

MAKROskop Lite

Wiosną ceny rosną

■ Nadeszła wiosna, a wraz z nią coraz więcej sygnałów, że inflacja będzie pięła się w górę szybciej niż oczekiwał rynek i bank centralny. Inflacja bazowa zaczęła już przyspieszać na początku roku i naszym zdaniem ten trend się utrzyma. **Wzrost gospodarczy w Polsce jest nadal solidny (nasza prognoza PKB zostaje bez zmian: 4,5% r/r w I kw. i 4,1% w 2019)** i napędza go głównie konsumpcja prywatna, która zostanie wkrótce dodatkowo wzmocniona nowymi transferami. Napięcia na rynku pracy się utrzymują. Firmy stoją w obliczu szybko rosnących kosztów: nie tylko kosztów pracy (które dodatkowo powiększy wprowadzenie PPK w II połowie br. i eliminacja 30-krotności ZUS w 2020), ale też drożących szybko paliw, wyższych cen materiałów i kosztów prądu (ostatnie doniesienia sugerują, że rząd wycofa się z planów rekompensat wyższych cen energii dla firm ze względu na sprzeciw KE). Tymczasem zdolności firm do absorpcji kosztów maleją m.in. za sprawą szybkiego pogarszania się ich wyników finansowych; w efekcie przerzucanie kosztów na odbiorców końcowych powinno być coraz bardziej powszechnym zjawiskiem. W sumie, utrzymujemy prognozę dalszego wzrostu inflacji bazowej, do nieco ponad 2,5% na koniec br. Jednocześnie, pojawiło się kilka czynników, które w najbliższym czasie pchną w górę dynamikę CPI: (1) mocny wzrost cen węgla, m.in. za sprawą ASF w Polsce i za granicą; (2) wzrost cen warzyw będący pochodną wyjątkowej suszy w kwietniu; (3) mocny wzrost cen paliw. **W efekcie, podnieśliśmy naszą prognozę inflacji i obecnie spodziewamy się, że CPI osiągnie 2,0% r/r w kwietniu, 2,8% w grudniu, a na początku 2020 przekroczy 3% r/r.**

■ Taki scenariusz oznaczałby widoczne odejście inflacji od ścieżki z ostatniej projekcji NBP. O ile prezes NBP Adam Glapiński konsekwentnie dyskredytuje obawy o wzrost presji inflacyjnej, warto zauważyć, że **już sześcioro członków RPP podało w wątpliwość jego deklarację nt. długiego okresu stabilności stóp procentowych**. Jeśli inflacja faktycznie będzie zaskakiwać na plus, zmiana konsensusu w Radzie może zaznaczyć się jeszcze wyraźniej. Rynek finansowy zaczął już w ostatnich dniach wyceniać zmianę prawdopodobieństwa podwyżek stóp w Polsce.

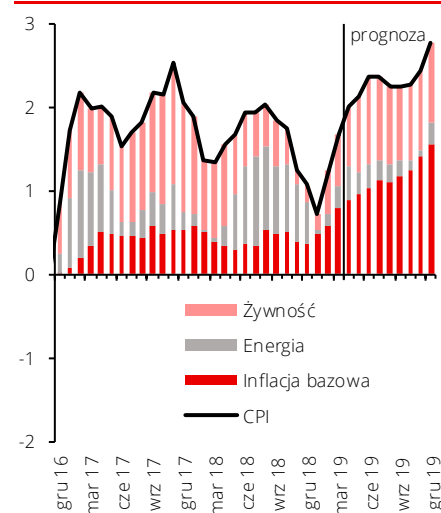
■ Rząd nie tylko znalazł sposób na sfinansowanie kosztownych obietnic wyborczych bez łamania reguły wydatkowej, ale wręcz zapowiedział przyspieszenie konsolidacji fiskalnej, planując nadwyżkę sektora finansów publicznych w 2020 r. Było to możliwe dzięki (1) wskazaniu nowych źródeł dochodów (gdzie jedną z kluczowych ról odgrywa opodatkowanie oszczędności emerytalnych), (2) ograniczeniu przestrzeni do wzrostu wydatków innych niż tych związanych z realizacją przedwyborczych obietnic (więcej szczegółów w naszym [komentarzu ekonomicznym](#)). Widzimy ryzyko tego, że część planów dot. zwiększenia przychodów/podwyżek podatków może być zarzucona, gdyby majowe wybory do Parlamentu Europejskiego (PE) nie były korzystne dla PiS i trzeba było walczyć mocniej o elektorat. Niemniej, **ryzyko znaczącego rozluźnienia fiskalnego raczej odchodzi w zapomnienie, ponieważ deficyt sektora GG w 2020 nawet w scenariuszu negatywnym nie powinien znacząco przekroczyć 1% PKB.**

