

## MAKROskop Lite

### Niepewność wciąż podwyższona

■ W czasie wakacji **obawy o globalny wzrost gospodarczy pogłębiły się**, aktywność w sektorze przetwórczym wielu gospodarek Europy i Azji wciąż się kurczyła (choć w sierpniu indeksy PMI nieco odbiły), handel światowy zwalniał, nasiliło się napięcie w relacjach handlowych USA-Chiny (od 1 września weszły nowe cła) i utrzymały się zagrożenia geopolityczne (m.in. potencjalny konflikt z Iranem, ryzyko twardego Brexitu). W rezultacie najważniejsze banki centralne pozostają pod rosnącą presją na podjęcie działań ratunkowych i choć oczekiwania co do poluzowania polityki już są wysokie, to **awersja do ryzyka pozostaje podwyższona**.

■ Globalne obawy o recesję, ucieczka do bezpiecznych aktywów oraz nadzieje na luzowanie monetarne były głównymi czynnikami wspierającymi rynki długu w ostatnich tygodniach. Trend ten nie ominął krajowego rynku, więc polskie rentowności zeszły do najniższych poziomów w historii. Uważamy, że na odwrócenie tej tendencji póki co trudno liczyć, chyba, że wystąpi jedna z poniższych okoliczności: wzrost gospodarczy za granicą wyraźnie przyspieszy, globalny cykl luzowania polityki pieniężnej zacznie zbiegać ku końcowi, pojawi się istotny impuls fiskalny w Europie. O ile pierwszych dwóch czynników na razie nie widać na horyzoncie, to pogłoski o planowanej stymulacji fiskalnej w Niemczech krążą już od jakiegoś czasu. Ale dopóki nie zostaną potwierdzone, **możemy tkwić w środowisku wyjątkowo niskich stóp procentowych przynajmniej przez kilka miesięcy**. Krótkoterminowe techniczne korekty są jednak możliwe jeśli, przykładowo, EBC lub Fed nie spełni rynkowych oczekiwań co do łagodzenia polityki.

■ W Polsce rynek wciąż wycenia obniżkę stóp procentowych w ciągu najbliższego roku. Nasze oczekiwania co do rozwoju sytuacji gospodarczej nie uzasadniają jednak takiego scenariusza. W każdym razie, temperatura dyskusji w RPP może rosnąć i nie wykluczamy, że w ciągu najbliższych miesięcy pod głosowanie mogą zostać poddane wnioski zarówno o podwyżki, jak i obniżki stóp. Uważamy jednak, że **większość w RPP z prezesem Glapińskim na czele zadecyduje o utrzymaniu stóp procentowych bez zmian**.

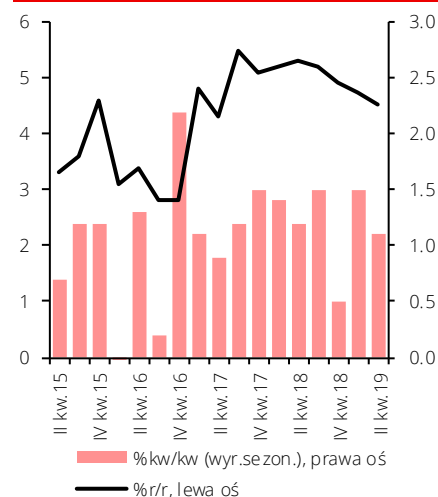
■ Polska gospodarka wciąż prezentuje się solidnie na tle Europy, choć naszym zdaniem nie uniknie ona negatywnego wpływu zewnętrznych szoków i wzrost będzie dalej spowalniał. **Prognozujemy, że wzrost PKB wyniesie średnio 4,3% w tym roku i 3,5% w 2020**. O ile konsumpcja prywatna dostanie kropłówkę w postaci pakietu fiskalnego, to wg nas nie będzie ona na tyle mocna, by zrównoważyć efekt spowolnienia w handlu międzynarodowym i inwestycjach (to ostatnie za sprawą cięć w wydatkach publicznych i minięcia szczytu w wydatkowaniu środków UE). Polski przemysł już zdaje się odczuwać spowolnienie za granicą, a wskaźniki koniunktury są w trendzie spadkowym. W przyszłym roku krajowe firmy będą musiały radzić sobie nie tylko z gorszym popytem zagranicznym, ale też z dalszym wzrostem obciążeń wynikającym z czynników krajowych: wzrostu cen energii, wysokiego wzrostu płac, wprowadzenia PPK i likwidacji limitu składek społecznych.

■ Tymczasem trend wzrostowy inflacji jeszcze się nie zakończył i po lekkim spadku w okresie letnim, jest wg nas **wysoce prawdopodobne, że inflacja wzrośnie do 3,5% r/r na koniec br. i sporo powyżej 4% na początku 2020**. Inflacja bazowa również stopniowo wzrasta i spodziewamy się, że do końca roku przekroczy 2,5% r/r.

■ Wygląda na to, że nie tylko gospodarka, ale i złoty jest mniej odporny na globalną niepewność niż dotychczas. EURPLN wybił się z wąskiego pasma konsolidacji i osiągnął ok. 4,40 pod wpływem globalnej awersji do ryzyka przy niskiej płynności rynku w okresie wakacyjnym. Sądzymy, że **w kolejnych tygodniach złoty może pozostać pod negatywnym wpływem globalnej awersji do ryzyka i dodatkowej niepewności związanej z wpływem wyroku TSUE ws. kredytów frankowych na kondycję sektora bankowego**. W dalszej części roku złoty może korzystać z oczekiwań rynkowych na bardziej łagodną politykę pieniężną za granicą i stabilnych stóp NBP.

■ Dobrą wiadomością jest to, że nawet w roku wyborczym **krajowa polityka fiskalna jest odpowiedzialna i dobrze zakotwiczona**. Rządowy plan budżetu na 2020 r. zakłada zerowy deficyt centralny, co oznacza niską podaż obligacji na aukcjach, która z łatwością powinna zostać zaabsorbowana przez polskie banki (szczegóły w [komentarzu](#)). Przynajmniej część poprawy fiskalnej jest chwilowa i trend w zmianie struktury wydatków może budzić obawy, ale to nie są tematy, którymi rynek będzie się przejmować w najbliższych miesiącach.

Wzrost PKB w Polsce



Źródło: GUS, Santander

#### Ostatnio opublikowane Komentarze Ekonomiczne:

- [Budżet: Zero po raz pierwszy](#)
- [PKB i CPI tylko trochę niższe](#)
- [Odporność polskiego przemysłu słabnie](#)

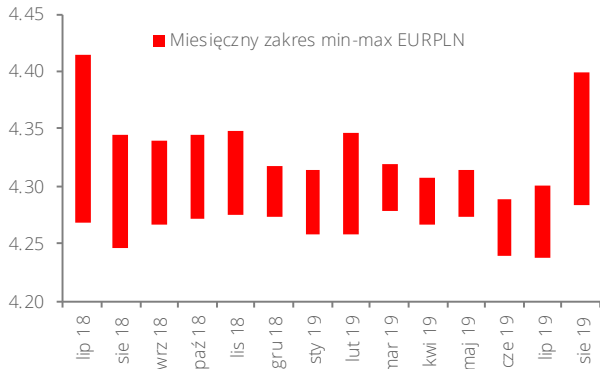
#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: [ekonomia@santander.pl](mailto: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 Luzziński 22 534 18 85  
Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

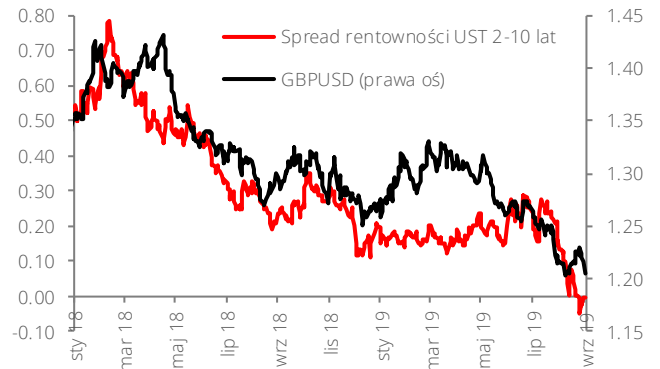
## Gospodarka na wykresach

### Wzrosła zmienność rynkowa...



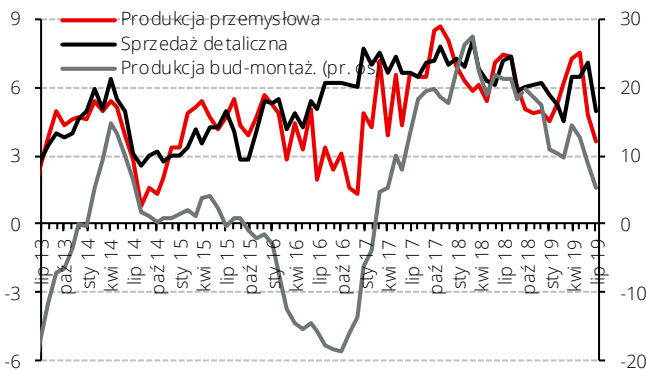
Źródło: Bloomberg, Santander

### ...pod wpływem obaw o globalną recesję i politykę (UK).



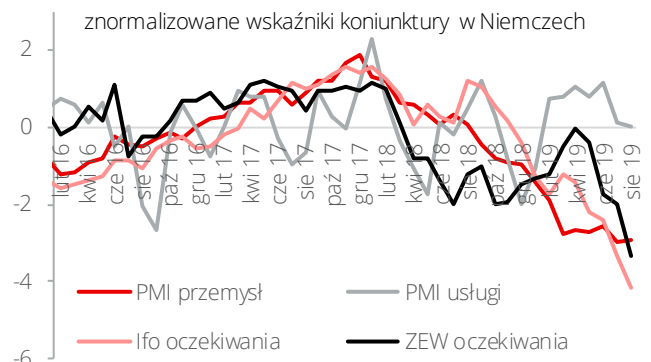
Źródło: Bloomberg, Santander

### Spada odporność polskiej gospodarki na słabość zagranicy...



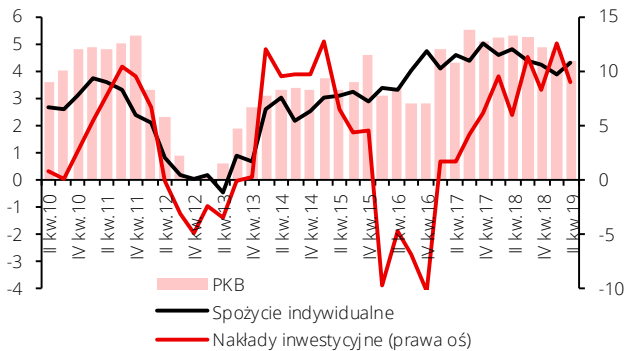
Źródło: GUS, Santander

### ...i wciąż czekamy na odbicie niemieckiej koniunktury.



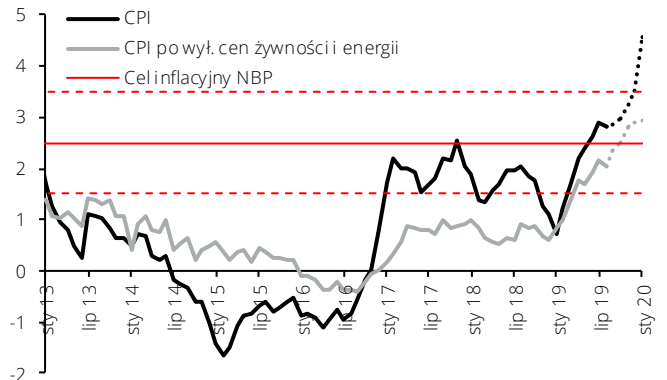
Źródło: CES-Ifo, ZEW, Markit, Santander

### Pakiet fiskalny ożywił konsumpcję...



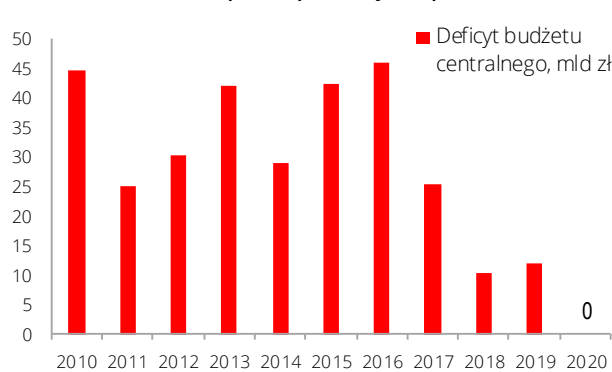
Źródło: GUS, Santander

### ...inflacja szykuje się do kolejnych wzrostów.



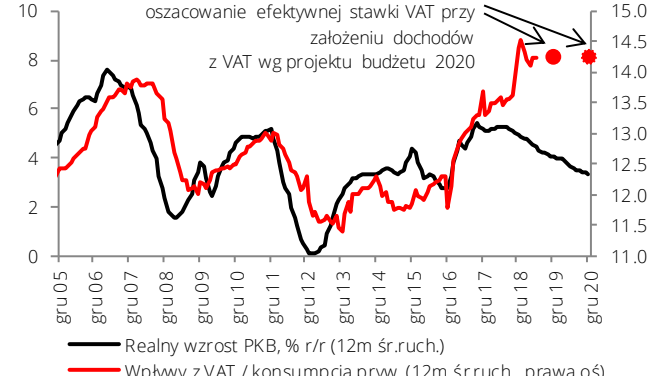
Źródło: GUS, NBP, Santander

### Budżet w 2020 r. po raz pierwszy ma pokazać zero



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

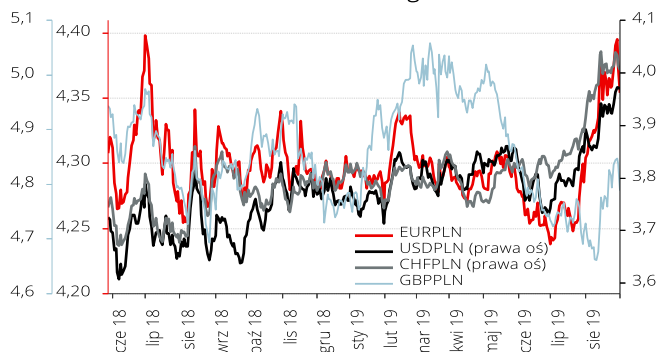
### ...ale, mimo sukcesów w ściąganiu, potrzebuje wzrostu PKB.



Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Santander

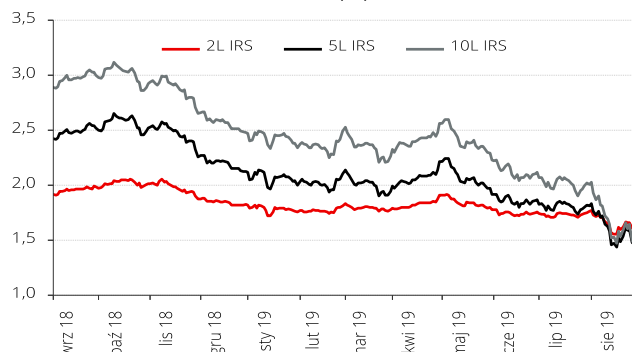
## Rynek na wykresach

Notowania złotego



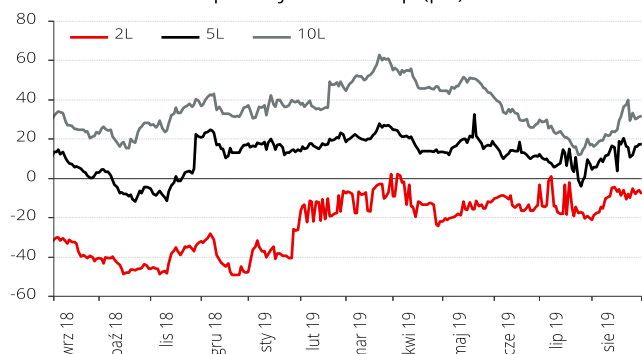
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

IRS (%)



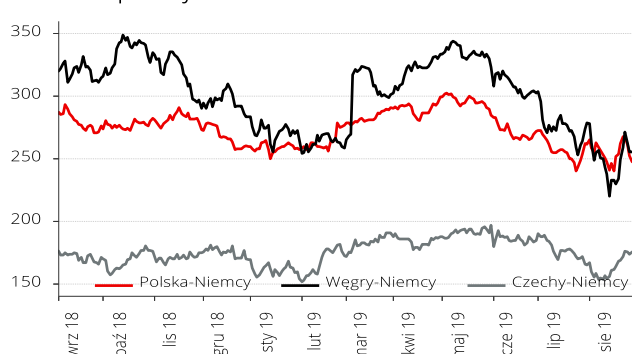
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



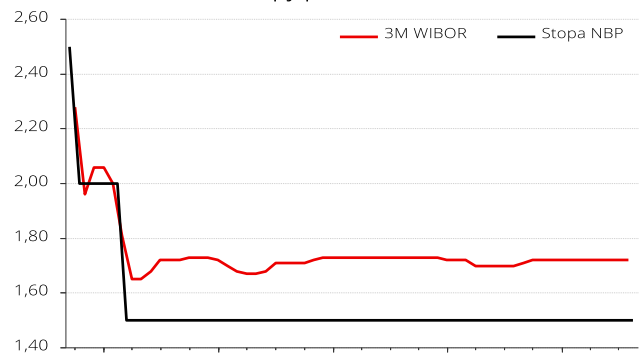
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



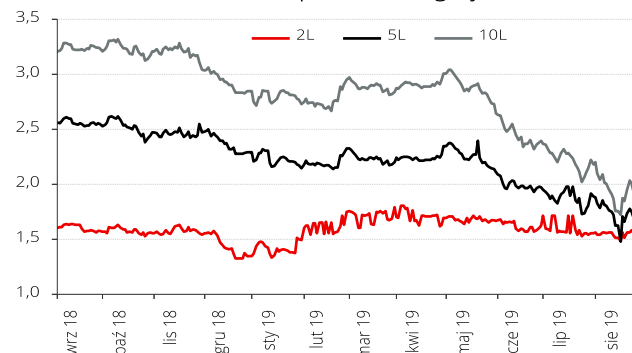
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stopy procentowe



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

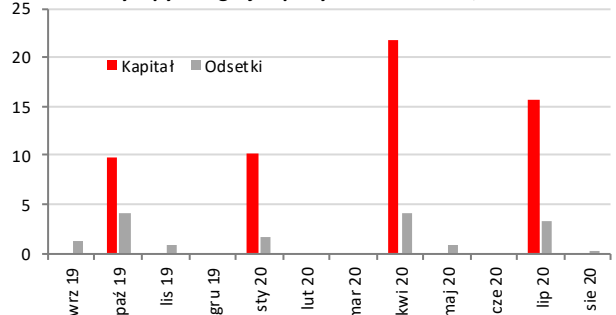
Rentowności polskich obligacji (%)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

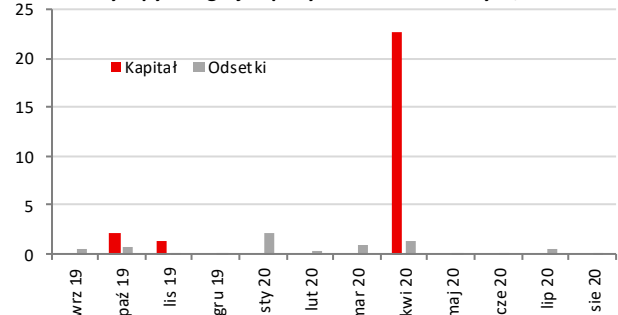
## Spłaty kapitału i płatności odsetkowe

Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN, mld zł



Źródło: MF, Santander Bank Polska

Wykupy obligacji i spłaty odsetek walutowych, mld zł



Źródło: MF, Santander Bank Polska

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>2 września</b> PL: PMI – przemysł (VIII) 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)	5 DE: Zamówienia przemysłowe (VII) US: Raport ADP (VIII) US: Zamówienia przemysłowe (VII)	6 DE: Produkcja przemysłowa (VII) CZ: Produkcja przemysłowa (VII) EZ: PKB (2Q) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII)
9 DE: Eksport (VII)	10 CZ: CPI (VIII) HU: CPI (VIII)	11 <b>PL: Decyzja RPP</b>	12 EZ: Decyzja EBC EZ: Produkcja przemysłowa (VII) US: CPI (VIII)	13 <b>PL: CPI (VIII)</b> <b>PL: Bilans płatniczy (VII)</b> US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Wstępny Michigan (IX)
16 <b>PL: Bazowy CPI (VIII)</b>	17 DE: ZEW (IX) US: Produkcja przemysłowa (VIII)	18 <b>PL: Zatrudnienie (VIII)</b> <b>PL: Wynagrodzenia (VIII)</b> EZ: HICP (VIII) US: Rozpoczęte budowy domów (VIII) US: Decyzja FOMC	19 <b>PL: Produkcja przemysłowa (VIII)</b> <b>PL: PPI (VIII)</b> US: Indeks Philly Fed (IX) US: Sprzedaż domów (VIII)	20 <b>PL: Sprzedaż detaliczna (VIII)</b>
23 <b>PL: Produkcja budowlana (VIII)</b> <b>PL: Podaż pieniądza M3 (VIII)</b>	24 DE: Indeks Ifo (IX) HU: decyzja banku centralnego US: Indeks nastoju konsumentów (IX)	25 CZ: decyzja banku centralnego US: Sprzedaż nowych domów (VIII)	26 <b>PL: minutes RPP</b> US: PKB (II kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (VIII)	27 <b>PL: Przegląd ratingu przez Fitch</b> US: Dochody i wydatki osobiste (VIII) US: PCE (VIII) US: Indeks Michigan (IX)
30 CN: PMI – przemysł (IX)	<b>1 października</b> <b>PL: Wstępny CPI (IX)</b> <b>PL: PMI – przemysł (IX)</b> EZ, DE: PMI – przemysł (IX) CZ: PKB (II kw.) EZ: Wstępny HICP (IX) US: ISM – przemysł (IX)	2 <b>PL: Decyzja RPP</b> US: Raport ADP (IX)	3 DE: PMI – usługi (IX) EZ: PMI – usługi (IX) US: ISM – usługi (IX) US: Zamówienia przemysłowe (VIII)	4 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX)
7 DE: Zamówienia przemysłowe (VIII) CZ: Produkcja przemysłowa (VIII) HU: Produkcja przemysłowa (VIII)	8 DE: Produkcja przemysłowa (VIII) HU: CPI (IX)	9 US: minutes FOMC	10 DE: Eksport (VIII) CZ: CPI (IX) US: CPI (IX)	11 <b>PL: Przegląd ratingu przez Moody's i S&amp;P</b> US: Wstępny Michigan (X)
14 EZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	15 <b>PL: CPI (IX)</b> DE: ZEW (X)	16 <b>PL: Bazowy CPI</b> EZ: Wstępny HICP (IX) US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Beżowa księga Fed	17 <b>PL: Minutes RPP</b> <b>PL: Zatrudnienie (IX)</b> <b>PL: Wynagrodzenia (IX)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Indeks Philly Fed (X) US: Produkcja przemysłowa (IX)	18 <b>PL: Produkcja przemysłowa (IX)</b> <b>PL: PPI (IX)</b>

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	Około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	29	-	-	28	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	14	13	18	12	14	13	15	13	13	14	-	-
Podaż pieniądza	23	22	22	23	24	25	22	23	23	22	-	-

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów

## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		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	wrz 19
PMI	pkt.	51.4	50.5	50.4	49.5	47.6	48.2	47.6	48.7	49.0	48.8	48.4	47.4	48.8	49.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5.0	2.7	7.4	4.6	2.9	6.0	6.9	5.6	9.2	7.7	-2.6	5.8	0.9	4.9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	20.1	16.5	22.5	17.0	12.3	3.2	15.1	10.8	17.4	9.6	-0.7	6.6	3.9	7.3
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	9.0	5.6	9.7	8.2	4.7	6.6	6.5	3.1	13.6	7.3	5.3	7.4	6.3	10.0
Stopa bezrobocia	%	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	5.1
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	6.8	6.7	7.6	7.7	6.1	7.5	7.6	5.7	7.1	7.7	5.3	7.4	6.7	7.1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	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	2.8
Eksport (w euro)	% r/r	8.9	-1.5	13.2	8.1	1.7	5.4	9.9	7.8	10.1	12.7	-1.6	6.6	-2.5	4.4
Import (w euro)	% r/r	14.0	4.2	18.1	9.2	2.2	1.6	7.8	2.6	8.5	11.3	-3.1	5.3	0.4	9.2
Bilans handlowy	mln EUR	-542	-544	-473	99	-1 301	364	-377	342	279	-17	-77	-14	-1 042	-1 435
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 005	-876	-405	343	-1 126	2 438	-718	116	720	874	21	-401	-1 369	-1 732
Rachunek bieżący	% PKB	-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	-0.2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	1.1	3.2	6.5	11.1	-10.4	6.6	-0.8	-4.5	-0.1	-1.9	-5.0	-4.8	-4.4	-2.7
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-2.5	-7.7	-15.6	-26.7	25.1	-23.1	2.8	15.7	0.3	6.8	17.7	16.8	15.3	9.6
Inflacja (CPI)	% r/r	2.0	1.9	1.8	1.3	1.1	0.7	1.2	1.7	2.2	2.4	2.6	2.9	2.8	2.9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0.9	0.8	0.9	0.7	0.6	0.8	1.0	1.4	1.7	1.7	1.9	2.2	2.0	2.3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3.0	3.0	3.2	2.8	2.1	2.2	2.9	2.5	2.6	1.4	0.5	0.6	0.9	1.0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7.5	7.9	8.3	8.8	9.2	8.8	9.8	9.9	10.4	9.9	9.3	9.9	10.1	10.0
Zobowiązania	% r/r	7.0	6.9	7.6	8.1	8.7	8.4	9.3	9.7	10.5	10.0	9.3	10.0	9.7	9.8
Należności	% r/r	6.1	5.9	6.7	7.0	7.6	7.4	7.5	8.1	7.7	6.5	6.7	7.4	7.2	7.2
EUR/PLN	PLN	4.29	4.30	4.31	4.30	4.29	4.29	4.31	4.30	4.29	4.30	4.27	4.26	4.35	4.35
USD/PLN	PLN	3.71	3.69	3.75	3.79	3.77	3.76	3.80	3.80	3.81	3.84	3.77	3.80	3.91	3.93
CHF/PLN	PLN	3.75	3.81	3.77	3.78	3.80	3.80	3.79	3.80	3.79	3.80	3.82	3.84	3.98	3.99
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	1.71	1.72	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	%	1.61	1.60	1.58	1.58	1.44	1.41	1.62	1.71	1.71	1.69	1.62	1.54	1.52	1.55
Rentowność obligacji 5L	%	2.50	2.56	2.52	2.46	2.37	2.23	2.19	2.23	2.24	2.26	1.99	1.85	1.73	1.68
Rentowność obligacji 10L	%	3.15	3.24	3.23	3.20	2.93	2.80	2.75	2.88	2.91	2.89	2.46	2.21	1.96	1.81

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	2 263.6	2 420.4	520.2	545.6	561.9	635.9	563.1	584.6	597.4	675.3
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	3.9	4.2	4.8	4.9	4.4	4.2	4.0	3.7	3.6
Spożycie indywidualne	% r/r	4.5	4.5	4.5	4.1	3.9	4.4	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	4.2	3.6	6.1	4.2	3.9	2.4	1.0	3.3	5.0	5.3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	13.7	19.7	7.4	3.6	9.9	7.8	6.0	7.2	3.3	5.6	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	5.2	4.2	6.1	6.8
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	6.6	5.8	5.3	5.1	5.9	5.3	5.1	5.3	5.4	4.9	4.9	5.1
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	5.3	7.2	6.7	6.7	7.1	7.0	6.4	6.3	7.2	6.5	6.8	6.2
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3.3	2.6	2.3	-0.2	2.7	2.5	2.0	1.9	0.9	0.5	0.3	0.1
Eksport (w euro)	% r/r	13.8	6.6	4.3	2.1	7.7	6.9	3.0	0.6	-1.7	2.2	4.6	4.8
Import (w euro)	% r/r	14.9	9.9	4.3	4.4	3.9	5.4	5.2	3.6	0.9	4.2	6.7	6.9
Bilans handlowy	mln EUR	1 426	-5 179	-5 384	-10 692	327	185	-2 556	-3 416	-1 122	-962	-3 837	-4 858
Rachunek bieżący	mln EUR	715	-2 882	-2 932	-7 199	1 832	1 615	-3 691	-3 178	259	849	-5 106	-4 980
Rachunek bieżący	% PKB	0.2	-0.6	-0.6	-1.3	-0.3	-0.1	-0.3	-0.7	-0.9	-1.1	-1.3	-1.6
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-1.4	-0.4	-1.0	-0.4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2.0	1.6	2.4	3.6	1.2	2.4	2.9	3.3	4.5	3.6	3.1	3.1
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	2.1	1.1	3.5	3.1	1.7	2.6	2.9	3.5	4.4	3.5	3.1	3.1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0.7	0.7	1.9	2.7	1.1	1.8	2.2	2.7	2.9	2.7	2.6	2.5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2.9	2.2	1.7	2.2	2.5	1.5	0.8	1.8	2.4	2.0	2.5	1.9
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	4.6	9.2	9.3	7.6	9.2	9.2	9.2	9.3	8.9	8.5	8.0	7.6
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	4.1	8.7	9.1	7.6	8.8	8.9	9.0	9.1	8.7	8.3	8.0	7.6
Należności <sup>b</sup>	% r/r	3.6	7.6	7.8	6.0	7.6	7.7	7.8	7.8	7.3	6.9	6.4	6.0
EUR/PLN	PLN	4.26	4.26	4.31	4.21	4.30	4.28	4.32	4.32	4.27	4.22	4.20	4.17
USD/PLN	PLN	3.78	3.61	3.83	3.66	3.79	3.81	3.88	3.84	3.74	3.68	3.64	3.56
CHF/PLN	PLN	3.84	3.69	3.87	3.74	3.80	3.80	3.94	3.92	3.83	3.75	3.72	3.65
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	1.60	1.60	1.64	1.65	1.54	1.55	1.55	1.55	1.59	1.73
Rentowność obligacji 5L	%	2.78	2.51	1.95	1.83	2.23	2.14	1.73	1.70	1.70	1.70	1.90	2.00
Rentowność obligacji 10L	%	3.44	3.21	2.31	1.95	2.84	2.68	1.90	1.80	1.80	1.80	2.00	2.20

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 02.09.2019 r. zostało przygotowane przez:

**DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH**

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

Email: [ekonomia@santander.pl](mailto: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 1887
Marcin Luziński	– Ekonomista	22 534 1885
Wojciech Mazurkiewicz	– Ekonomista	22 534 1886
Grzegorz Ogonek	– Ekonomista	22 534 1923
Marcin Sulewski, CFA	– Ekonomista	22 534 1884

**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](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://www.santander.pl)*