domów (VII)	31 <b>PL: Wstępny CPI (VII)</b> EZ: Wstępny HICP (VII) EZ: PKB (II kw.) EZ: Stopa bezrobocia (VI) US: Raport ADP (VII) US: Decyzja FOMC	<b>1 sierpnia</b> <b>PL: PMI – przemysł (VII)</b> EZ: PMI – przemysł (VII) DE: PMI – przemysł (VII) CZ: Decyzja banku centralnego US: ISM – przemysł (VII)	2 EZ: Sprzedaż detaliczna (VI) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VII) US: Stopa bezrobocia (VII) US: Michigan (VII) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (VI)
5 DE: PMI - usługi (VII) EZ: PMI – usługi (VII) US: ISM – usługi (VII)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (VI)	7 DE: Produkcja przemysłowa (VI) HU: Produkcja przemysłowa (VI)	8 HU: CPI (VII) US: Zapasy hurtowników (VI)	9 DE: Eksport (VI)
12 CZ: CPI (VII)	13 DE: CPI (VII) DE: ZEW (VIII) <b>PL: Bilans płatniczy (VI)</b>	14 DE: PKB (2Q) CZ: PKB (2Q) <b>PL: PKB (2Q)</b> <b>PL: CPI (VII)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (VI) EZ: PKB (2Q)	15 <b>PL: Dzień wolny</b> US: Sprzedaż detaliczna (VII) US: Produkcja przemysłowa (VII)	16 <b>PL: Bazowy CPI (VII)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (VII) US: Pozwolenia na budowę domów (VII) US: Michigan (VIII)
19 EZ: CPI (VII)	20 <b>PL: Zatrudnienie (VII)</b> <b>PL: Wynagrodzenia (VII)</b> EZ: Produkcja budowlana (VII)	21 <b>PL: Produkcja przemysłowa (VII)</b> <b>PL: Produkcja budowlana (VII)</b> <b>PL: PPI (VII)</b> US: minutes FOMC	22 DE: PMI – usługi (VIII) DE: PMI – przemysł (VIII) EZ: PMI – usługi (VIII) EZ: PMI – przemysł (VIII) <b>PL: Sprzedaż detaliczna (VII)</b> <b>PL: minutes RPP</b> EZ: Koniunktura konsumpcja	23 <b>PL: Podaż pieniądza M3 (VII)</b> US: Sprzedaż nowych domów (VII)
26 DE: Ifo (VIII) <b>PL: Stopa bezrobocia (VII)</b> US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (VII)	27 DE: PKB (2Q) HU: decyzja banku centralnego	28 EZ: Podaż pieniądza M3 (VII)	29 DE: CPI (VIII) US: PKB (2Q) US: Zapasy hurtowników (VII) US: Niezakończona sprzedaż domów (VII)	30 CZ: PKB (2Q) HU: PKB (2Q) <b>PL: PKB (2Q)</b> <b>PL: Wstępny CPI (VIII)</b> EZ: Stopa bezrobocia (VII) US: Dochody i wydatki osobiste (VIII) US: PCE (VII) US: Michigan (VIII)
<b>2 Września</b> <b>PL: PMI – przemysł (VIII)</b> EZ: PMI – przemysł (VIII) DE: PMI – przemysł (VIII)	3 US: ISM – przemysł (VIII)	4 DE: PMI - usługi (VIII) EZ: PMI – usługi (VIII) US: ISM – usługi (VIII) EZ: Sprzedaż detaliczna (VII)	5 DE: Zamówienia przemysłowe (VII) HU: Raport ADP (VIII) US: Zamówienia przemysłowe (VII) US: Dobra trwałe (VII)	6 DE: Produkcja przemysłowa (VII) CZ: Produkcja przemysłowa (VII) HU: Produkcja przemysłowa (VII) EZ: PKB (2Q) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2019 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	24	-	7	10	-	6	25	-	12	24	-	12
Decyzja Fed	30	-	20	-	1	19	31	-	18	30	-	11
Decyzja RPP	9	6	6	3	15	5	3	-	11	2	6	4
Minutes RPP	31	21	21	18	30	21	-	22	26	17	21	19
Szybki szacunek PKB*	31	14	-	-	15	-	-	14	-	-	14	-
PKB*	-	28	-	-	31	-	-	30	-	-	29	-
Inflacja CPI	15	15	15	15	15	14	15	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	-	-	18	16	16	17	16	16	16	16	15	16
Ceny producenta	18	19	20	18	22	21	18	21	19	18	22	19
Produkcja przemysłowa	18	20	20	18	22	21	18	21	19	18	22	19
Sprzedaż detaliczna	22	21	21	23	23	24	19	22	20	21	25	20
Płace brutto, zatrudnienie	18	19	19	17	21	19	17	20	18	17	21	18
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	29									
Bilans płatniczy	14	13	18	12	14							
Podaż pieniądza	23	22	22	23	24							