■ Jeśli chodzi o wybory do PE, najnowsze sondaże wskazują, że **PiS powoli odzyskuje przewagę nad Koalicją Europejską**. Jak już wcześniej pisaliśmy, wygrana PiS w maju wyraźnie zwiększyłaby szanse tej partii na reelekcję na jesieni, prawdopodobnie prowadząc do sporego zamętu w szeregach opozycji. Przegrana PiS oznaczałaby z kolei wiatr w żagle dla opozycji, ale jest mniej oczywiste, czy byłoby to wystarczające aby przejść władzę na jesieni. Na razie różnice w sondażach są zbyt małe, aby mieć mocne przekonanie co do wyniku majowych wyborów.

■ Złoty umocnił się nieco w kwietniu dzięki poprawie nastrojów globalnych i gołębiej retoryce głównych banków centralnych, mocnym danym lokalnym i oddaleniu Brexitu. **Oczekujemy wzrostu kursu EUR/PLN w najbliższych tygodniach**, m.in. za sprawą mocniejszego dolara i możliwej korekty na giełdzie. Maj charakteryzuje się też wyraźnym wzorcem sezonowym – złoty zazwyczaj w tym miesiącu traci na wartości.

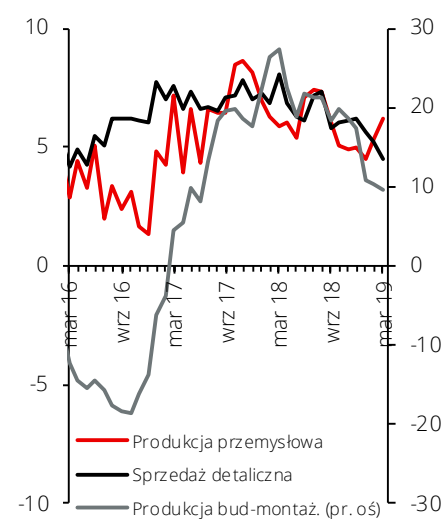
■ Polskie obligacje odrobiły jak dotąd zaledwie część wzrostu rentowności, który nastąpił po ogłoszeniu „Piątki PiS”. **Uważamy jednak, że globalne otoczenie rynkowe (mocniejsze bazowe rynki długu) oraz rządowe plany fiskalne tworzą miejsce do umocnienia krajowych obligacji**. Rynek IRS zaczął ostatnio antycypować wzrost inflacji i wydaje się, że presja w górę (szczególnie na krótszy koniec krzywej) jest wciąż możliwa w krótkim okresie, jeśli retoryka RPP zacznie się zmieniać.

Struktura inflacji, %r/r



Źródło: GUS, Santander

Wzrost produkcji i sprzedaży detalicznej w cenach stałych, % r/r (3M średnia ruchoma)



Źródło: GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

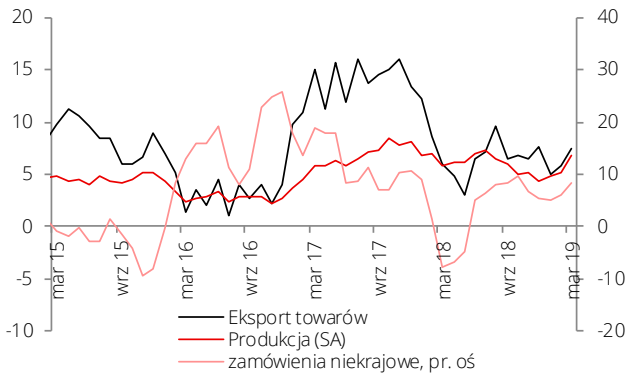
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
Strona www: skarb.santander.pl

