

CZY GROZI NAM DEDOLARYZACJA?

Aktualizacja prognoz makro



9 września 2026 r.

Executive summary aktualizacji prognoz na 2026 rok

W tej analizie rzyglądamy się bliżej tezie o "dedolaryzacji" – i wnioski są bardziej stonowane niż sugerowałaby retoryka BRICS czy nagłówki o "końcu dolara". Dolar traci grunt jako waluta rezerwowa, ale w tempie liczonym w dekadach, nie kwartałach, a jego pozycja w globalnych rozliczeniach pozostaje wręcz niekwestionowana. Chiński juan, mimo rozbudowy własnej infrastruktury rozliczeniowej, wciąż operuje w niszy nieproporcjonalnej do wielkości chińskiej gospodarki. Równolegle aktualizujemy nasze prognozy makroekonomiczne dla Polski – gospodarka pozostaje w fazie solidnego wzrostu, choć rok 2026 nie jest już tak "bajkowy", jak zakładaliśmy jeszcze na początku roku.

- 1. Dolar traci grunt jako waluta rezerwowa, ale bardzo powoli.** Udział USD w globalnych rezerwach spadł z ponad 71% w szczycie z 1999 r. do 56,4% na koniec 2025 r. – spadek realny, ale rozłożony na ćwierć wieku. Euro zyskało relatywnie niewiele (do 20,4%), a większość uwolnionego udziału trafiła do "niekonwencjonalnych" walut rezerwowych (z 2,1% w 2001 r. do 6,2% dziś). Część spadku to zresztą efekt wyceny, nie realna ucieczka banków centralnych od USD.
- 2. W realnych rozliczeniach międzynarodowych dolar jest jeszcze silniejszy niż w rezerwach.** Dane SWIFT (VI 2026) pokazują, że po wyłączeniu obrotu wewnątrz strefy euro dolar odpowiada za 58,6% globalnych płatności, a euro spada do 13,5%. Dalej: jen (5,3%), funt (5,0%), dolar kanadyjski (2,6%). Polski złoty zajmuje 13. miejsce na świecie (0,65%) – nieźle jak na walutę średniej gospodarki spoza strefy euro.
- 3. Chińska waluta miała swój moment w rozliczeniach, ale on już minął.** Od 1,65% w styczniu 2020 r. udział RMB rósł niemal nieprzerwanie do szczytu 4,74% latem 2024 r., awansując na chwilę na 4. miejsce globalnego rankingu – najbliżej, jak kiedykolwiek był, ścisłej czołówki. Od tego szczytu nastąpił jednak odwrót do 2,5-3,2% (2,75% w czerwcu 2026 r.), co sugeruje, że szczyt był efektem przejściowym (m.in. rozliczeń z Rosją i Iranem), nie trwałą zmianą strukturalną.

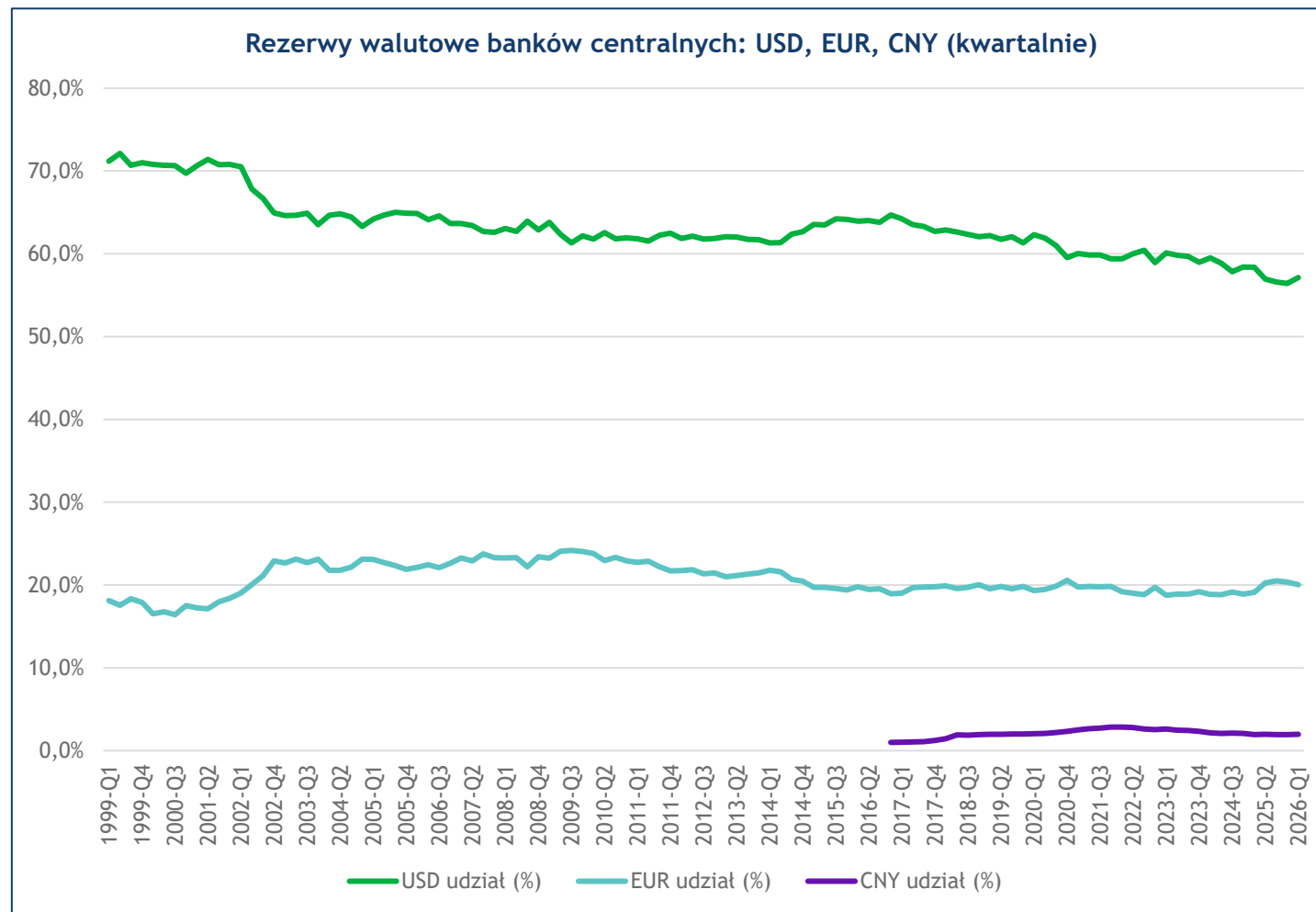
Executive summary prognoz na 2026 rok - Szczyt Modernizacyjny



4. **Chiny budują alternatywną infrastrukturę rozliczeniową — CIPS rośnie 345-krotnie w dekadę.** System uruchomiony przez PBoC w 2015 r. zwiększył wartość rozliczeń z ok. 74 mld USD do 25,55 bln USD w 2025 r., a szacunki na 2026 r. (na bazie danych za styczeń-czerwiec) wskazują na dalsze przyspieszenie do ok. 29,6 bln USD. Baza uczestników rośnie równie dynamicznie — z 1092 instytucji w 2020 r. do 1766 w 2025 r., obejmujących banki ze 124 krajów. Mimo tej ekspansji udział juana w globalnych płatnościach mierzonych przez SWIFT pozostaje w tym samym wąskim przedziale co w punkcie 3 — co sugeruje, że CIPS buduje raczej równoległą infrastrukturę dla wąskiej grupy partnerów (kraje pod sankcjami, BRICS) niż realną konkurencję dla SWIFT w skali globalnej.
5. **Zagraniczni wierzyciele kontrolują zaledwie 24% długu USA — popularny straszak ma ograniczoną siłę rażenia.** Na koniec grudnia 2025 r. całkowity dług federalny USA wyniósł 38,5 bln USD, z czego zagranica (wszystkie kraje razem) odpowiadała za 9,27 bln USD (24,1%). Największym pojedynczym wierzycielem pozostaje Japonia (1,19 bln USD), przed Wielką Brytanią (863 mld) i Chinami (684 mld — wyraźnie poniżej szczytu 1,32 bln USD z 2013 r., spadek o 42%). Pozostałe 75,9% długu jest w rękach krajowych: instytucje finansowe i inwestorzy prywatni (43,1%), fundusze emerytalne łącznie (22,0%) oraz sama Rezerwa Federalna (10,9%) — nawet całkowita wyprzedaż przez Chiny i Hong Kong byłaby więc możliwa do wchłonięcia przez krajowy rynek.
6. **Polska znowu poza TOP 20 gospodarek świata — przez franka szwajcarskiego, nie przez fundamenty.** Od 33. miejsca w 1995 r. (139,8 mld USD) Polska systematycznie awansowała, wchodząc po raz pierwszy do TOP 20 w 2008 r. (miejsce 20., 535,6 mld USD) — awans przerwał jednak kryzys finansowy, który mimo realnego uniknięcia recesji ("zielona wyspa") strącił Polskę na 22. miejsce już w 2009 r. Po latach oscylowania w przedziale 22.-27. miejsca, Polska w 2023 r. wróciła do 21. pozycji, a w pewnym momencie 2025 r. — przy przejściowym osłabieniu franka szwajcarskiego — na chwilę wróciła nawet do dwudziestki. Aprecjacja CHF przywróciła jednak Szwajcarię na 20. miejsce (1146,9 mld USD wobec 1134,2 mld USD Polski) — dystans jest dziś najmniejszy w historii tego zestawienia.
7. **Aktualizacja prognoz: rewidujemy wzrost PKB na 2026 r. do 3,7% (z wcześniejszych 3,6%).** Ostateczne dane GUS za 2 kw. 2026 r. potwierdziły przyspieszenie do 3,9% r/r (wobec szybkiego szacunku 3,8%), ale niespodzianka przyszła z innej strony niż zakładaliśmy — obok inwestycji (+1,3 pkt proc.) o wyniku zdecydował dodatni wkład eksportu netto (+0,5 pkt proc. wobec zakładanej ujemnej kontrybucji), przy tempie inwestycji nadal poniżej naszych wcześniejszych założeń. Jednocześnie szok naftowy związany z wojną na Bliskim Wschodzie zrewidował naszą ścieżkę inflacji CPI w górę na 2h26/2027. W całym horyzoncie prognozy PKB: 2025 — 3,6%, 2026 — 3,7%, 2027 — 2,8%, 2028 — 2,8%.

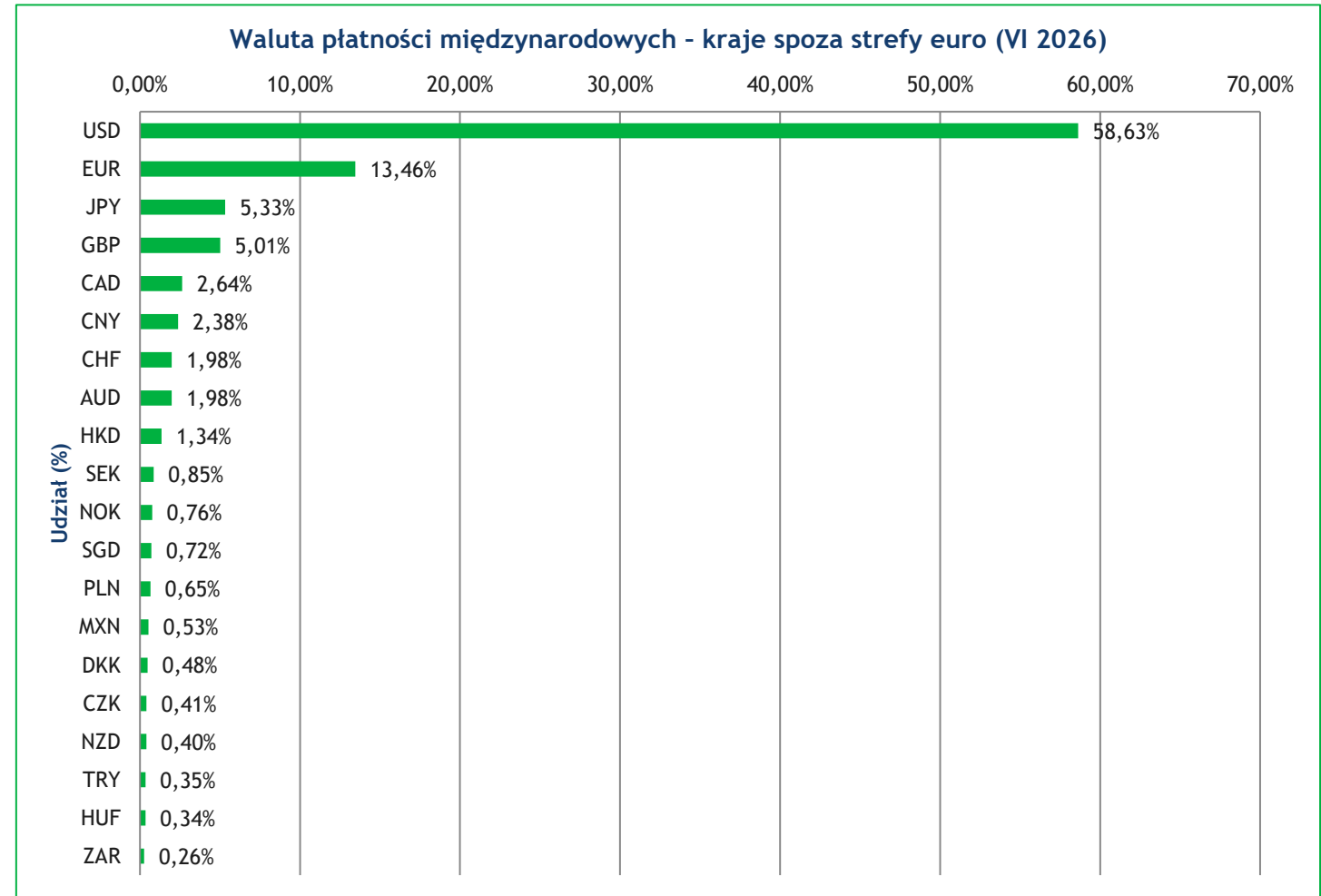
1. Udział dolara w rezerwach walutowych

Według danych MFW (baza COFER) na koniec 2025 r. dolar amerykański pozostaje zdecydowanie największą walutą rezerwową świata z udziałem 56,4%, mimo systematycznego spadku z poziomu ponad 70% na przełomie wieków. Drugie miejsce zajmuje euro z udziałem 20,4%, a dalej w kolejności uplasowały się: jen japoński (5,8%), funt szterling (4,4%), dolar kanadyjski (2,5%), dolar australijski (2,0%) oraz chiński juan (2,0%) – mimo intensywnej promocji internacjonalizacji renminbi przez Pekin, jego udział pozostaje symboliczny. Frank szwajcarski, mimo swojej reputacji "bezpiecznej przystani", odpowiada za zaledwie 0,2% globalnych rezerw. Pozostałe kilkadziesiąt walut świata – łącznie z walutami skandynawskimi, azjatyckimi rynkami wschodzącymi i walutami regionu Europy Środkowo-Wschodniej – mieści się w kategorii "inne waluty" (other currencies), która w 2025 r. odpowiadała za 6,2% rezerw, wobec zaledwie 2,1% w 2001 r.; to właśnie w tej kategorii kryje się cała dywersyfikacja rezerw poza wielką piątką/szóstką walut.



2. Świat płaci w dolarach

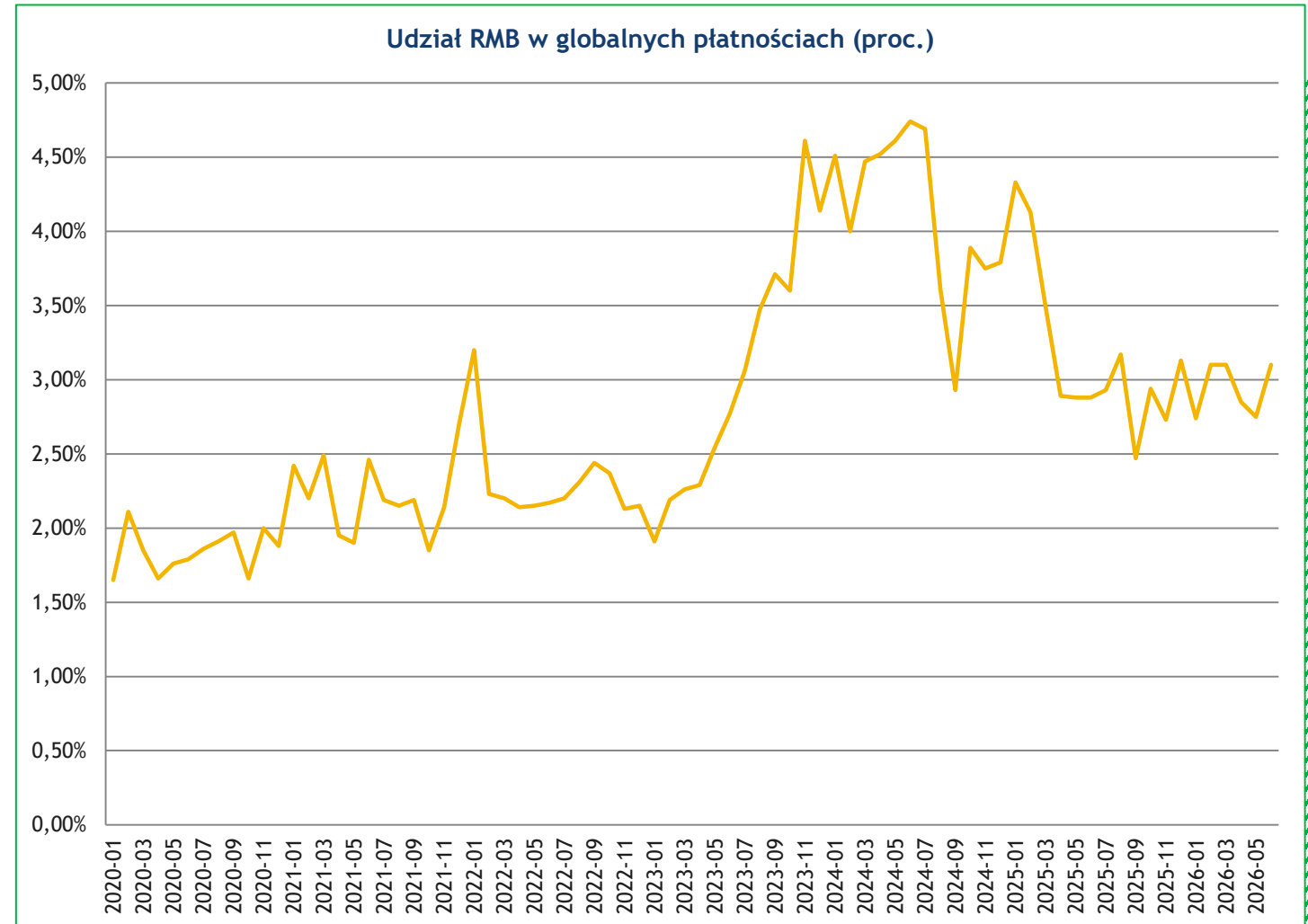
Na globalnych rynkach transakcje dokonywane są w USD, waluta europejska to zaledwie 13,46% transakcji (nie licząc wymiany w strefie euro). Za dolarem i euro na trzecim miejscu plasuje się jen japoński (5,33%), a tuż za nim funt szterling (5,01%) – dwie tradycyjne waluty rezerwowe, które utrzymują wyraźny dystans do reszty stawki. Dalej widać już wyraźnie mniejsze, ale wciąż istotne udziały walut rozwiniętych gospodarek eksportowych i finansowych centrów: dolar kanadyjski (2,64%), frank szwajcarski i dolar australijski (po 1,98%) oraz dolar hongkoński (1,34%). Poniżej 1% zaczyna się ogon walut niemainstreamowych – korona szwedzka (0,85%), korona norweska (0,76%), dolar singapurski (0,72%), polski złoty (0,65%, 13. miejsce), peso meksykańskie (0,53%), korona duńska (0,48%), korona czeska (0,41%), dolar nowozelandzki (0,40%), lira turecka (0,35%), forint węgierski (0,34%) i rand południowoafrykański (0,26%) zamykający zestawienie top 20. Złoty wypada tu zresztą nieźle na tle regionu – wyprzedza koronę czeską i forinta, co potwierdza względnie dużą płynność i rozpoznawalność PLN w rozliczeniach międzynarodowych jak na walutę średniej gospodarki spoza strefy euro.