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów

## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19
PMI	pkt.	52.9	51.4	50.5	50.4	49.5	47.6	48.2	47.6	48.7	49.0	48.8	48.4	48.8	48.6
Produkcja przemysłowa	% r/r	10.3	5.0	2.7	7.4	4.6	2.9	6.0	6.9	5.6	9.2	7.7	-2.7	8.0	3.4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	18.7	20.1	16.5	22.5	17.0	12.3	3.2	15.1	10.8	17.4	9.6	-0.7	5.3	2.6
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	9.3	9.0	5.6	9.7	8.2	4.7	6.6	6.5	3.1	13.6	7.3	5.3	7.3	6.3
Stopa bezrobocia	%	5.8	5.8	5.7	5.7	5.7	5.8	6.1	6.1	5.9	5.6	5.4	5.3	5.2	5.2
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	7.2	6.8	6.7	7.6	7.7	6.1	7.5	7.6	5.7	7.1	7.7	5.3	7.2	7.2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3.5	3.4	3.2	3.2	3.0	2.8	2.9	2.9	3.0	2.9	2.7	2.8	2.7	2.7
Eksport (w euro)	% r/r	12.0	8.9	-1.5	13.2	8.1	1.7	5.4	9.9	7.8	10.1	13.3	-1.7	9.7	1.9
Import (w euro)	% r/r	12.4	14.0	4.2	18.1	9.2	2.2	1.6	7.8	2.6	8.5	11.2	-2.5	8.7	4.7
Bilans handlowy	mln EUR	-236.0	-542	-544	-473	99	-1 301	364	-377	342	279	96	-214	-81	-1 065
Rachunek bieżący	mln EUR	-754.0	-1 005	-876	-405	343	-1 126	2 438	-718	116	720	1 006	-62	-473	-1 469
Rachunek bieżący	% PKB	-0.2	-0.4	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-0.9	1.1	3.2	6.5	11.1	-10.4	6.6	-0.8	-4.5	-0.1	-2.2	-5.0	-9.5	-8.3
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	2.1	-2.5	-7.7	-15.6	-26.7	25.1	-23.1	2.8	15.7	0.3	7.6	17.7	33.3	29.3
Inflacja (CPI)	% r/r	2.0	2.0	1.9	1.8	1.3	1.1	0.7	1.2	1.7	2.2	2.4	2.6	2.9	2.6
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0.6	0.9	0.8	0.9	0.7	0.6	0.8	1.0	1.4	1.7	1.7	1.9	2.1	1.9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3.4	3.0	3.0	3.2	2.8	2.1	2.2	2.9	2.5	2.6	1.4	0.6	0.4	0.9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7.3	7.5	7.9	8.3	8.8	9.2	8.8	9.8	9.9	10.4	9.9	9.3	9.9	9.7
Zobowiązania	% r/r	6.8	7.0	6.9	7.6	8.1	8.7	8.4	9.3	9.7	10.5	10.0	9.3	9.6	9.3
Należności	% r/r	5.6	6.1	5.9	6.7	7.0	7.6	7.4	7.5	8.1	7.7	6.5	6.7	7.1	6.9
EUR/PLN	PLN	4.33	4.29	4.30	4.31	4.30	4.29	4.29	4.31	4.30	4.29	4.30	4.27	4.26	4.29
USD/PLN	PLN	3.70	3.71	3.69	3.75	3.79	3.77	3.76	3.80	3.80	3.81	3.84	3.77	3.80	3.85
CHF/PLN	PLN	3.72	3.75	3.81	3.77	3.78	3.80	3.80	3.79	3.80	3.79	3.80	3.82	3.84	3.85
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M	%	1.70	1.70	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.72	1.71
Rentowność obligacji 2L	%	1.63	1.61	1.60	1.58	1.58	1.44	1.41	1.62	1.71	1.71	1.69	1.62	1.54	1.53
Rentowność obligacji 5L	%	2.52	2.50	2.56	2.52	2.46	2.37	2.23	2.19	2.23	2.24	2.26	1.99	1.85	1.83
Rentowność obligacji 10L	%	3.18	3.15	3.24	3.23	3.20	2.93	2.80	2.75	2.88	2.91	2.89	2.46	2.21	2.18