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
Konrad Soszyński 22 534 18 86
Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

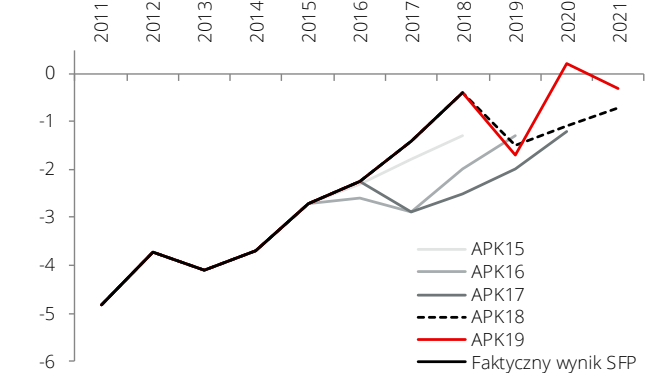
Gospodarka na wykresach

Gospodarka opiera się spowolnieniu w strefie euro...



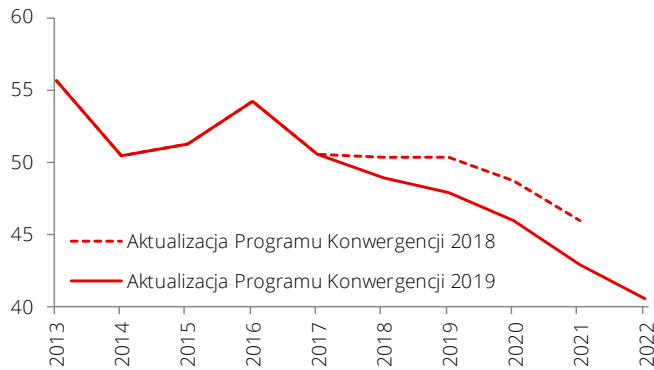
Źródło: GUS, NBP, Santander

...ryzyko znaczącego poluzowania fiskalnego jest zażegnane...



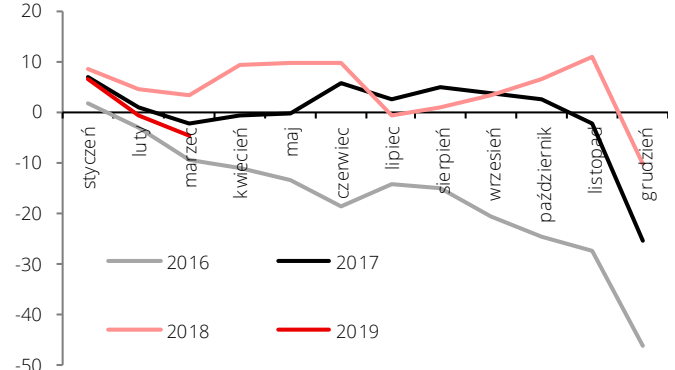
Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Santander

... co daje dużo niższą ścieżkę długu do PKB, a przez to i nadzieję na poprawę ratingu.



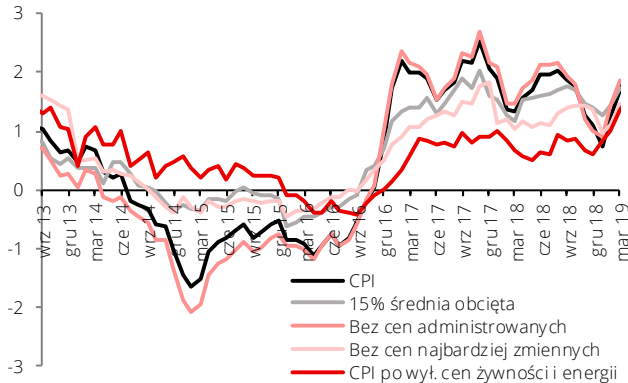
Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Santander

Budżet centralny póki co ma się dobrze, ryzyka dla całorocznego wykonania są zrównoważone.



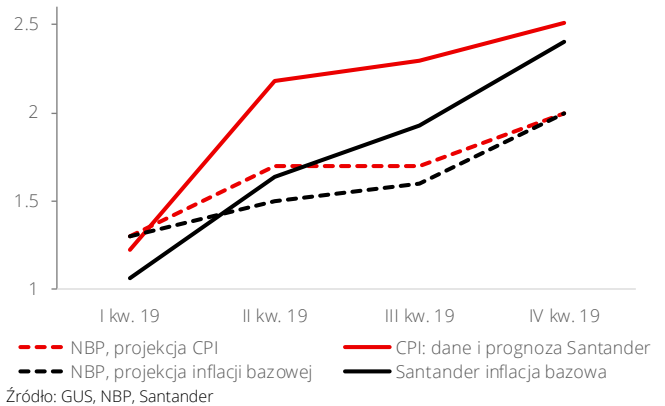
Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Na pierwszy plan może teraz wyjść inflacja...



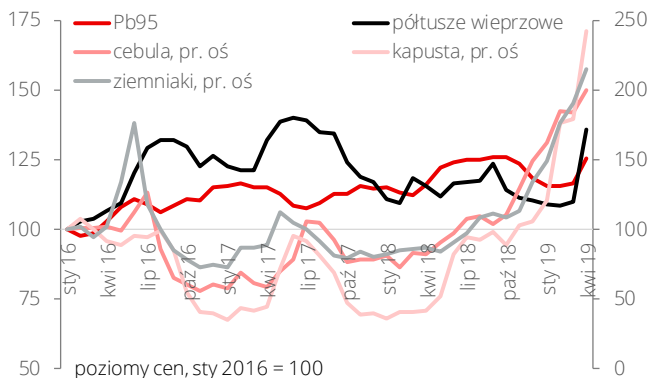
Źródło: GUS, NBP, Santander

...bo projekcja NBP mogła niedoszacować tegoroczne odbicie



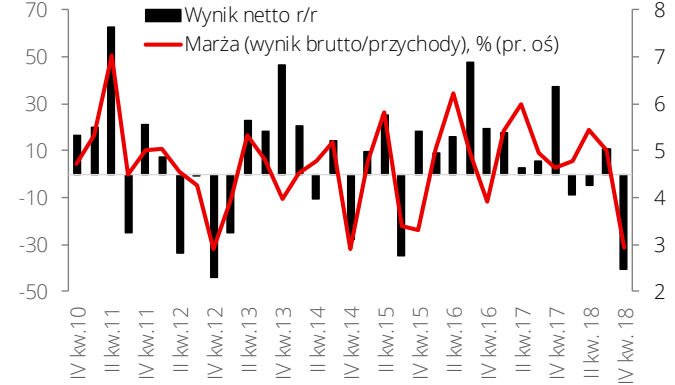
Źródło: GUS, NBP, Santander

Inflacja bazowa narasta, w kilku kategoriach ceny oszałały...



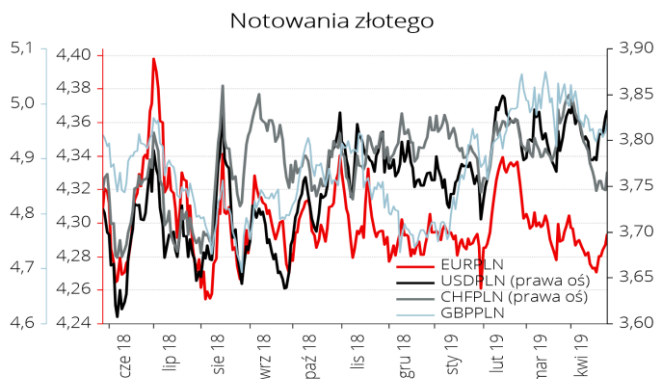
Źródło: GUS, Ministerstwo Rolnictwa, PIPP, Santander

...a przedsiębiorstwa już działają na niskich marżach.

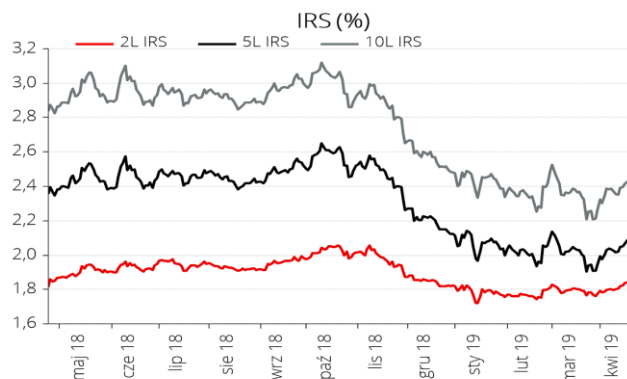


Źródło: GUS, Santander

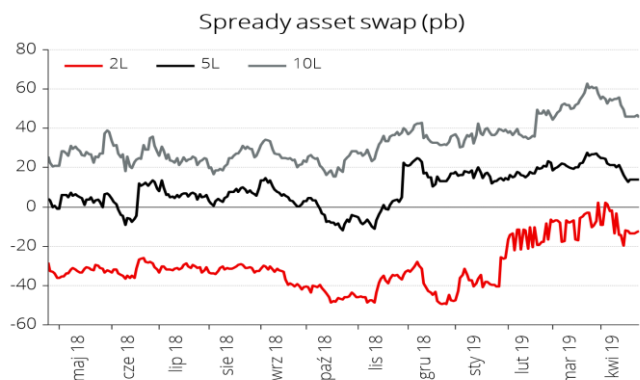
Rynek na wykresach



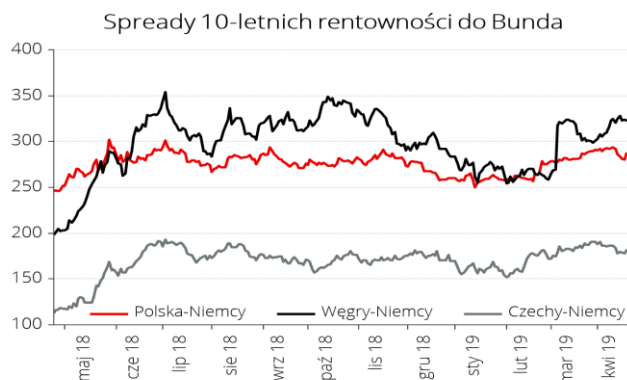
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



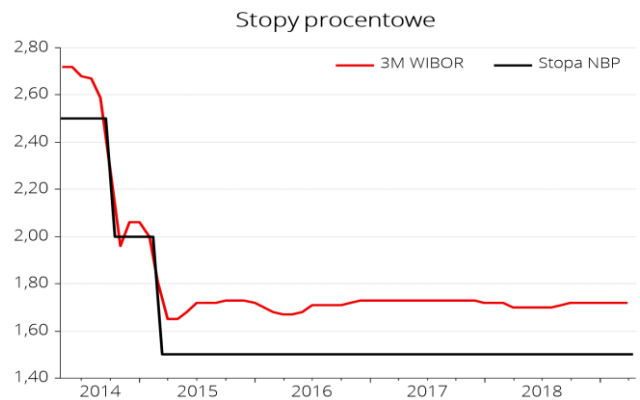
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



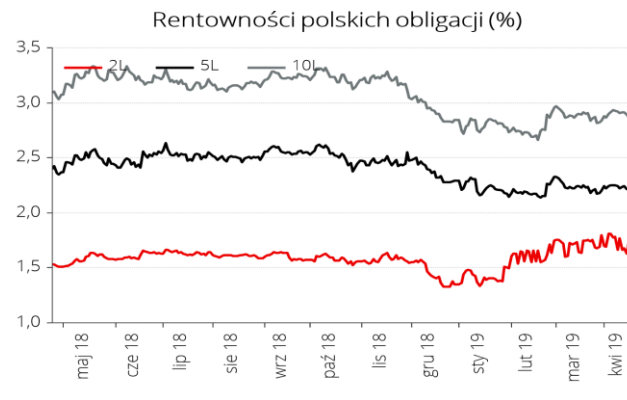
Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska



Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

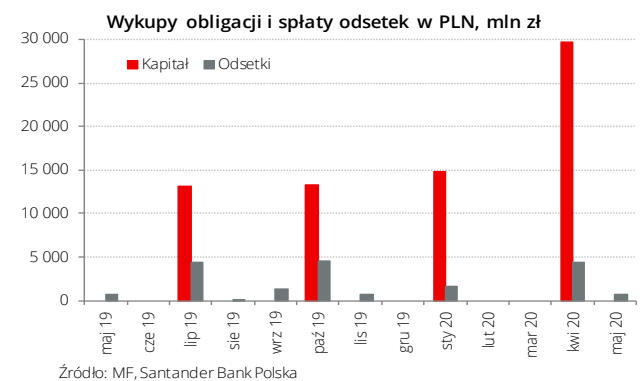


Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

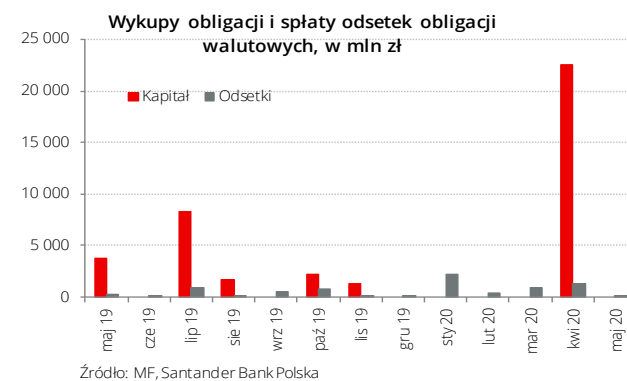


Source: Thomson Reuters Datastream, Santander Bank Polska

Spląty kapitału i płatności odsetkowe



Źródło: MF, Santander Bank Polska



Źródło: MF, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
29 kwietnia US: Wydatki osobiste (III) US: Dochody osobiste (III)	30 PL: Wstępny CPI (IV) EZ: PKB (I kw.) HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastroju konsumentów (IV) US: Niezakończona sprzedaż domów (IV)	1 maja US: Raport ADP (IV) US: ISM – przemysł (IV) US: Decyzja FOMC	2 PL: PMI – przemysł (IV) DE: PMI – przemysł (IV) EZ: PMI – przemysł (IV) CZ: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia przemysłowe (III)	3 EZ: Wstępny HICP (IV) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) US: Stopa bezrobocia (IV) US: ISM – usługi (IV)
6 DE: PMI – usługi (IV) EZ: PMI – usługi (IV) EZ: Sprzedaż detaliczna (III)	7 DE: Zamówienia przemysłowe (III)	8 DE: Produkcja przemysłowa (III) HU: Produkcja przemysłowa (III)	9 CZ: Produkcja przemysłowa (III) HU: Inflacja (IV)	10 DE: Eksport (III) US: Inflacja (IV)
13 CZ: Inflacja (IV)	14 PL: Bilans płatniczy (III) EZ: Produkcja przemysłowa (III) DE: ZEW (V)	15 PL: Decyzja RPP PL: Wstępny PKB (I kw.) PL: Inflacja (IV) DE: Wstępny PKB (I kw.) CZ: Wstępny PKB (I kw.) HU: Wstępny PKB (I kw.) US: Sprzedaż detaliczna (IV) US: Produkcja przemysłowa (IV)	16 PL: Inflacja bazowa (IV) US: Rozpoczęte budowy domów (IV) US: Indeks Philly Fed (V)	17 EZ: HICP (IV) US: Wstępny Michigan (V)
20 PL: Minutes RPP	21 PL: Zatrudnienie (IV) PL: Płace (IV) US: Sprzedaż domów (IV)	22 PL: Produkcja przemysłowa (IV) PL: PPI (IV) US: Minutes FOMC	23 PL: Produkcja budowlana (IV) PL: Sprzedaż detaliczna (IV) DE: Wstępny PMI – przemysł (V) DE: Wstępny PMI – usługi (V) EZ: Wstępny PMI – przemysł (V) EZ: Wstępny PMI – usługi (V) DE: Ifo (V) US: Sprzedaż nowych domów (IV)	24 PL: Podaż pieniądza (IV) US: Zamówienia dóbr trwałych (IV)
27 PL: Stopa bezrobocia (IV)	28 HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastroju konsumentów (V)	29	30 US: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (V)	31 PL: PKB (I kw.) CZ: Wstępny PKB (I kw.) HU: Wstępny PKB (I kw.) US: Indeks Michigan (V) US: Wydatki osobiste (IV) US: Dochody osobiste (IV)

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									
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

		kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19
PMI	pkt.	53,9	53,3	54,2	52,9	51,4	50,5	50,4	49,5	47,6	48,2	47,6	48,7	48,8	49,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,9	6,0	6,9	5,6	11,0	9,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	19,7	20,7	24,7	18,7	20,1	16,5	22,5	17,0	12,3	3,2	15,1	10,8	16,3	14,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	11,0	8,1
Stopa bezrobocia	%	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	6,7	7,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,8	2,8
Eksport (w euro)	% r/r	10,4	1,5	7,7	12,0	8,9	-1,5	13,2	7,6	2,3	5,0	10,0	3,5	8,4	6,4
Import (w euro)	% r/r	15,0	4,1	9,4	12,4	14,0	4,2	18,0	9,1	2,3	4,9	13,4	5,5	10,0	8,4
Bilans handlowy	mln EUR	-5,0	-242,0	-369,0	-236,0	-542	-544	-467	10	-1 220	-290	-1 327	-980	-287	-612
Rachunek bieżący	mln EUR	-34,0	236,0	192,0	-754,0	-1 005	-876	-482	-29	-1 248	1 825	-1 386	-1 193	-351	-81
Rachunek bieżący	% PKB	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	9,3	9,6	9,5	-0,9	1,1	3,2	6,5	11,1	-10,4	6,6	-0,8	-4,5	-0,9	-1,7
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-22,5	-23,1	-23,0	2,1	-2,5	-7,7	-15,6	-26,7	25,1	-23,1	2,8	15,7	3,2	5,9
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,0	2,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,5	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,7	1,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,7	6,6	7,3	7,3	7,5	7,9	8,3	8,8	9,2	8,8	9,8	9,9	10,0	9,7
Zobowiązania	% r/r	5,1	6,0	6,7	6,8	7,0	6,9	7,6	8,1	8,7	8,4	9,3	9,7	10,5	9,8
Należności	% r/r	3,9	5,5	5,6	5,6	6,1	5,9	6,7	7,0	7,6	7,4	7,5	8,1	8,3	7,0
EUR/PLN	PLN	4,19	4,28	4,30	4,33	4,29	4,30	4,31	4,30	4,29	4,29	4,31	4,30	4,29	4,32
USD/PLN	PLN	3,42	3,63	3,69	3,70	3,71	3,69	3,75	3,79	3,77	3,76	3,80	3,80	3,81	3,81
CHF/PLN	PLN	3,53	3,64	3,73	3,72	3,75	3,81	3,77	3,78	3,80	3,80	3,79	3,80	3,79	3,76
Stopa referencyjna ^b	%	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	1,70	1,70	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 2L	%	1,52	1,57	1,60	1,63	1,61	1,60	1,58	1,58	1,44	1,41	1,62	1,71	1,71	1,70
Rentowność obligacji 5L	%	2,33	2,49	2,48	2,52	2,50	2,56	2,52	2,46	2,37	2,23	2,19	2,23	2,23	2,25
Rentowność obligacji 10L	%	3,08	3,23	3,23	3,18	3,15	3,24	3,23	3,20	2,93	2,80	2,75	2,88	2,90	2,91

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2016	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
PKB	mld PLN	1 861,1	1 989,3	2 115,7	2 230,6	487,1	507,6	525,2	595,8	510,4	536,4	555,6	628,2
PKB	% r/r	3,1	4,8	5,1	4,1	5,2	5,3	5,2	4,9	4,5	4,1	4,1	3,8
Popyt krajowy	% r/r	2,3	4,9	5,5	4,4	6,6	4,9	6,1	4,8	4,3	4,4	4,5	4,5
Spożycie indywidualne	% r/r	3,9	4,5	4,5	4,6	4,6	4,8	4,4	4,2	4,4	4,3	4,9	4,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-8,2	4,0	8,7	6,0	9,6	6,0	11,3	8,2	7,2	6,8	6,3	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,9	6,5	5,9	5,4	5,5	7,0	5,3	5,5	6,1	6,6	6,0	3,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-14,5	13,7	19,7	7,4	25,6	21,9	18,3	16,8	9,9	11,0	6,5	4,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,9	8,2	7,8	8,1	8,4	7,5	7,9	7,4	5,3	8,6	9,8	8,3
Stopa bezrobocia ^b	%	8,2	6,6	5,8	5,4	6,6	5,8	5,7	5,8	5,9	5,3	5,2	5,4
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,8	5,3	7,2	6,7	6,2	7,1	7,6	7,7	6,6	6,5	6,6	7,0
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,3	3,3	2,6	1,9	2,8	3,0	2,3	2,5	2,2	2,0	1,8	1,7
Eksport (w euro)	% r/r	3,1	13,8	6,6	4,6	5,5	6,4	6,2	8,0	6,1	5,4	4,4	2,7
Import (w euro)	% r/r	2,7	14,9	9,9	7,1	10,2	9,4	10,0	10,0	7,8	7,6	6,9	6,4
Bilans handlowy	mln EUR	2 935	1 426	-5 179	-11 001	-1 567	-620	-1 319	-1 673	-2 597	-1 837	-2 694	-3 873
Rachunek bieżący	mln EUR	-2 248	715	-3 449	-8 482	535	400	-2 631	-1 753	-270	-550	-3 758	-3 903
Rachunek bieżący	% PKB	-0,5	0,2	-0,7	-1,6	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	-1,6
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,2	-1,4	-0,4	-1,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,6	2,0	1,6	2,1	1,5	1,7	1,9	1,4	1,2	2,2	2,3	2,5
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	0,8	2,1	1,1	2,8	1,3	2,0	1,9	1,1	1,7	2,4	2,3	2,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0,2	0,7	0,7	1,8	0,8	0,6	0,8	0,7	1,1	1,6	1,9	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,2	2,9	2,2	2,4	0,2	2,6	3,1	2,7	2,5	2,1	2,3	2,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	9,6	4,6	9,2	7,6	5,8	7,3	7,9	9,2	8,8	8,4	8,0	7,6
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	4,1	8,7	7,5	5,1	6,7	6,9	8,7	8,4	8,1	7,8	7,5
Należności ^b	% r/r	4,7	3,6	7,6	7,2	4,3	5,6	5,9	7,6	7,5	7,4	7,3	7,2
EUR/PLN	PLN	4,36	4,26	4,26	4,32	4,18	4,26	4,30	4,30	4,30	4,31	4,33	4,32
USD/PLN	PLN	3,95	3,78	3,61	3,75	3,40	3,58	3,70	3,77	3,79	3,80	3,75	3,67
CHF/PLN	PLN	4,00	3,84	3,69	3,70	3,59	3,63	3,76	3,79	3,80	3,76	3,64	3,60
Stopa referencyjna ^b	%	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	1,73	1,71	1,72	1,72	1,70	1,71	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 2L	%	1,66	1,89	1,59	1,62	1,64	1,57	1,61	1,53	1,64	1,58	1,60	1,67
Rentowność obligacji 5L	%	2,37	2,78	2,51	2,34	2,61	2,43	2,53	2,45	2,23	2,28	2,40	2,45
Rentowność obligacji 10L	%	3,05	3,44	3,21	2,94	3,37	3,18	3,19	3,12	2,84	2,96	2,95	3,00

Źródło: GUS NBP MF Santander Bank Polska ; ^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 25.04.2019 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: skarb.santander.pl

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 5341888, Email: maciej.reluga@santander.pl

Piotr Bielski - Dyrektor 22 534 18 87

Marcin Luziński - Ekonomista 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek - Ekonomista 22 534 19 23

Konrad Soszyński - Ekonomista 22 534 18 86

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