3. Chińska waluta miała swój wzlot

LATA 2023-2024 TO WZROST ZNACZENIA CNY

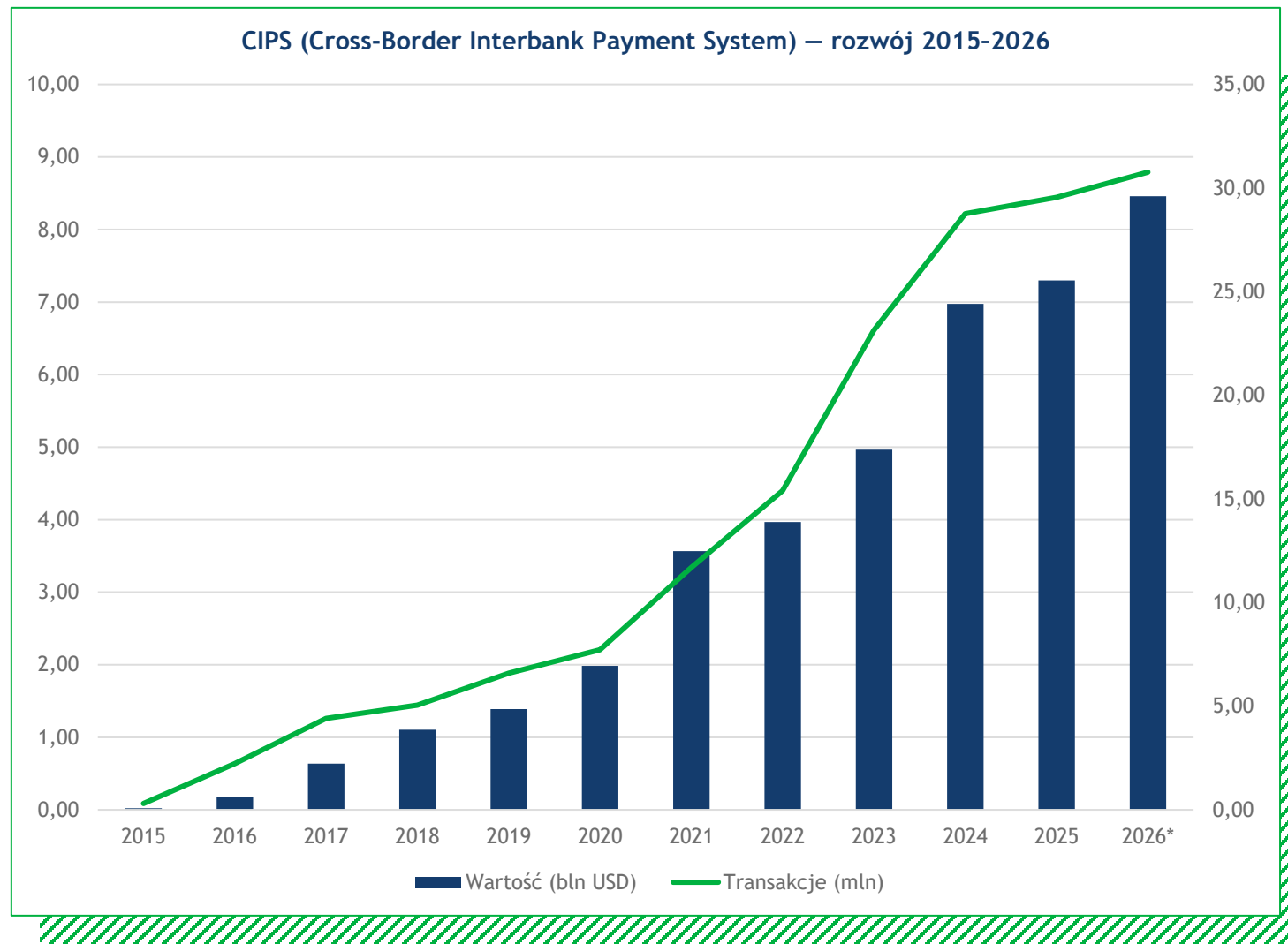
Miesięczne dane SWIFT pokazują, że pozycja juana w globalnych rozliczeniach przeszła w ciągu ostatnich sześciu lat wyraźny cykl wzrostu i odwrotu, a nie prostą, jednokierunkową ekspansję. Od stycznia 2020 r. (1,65%) udział RMB rósł niemal nieprzerwanie przez trzy lata, przyspieszając szczególnie od połowy 2023 r., by latem 2024 r. osiągnąć historyczny szczyt na poziomie 4,74% – najwyższy wynik w historii tego zestawienia. W tym okresie juan awansował na chwilę na 4. miejsce w rankingu walut rozliczeniowych SWIFT, wyprzedzając funta szterlinga i zbliżając się do jena – czyli najbliżej, jak kiedykolwiek był, wejścia do ścisłej czołówki walut globalnych. Od tego szczytu zaczął się jednak wyraźny odwrot: przez drugą połowę 2024 i cały 2025 r. udział RMB systematycznie spadał, osiągając lokalne minimum w październiku 2025 r. (2,47%), po czym ustabilizował się w wąskim przedziale 2,5-3,2%, w którym pozostaje do połowy 2026 r. (2,75% w czerwcu). Ranking cofnął się odpowiednio na 5., a okresowo nawet na 6. miejsce. Ten cykl – dynamiczny wzrost w latach 2020-2024, po którym nastąpiła równie wyraźna korekta – sugeruje, że szczyt z 2024 r. mógł być w istotnej mierze efektem przejściowych czynników (m.in. wzmożonego rozliczania handlu z Rosją w warunkach sankcji), a nie trwałej, strukturalnej zmiany pozycji juana w globalnym systemie płatniczym.



4. Rośnie znaczenie chińskiego systemu rozliczeń CIPS

LATA 2023-2024 TO WZROST ZNACZENIA CNY

CIPS (Cross-Border Interbank Payment System) to uruchomiony przez chiński bank centralny w 2015 r. system rozliczeń międzybankowych – funkcjonalny odpowiednik SWIFT, ale zaprojektowany do obsługi transakcji w juanie i uniezależnienia chińskiego handlu od zachodniej infrastruktury płatniczej. Skala jego rozwoju jest uderzająca: wartość rozliczeń wzrosła z ok. 74 mld USD w 2015 r. do 25,55 bln USD w 2025 r. – 345-krotny wzrost w dekadę. Szacunki za 2026 r., wskazują na dalsze przyspieszenie do ok. 29,6 bln USD. Mimo tej ekspansji, udział juana w globalnych płatnościach mierzonych przez SWIFT utrzymuje się od ponad roku w wąskim przedziale 2,5-3,2%. Sugeruje to, że CIPS nie tyle zastępuje SWIFT globalnie, ile buduje równoległą infrastrukturę dla wąskiej grupy partnerów – głównie krajów pod sankcjami (Rosja, Iran) i uczestników inicjatyw typu BRICS. Z systemu korzystają przede wszystkim banki rozliczające handel z Chinami oraz instytucje z krajów o ograniczonym dostępie do zachodniej infrastruktury płatniczej, a największym centrum offshore dla tych rozliczeń pozostaje Hongkong.



Źródło: VeloBank na podstawie China Data Portal.
Wartość w USD przeliczona z oficjalnej wartości w RMB.

*2026 to szacunek. Na podstawie miesięcznych danych CIPS ze stycznia-czerwca 2026 r.

5. Kto ma dług USA?

Modne stało się straszenie scenariuszem, w którym zagraniczni wierzyciele – Chiny, Japonia czy inni duzi posiadacze amerykańskiego długu – masowo wyprzedają Treasuries, wywołując skok rentowności i kryzys finansowy w USA. Tymczasem dane pokazują, że ten scenariusz ma znacznie mniejszą siłę rażenia, niż sugerują nagłówki. Na koniec grudnia 2025 r. zagraniczni posiadacze – wszystkie kraje świata razem kontrolowali zaledwie 24,1% amerykańskiego długu federalnego (9,27 bln z 38,5 bln USD). Pozostałe 75,9% to inwestorzy krajowi: instytucje finansowe i inwestorzy prywatni (43,1%), fundusze emerytalne (22,0%) oraz sama Rezerwa Federalna (10,9%). Ameryka jest w tej samej pozycji strukturalnej co Polska – kraj, który od lat świadomie zwiększał udział krajowych inwestorów (banków, OFE, funduszy emerytalnych) w finansowaniu długu publicznego właśnie po to, by ograniczyć wrażliwość na nastroje inwestorów zagranicznych. Nawet gdyby Chiny (razem z Hong Kongiem) z niespełna 1 bln USD – zdecydował się sprzedać całość swoich holdingów, byłaby to mniej niż 3% całości długu, którą z łatwością wchłonęłyby krajowe fundusze emerytalne i instytucje finansowe.

Kto posiada dług federalny USA – stan na koniec grudnia 2025 r.

Kategoria / kraj	Typ	mld USD	proc. całości
Instytucje finansowe i inwestorzy krajowi	Krajowy	16 574,5	43,1%
Fundusze emerytalne (razem)	Krajowy	8 456,0	22,0%
Rezerwa Federalna (Fed)	Krajowy	4 200,0	10,9%
Pozostałe kraje (wg TIC, rezydualne)	Zagraniczny	1 815,3	4,7%
Japonia	Zagraniczny	1 185,5	3,1%
Wielka Brytania	Zagraniczny	863,1	2,2%
Chiny (kontynentalne)	Zagraniczny	684,4	1,8%
Belgia	Zagraniczny	477,3	1,2%
Kanada	Zagraniczny	468,3	1,2%
Luksemburg	Zagraniczny	434,0	1,1%
Kajmany	Zagraniczny	421,6	1,1%
Francja	Zagraniczny	368,9	1,0%
Irlandia	Zagraniczny	341,0	0,9%
Tajwan	Zagraniczny	310,6	0,8%
Szwajcaria	Zagraniczny	294,1	0,8%
Singapur	Zagraniczny	278,4	0,7%
Hong Kong	Zagraniczny	268,4	0,7%
Norwegia	Zagraniczny	208,1	0,5%
Indie	Zagraniczny	182,9	0,5%
Brazylia	Zagraniczny	168,7	0,4%
Arabia Saudyjska	Zagraniczny	149,5	0,4%
Korea Południowa	Zagraniczny	140,6	0,4%
Izrael	Zagraniczny	105,7	0,3%
Niemcy	Zagraniczny	103,1	0,3%

6. Polska znowu 21. gospodarką świata przez franka szwajcarskiego



TOP 25 gospodarek świata wg nominalnego PKB – ranking w każdym roku

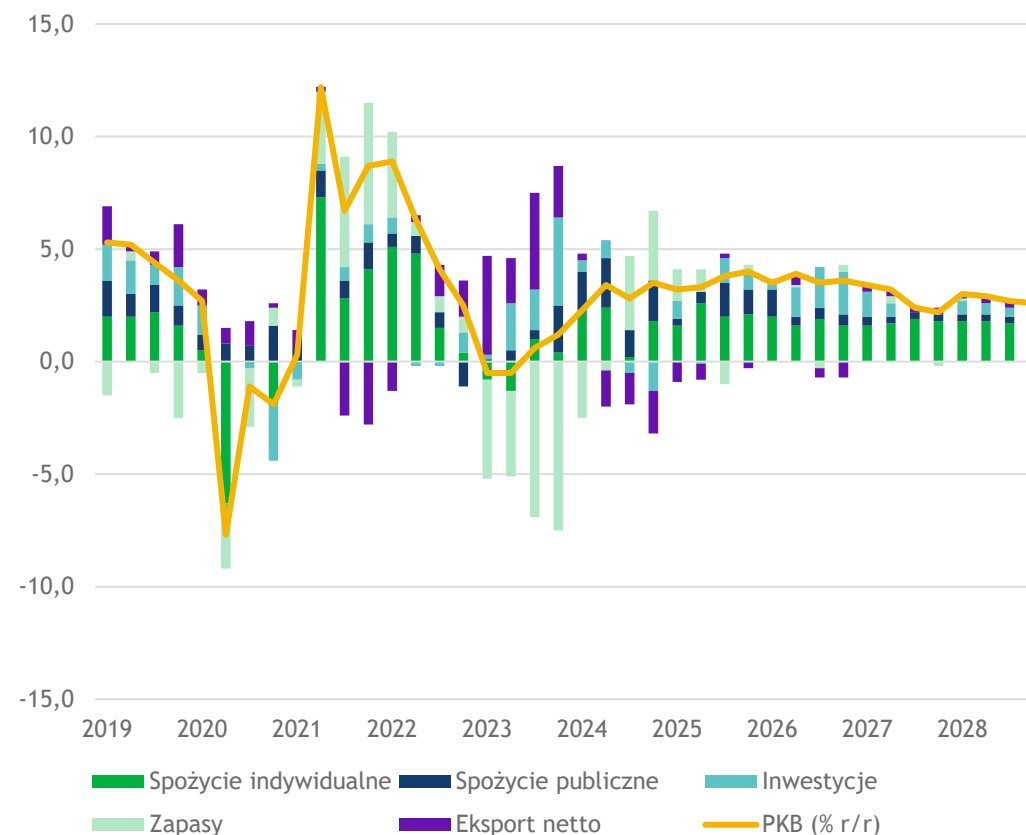
Poz.	1995	2000	2005	2008	2010	2015	2020	2025	2026
1	USA	USA	USA	USA	USA	USA	USA	USA	USA
2	Japonia	Japonia	Japonia	Japonia	Chiny	Chiny	Chiny	Chiny	Chiny
3	Niemcy	Niemcy	Niemcy	Chiny	Japonia	Japonia	Japonia	Niemcy	Niemcy
4	Francja	W. Brytania	W. Brytania	Niemcy	Niemcy	Niemcy	Niemcy	Japonia	Japonia
5	W. Brytania	Francja	Chiny	W. Brytania	Francja	W. Brytania	W. Brytania	W. Brytania	W. Brytania
6	Włochy	Chiny	Francja	Francja	W. Brytania	Francja	Francja	Indie	Indie
7	Brazylia	Włochy	Włochy	Włochy	Brazylia	Indie	Indie	Francja	Francja
8	China	Kanada	Kanada	Rosja	Włochy	Włochy	Włochy	Rosja	Włochy
9	Hiszpania	Meksyk	Hiszpania	Brazylia	Indie	Brazylia	Korea Płd.	Włochy	Rosja
10	Kanada	Brazylia	Korea Płd.	Hiszpania	Rosja	Kanada	Kanada	Kanada	Brazylia
11	Korea Płd.	Hiszpania	Meksyk	Kanada	Kanada	Korea Płd.	Rosja	Brazylia	Kanada
12	Holandia	Korea Płd.	Brazylia	Indie	Hiszpania	Rosja	Brazylia	Hiszpania	Australia
13	Meksyk	Indie	Indie	Meksyk	Australia	Australia	Australia	Korea Płd.	Meksyk
14	Australia	Iran	Rosja	Korea Płd.	Korea Płd.	Meksyk	Hiszpania	Australia	Hiszpania
15	Indie	Holandia	Australia	Australia	Meksyk	Hiszpania	Meksyk	Meksyk	Korea Płd.
16	Szwajcaria	Australia	Holandia	Holandia	Holandia	Turcja	Indonezja	Turcja	Turcja
17	Rosja	Tajwan	Turcja	Turcja	Turcja	Indonezja	Holandia	Indonezja	Indonezja
18	Argentyna	Argentyna	Szwajcaria	Szwajcaria	Indonezja	Holandia	Arabia Saud.	Holandia	Holandia
19	Belgia	Szwajcaria	Szwecja	Indonezja	Szwajcaria	Szwajcaria	Szwajcaria	Arabia Saud.	Arabia Saud.
20	Tajwan	Rosja	Belgia	Polska	Iran	Nigeria	Turcja	Szwajcaria	Szwajcaria
21	Szwecja	Turcja	Tajwan	Arabia Saud.	Arabia Saud.	Arabia Saud.	Tajwan	Polska	Polska
22	Indonezja	Szwecja	Arabia Saud.	Belgia	Nigeria	Argentyna	Polska	Tajwan	Tajwan
23	Austria	Belgia	Austria	Szwecja	Szwecja	Tajwan	Nigeria	Belgia	Irlandia
24	Turcja	Austria	Norwegia	Iran	Belgia	Szwecja	Szwecja	Irlandia	Belgia
25	Nigeria	Arabia Saud.	Indonezja	Nigeria	Polska	Polska	Belgia	Argentyna	Szwecja

- Historia Polski w rankingu największych gospodarek świata to studium powolnego, ale konsekwentnego wspinania się, z jednym wyraźnym cofnięciem po drodze. W 1995 r. Polska zajmowała dopiero 33. miejsce na świecie (PKB nominalne: 139,8 mld USD).
- Przez kolejne 13 lat systematycznie awansowała, aż w 2008 r. – po raz pierwszy w historii – weszła do TOP 20 (miejsce 20., 535,6 mld USD). Awans okazał się jednak krótkotrwały: globalny kryzys finansowy z 2008-2009 r., mimo że polska gospodarka realnie uniknęła recesji (słynna "zielona wyspa"), wywołał gwałtowne osłabienie złotego, które w przeliczeniu na dolary strąciło Polskę z powrotem na 22. miejsce już w 2009 r., a rok później na 25.
- Przez kolejną dekadę Polska oscylowała między 22. a 27. miejscem, by dopiero w 2023 r. ponownie zbliżyć się do progu TOP 20, zajmując 21. miejsce – pozycję, którą zgodnie z najnowszą prognozą MFW (WEO z kwietnia 2026) utrzyma też w 2026 r.
- W pewnym momencie 2025 r. Polska faktycznie na chwilę przeskoczyła do TOP 20, wykorzystując przejściowe osłabienie franka szwajcarskiego – waluty, która od lat 2010. rywalizuje z Polską o miejsce tuż powyżej progu dwudziestki. Aprecjacja franka przywróciła jednak Szwajcarię na 20. pozycję, spychając Polskę z powrotem na 21. miejsce. To pokazuje, jak blisko Polska jest dziś progu TOP 20 – i jak bardzo o tej granicy decydują wahania kursowe, a nie fundamenty gospodarcze.
- Warto przy tym pamiętać o skali, w jakiej poruszają się dziś największe gospodarki wschodzące: w 1995 r. całe chińskie PKB wynosiło 737,9 mld USD – mniej niż dzisiejsze PKB samej Polski (1134,2 mld USD w 2026 r.). W ciągu trzydziestu lat Chiny powiększyły swoją gospodarkę niemal 28-krotnie, z poziomu porównywalnego z dzisiejszą Polską do drugiej gospodarki świata wartiej niemal 21 bln USD.

7. Wzrost na 3,7%

- **Polska jako gospodarka typu „Goldilocks” – z rysą.** Po mocnym odczycie GUS za II kw. (PKB +3,9% r/r) podnosimy prognozę na 2026 r. do 3,7% (z 3,6%, wobec 3,6% w 2025 r.), utrzymując Polskę w czołówce UE. Sama "bajkowa" kombinacja niskiej inflacji przy solidnym wzroście została naruszona przez szok naftowy związany z wojną na Bliskim Wschodzie – inflację CPI rewidujemy w górę. Inwestycje pozostają motorem wzrostu, choć II kw. przyniósł słabszy niż zakładano odczyt (+8,4% r/r wobec prognozy 10,2%) – nadal oczekujemy dwucyfrowej dynamiki nakładów w kolejnych kwartałach, finansowanych środkami z KPO, co wciąż jest argumentem dla kapitału zagranicznego za pozycją w PLN, mimo podwyższonej niepewności geopolitycznej.
- **Krytyczny test efektywności inwestycji.** Rok 2026 to nadal "szczyt bajki" i ostatnia szansa na skuteczne wykorzystanie środków KPO – szok naftowy tego nie zmienia, bo polska gospodarka okazała się na razie odporna na zewnętrzny wstrząs, wyraźnie bardziej niż wcześniej się obawialiśmy. Ryzyko pozostaje aktualne, a słabszy odczyt inwestycji w II kw. je uwiarygadnia: nominalnie wysokie nakłady mogą nie przełożyć się na trwały wzrost produktywności, a jedynie czasowo pobudzić konsumpcję – wzrost PKB w II kw. ciągnął zresztą głównie eksport netto, nie inwestycje. Długoterminowe prognozy wskazują na spowolnienie do ok. 2,8% w 2027 r. – nieco niżej niż wcześniej zakładaliśmy.
- **Wąskie gardła strukturalne i fiskalne – ryzyko rośnie szybciej niż zakładano.** Skumulowanie wydatków KPO w 2026 r. odbywa się przy pogłębiającym się deficycie finansów publicznych, dodatkowo obciążonym kosztem oston przed szokiem naftowym (program "Ceny Paliwa Niżej") – rząd potwierdził w projekcie budżetu na 2027 r., że deficyt sektora gg utrzyma się na 7,1% PKB, bez konsolidacji. Zderzenie z ustawowym progiem ostrożnościowym długu publicznego może nastąpić już w 2027 r. Presja płacowa, wbrew wcześniejszym obawom, słabnie szybciej niż zakładaliśmy – dynamika wynagrodzeń normalizuje się, co ogranicza ryzyko utraty konkurencyjności, ale nie eliminuje wrażliwości gospodarki na szoki zewnętrzne przy kurczącej się populacji w wieku produkcyjnym.

Struktura PKB i prognozy od I kw. 2026



Prognozy makroekonomiczne

Okres / zmienna	Prognoza kwartalna								Roczne			
	1kw.26	2kw.26	3kw.26	4kw.26	1kw.27	2kw.27	3kw.27	4kw.27	2025	2026	2027	2028
PKB (proc. r/r)	3,5	3,9	3,5	3,6	3,4	3,2	2,4	2,2	3,6	3,7	2,8	2,8
Konsumpcja prywatna / spożycie indywidualne (proc. r/r)	3,3	2,8	3,3	2,8	2,8	3,0	3,2	3,1	3,7	3,0	3,0	2,8
Inwestycje w środki trwałe (proc. r/r)	2,4	8,4	10,0	11,0	6,0	3,5	0,0	0,0	4,4	8,5	1,7	1,8
Eksport netto (pkt. proc.)	0,0	0,5	-0,3	-0,6	0,3	0,3	0,2	0,3	-0,4	-0,2	0,3	0,2
Inflacja CPI (proc. r/r, śr. w okresie)	2,4	3,0	3,3	3,8	3,3	2,9	2,4	2,1	3,6	3,2	2,8	2,4
Inflacja bazowa (proc. r/r, śr. w okresie)	2,6	3,0	3,0	3,4	3,2	2,9	2,8	2,6	3,3	3,0	2,9	2,5
Inflacja PPI (proc. r/r, śr. w okresie)	-1,1	1,7	0,5	0,7	-0,6	-3,3	-2,1	-1,9	-1,6	2,0	0,2	0,8
Płace nominalne, sektor przedsiębiorstw (proc. r/r)	6,3	5,6	6,0	5,3	4,9	5,3	5,2	5,0	8,0	5,8	5,1	4,5
Stopa bezrobocia rejestrowanego (proc., koniec okresu)	6,1	5,8	5,8	5,8	6,0	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8	5,7	5,7
Stopa bezrobocia BAEL (proc.)	3,3	2,8	3,1	3,1	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0
Dług publiczny, ESA2010 (proc. PKB, koniec okresu)	61,6	63,2	65,3	67,9	68,7	69,5	70,1	70,6	59,7	67,9	70,6	75,0
Saldo fiskalne, ESA2010 (proc. PKB)	-7,5	-7,2	-6,9	-7,1	-7,2	-7,2	-7,2	-7,1	-7,3	-7,2	-7,2	-6,8
Stopa referencyjna NBP (proc., koniec okresu)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,5	3,3	4,0	3,8	3,3	3,3

Nota prawna



Niniejsza publikacja (dalej „publikacja”) przygotowana przez głównego ekonomistę VeloBank spółka akcyjna (dalej „VeloBank”) stanowi publikację handlową i ma charakter wyłącznie informacyjny.

Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub powstania zobowiązania, w szczególności nie stanowi oferty w rozumieniu art 66 kodeksu cywilnego.

Przedstawiona w publikacji analiza oparta jest na informacjach publicznie dostępnych, do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. VeloBank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak VeloBank ani jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. VeloBank nie udziela w odniesieniu do niniejszej publikacji żadnych gwarancji, wyraźnych ani dorozumianych, dotyczących wartości handlowej, przydatności do określonego celu lub nienaruszania własności intelektualnej lub innego nienaruszania praw.

Niniejsza publikacja może zawierać wypowiedzi prognozujące. Wypowiedzi te, oparte na bieżących planach, założeniach, ocenach, prognozach, oczekiwaniach oraz historycznych danych, jako odnoszące się do zdarzeń przyszłych są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędu. Z tego względu nie stanowią one gwarancji przyszłych zdarzeń, sytuacji gospodarczej w ujęciu makroekonomicznym ani w odniesieniu do jakiegokolwiek konkretnego podmiotu lub grupy podmiotów, cen instrumentów finansowych lub jakichkolwiek przyszłych wyników i wskaźników finansowych.

Informacje zawarte w tej publikacji są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. VeloBank nie zobowiązuje się do ich aktualizowania po dniu utworzenia dokumentu.

DR PIOTR ARAK
GŁÓWNY EKONOMISTA VELOBANK
PIOTR.ARAK@VELOBANK.PL
+48 880 347 779

www.velobank.pl/makroekonomia