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2017	2018	2019	2020	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
PKB	mld PLN	1 989.3	2 115.7	2 256.4	2 403.9	520.2	543.5	559.8	632.9	560.1	577.5	594.0	672.3
PKB	% r/r	4.8	5.1	4.3	3.5	4.7	4.5	4.2	4.0	4.0	3.5	3.4	3.3
Popyt krajowy	% r/r	4.9	5.5	4.6	4.0	4.2	4.9	4.9	4.4	4.2	4.0	3.8	3.8
Spożycie indywidualne	% r/r	4.5	4.5	4.5	4.1	3.9	4.3	4.9	4.8	4.5	4.3	4.0	3.8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4.0	8.7	7.5	4.2	12.6	9.0	7.0	5.0	4.5	4.3	4.1	4.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	6.5	5.9	5.5	4.9	6.1	4.6	6.3	4.9	3.5	5.9	5.1	5.3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	13.7	19.7	6.6	3.1	9.9	7.8	4.7	5.9	2.0	4.3	4.2	1.9
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	8.2	7.8	7.0	6.0	5.3	8.7	8.0	5.9	5.3	4.3	6.1	6.8
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	6.6	5.8	5.4	5.1	5.9	5.3	5.2	5.4	5.5	5.0	4.9	5.1
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	5.3	7.2	6.9	8.3	7.1	6.2	6.7	7.5	9.2	9.1	8.5	7.1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3.3	2.6	2.1	-0.2	2.6	2.0	2.0	1.9	0.8	0.5	0.2	0.1
Eksport (w euro)	% r/r	13.8	6.6	6.5	4.4	7.7	7.1	6.9	4.4	2.1	6.1	4.7	4.8
Import (w euro)	% r/r	14.9	9.9	6.5	6.6	3.9	5.6	9.1	7.4	4.7	8.1	6.7	6.9
Bilans handlowy	mln EUR	1 426	-5 179	-5 600	-11 016	327	161	-2 607	-3 481	-1 110	-1 001	-3 932	-4 974
Rachunek bieżący	mln EUR	715	-2 882	-3 607	-9 534	1 832	1 664	-3 767	-3 336	138	887	-5 263	-5 296
Rachunek bieżący	% PKB	0.2	-0.6	-0.7	-1.7	-0.3	-0.1	-0.3	-0.7	-1.0	-1.1	-1.3	-1.7
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-1.4	-0.4	-1.7	-1.0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2.0	1.6	2.3	3.4	1.2	2.4	2.8	3.0	4.2	3.3	2.9	3.0
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	2.1	1.1	3.2	3.1	1.7	2.6	2.7	3.2	4.1	3.1	2.9	3.1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0.7	0.7	1.9	2.5	1.1	1.8	2.1	2.6	2.7	2.5	2.5	2.5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2.9	2.2	1.5	2.2	2.5	1.5	0.7	1.2	2.0	1.9	2.5	2.4
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	4.6	9.2	8.9	7.3	9.1	9.0	9.0	8.9	8.5	8.1	7.7	7.3
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	4.1	8.7	8.7	7.2	8.7	8.7	8.7	8.7	8.5	8.1	7.7	7.3
Należności <sup>b</sup>	% r/r	3.6	7.6	7.3	6.1	7.5	7.5	7.4	7.3	7.0	6.7	6.4	6.1
EUR/PLN	PLN	4.26	4.26	4.27	4.20	4.30	4.28	4.27	4.22	4.21	4.21	4.20	4.17
USD/PLN	PLN	3.78	3.61	3.76	3.51	3.79	3.81	3.81	3.66	3.59	3.54	3.49	3.43
CHF/PLN	PLN	3.84	3.69	3.79	3.55	3.80	3.80	3.83	3.72	3.63	3.58	3.53	3.46
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M	%	1.73	1.71	1.72	1.71	1.72	1.72	1.72	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71
Rentowność obligacji 2L	%	1.89	1.59	1.61	1.55	1.64	1.66	1.63	1.53	1.49	1.52	1.56	1.63
Rentowność obligacji 5L	%	2.78	2.51	2.03	1.96	2.23	2.14	1.95	1.81	1.80	1.84	2.01	2.20
Rentowność obligacji 10L	%	3.44	3.21	2.50	2.35	2.84	2.69	2.35	2.14	2.07	2.22	2.50	2.61

Źródło: GUS NBP MF Santander Bank Polska ; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 31.07.2019 r. zostało przygotowane przez:

**DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH**

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, fax 22 586 83 40

Email: ekonomia@santander.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

**Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

tel. 22 5341888, Email: [maciej.reluga@santander.pl](mailto:maciej.reluga@santander.pl)

**Piotr Bielski** - Dyrektor 22 534 18 87

**Marcin Luzziński** - Ekonomista 22 534 18 85

**Grzegorz Ogonek** - Ekonomista 22 534 19 23

**Marcin Sulewski, CFA** - Ekonomista 22 534 18 84

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

pl. gen. W. Andersa 5

61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

### Warszawa

al. Jana Pawła II 17

00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

### Wrocław

ul. Robotnicza 11

53-607 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

*Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji, Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.*

*W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A, Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl*