

MAKROskop Lite

Zawirusowany wzrost

■ Wzrost polskiego PKB w 2019 r. na poziomie 4,0% na pierwszy rzut oka nadal wygląda na całkiem niezły wynik (plasując nas pod tym względem prawdopodobnie w pierwszej piątce w UE), ale tak naprawdę oznacza, że **w ostatnim kwartale ub.r. gospodarka wyhamowała znacznie bardziej niż się spodziewano**. Wzrost PKB w IV kw. można oszacować na 2,8-3,1% r/r, przy założeniu braku istotnych rewizji poprzednich kwartałów. Co zaskakujące, pogorszenie nastąpiło nie tam gdzie się go spodziewaliśmy, dotycząc konsumpcję prywatną i eksport netto, podczas gdy inwestycje przyspieszyły pod koniec roku (szczegóły w [Komentarzu ekonomicznym](#)). Nie mamy pewności, czy te szacunki dobrze oddają rzeczywistość, ponieważ rewizje wsteczne mogły dotyczyć nie tylko tempa wzrostu PKB, ale też (może nawet bardziej) jego struktury. Dlatego z rewizją naszych prognoz PKB na 2020 r. wolimy zaczekać do publikacji pełnych danych za IV kwartał (koniec lutego). Póki co, widzimy wyraźne ryzyko w dół dla wyników I kw. 2020, szczególnie po wzroście globalnej niepewności związanej z pandemią koronawirusa.

■ O ile wzrost gospodarczy w końcówce 2019 r. zaskoczył negatywnie, to wzrost cen przewyższył oczekiwania – dynamika CPI osiągnęła w grudniu 3,4% r/r, a inflacja bazowa 3,1% r/r (wspinając się na 15-letni szczyt). Konsumenci musieli potrząsnąć mocniej sakiewką szczególnie w przypadku wydatków na usługi (gdzie wzrost cen przekroczył 6% r/r) i żywność (niemal 7% r/r). Dane grudniowe wspierają utrzymywany przez nas od dość dawna pogląd, że **inflacja w styczniu przekroczy 4% r/r**. Jednak, jak już argumentowaliśmy w [Perspektywach 2020](#): w warunkach hamującego wzrostu gospodarczego w kraju i za granicą i słabnących napięć na rynku pracy impuls inflacyjny raczej nie będzie narastał. W efekcie, po osiągnięciu szczytu w I kw. 2020 na poziomie ok. 4,1%, inflacja powinna zacząć stopniowo opadać, do nieco poniżej 3% na koniec br. Ryzyka w górę dla tego scenariusza, to m.in.: możliwa druga runda podwyżek cen prądu w połowie roku, podatek od handlu w lipcu (podatek „cukrowy” od kwietnia już uwzględniliśmy w prognozie), nowe zaburzenia w podaży żywności. Ryzyka w dół to m.in. niższe ceny ropy naftowej i mocniejsze spowolnienie wynagrodzeń.

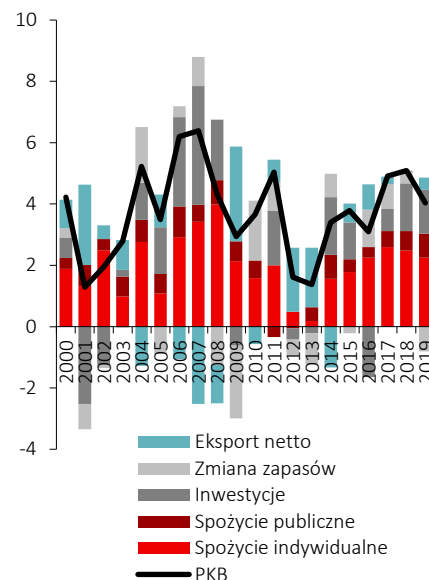
■ W styczniu Rada Polityki Pieniężnej po raz pierwszy głosowała nad wnioskiem o podwyżkę stóp procentowych (+15pb) i obniżkę (-25pb) na tym samym posiedzeniu. Nie wykluczamy, że taka sytuacja może się powtarzać, ale naszym zdaniem **większość członków RPP będzie nadal popierać stabilność stóp procentowych, przynajmniej do końca br.** Jest to nawet bardziej prawdopodobne po tym jak Jerzego Osiatyńskiego zastąpił Cezary Kochalski, którego poglądy – sądząc po pierwszych wypowiedziach – nie różnią się istotnie od stanowiska Adama Glapińskiego.

■ W sumie, wydaje nam się, że **podwyższona inflacja w Polsce, która przyciągnęła uwagę inwestorów po grudniowych zaskakujących danych, zejdzie w najbliższych tygodniach na dalszy plan, ponieważ w centrum uwagi znalazły się ponownie obawy o wzrost gospodarczy**. Temat inflacji może powrócić w dalszej części roku, kiedy/jeśli perspektywy gospodarki się poprawią, a ryzyka inflacyjne się zmateralizują. O ile na tym etapie nie można jeszcze ocenić w pełni efektów wirusa, nie wykluczamy, że kiedy epidemia zostanie opanowana, aktywność ekonomiczna i nastroje rynkowe poprawią się wyraźnie (odbicie V-kształtne). To może być moment, kiedy oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce zaczną się odbudowywać. Póki co jednak bank centralny wzmocni jeszcze bardziej swoją obecną retorykę, argumentując, że wzrost inflacji powyżej celu nie będzie trwał i nie wymaga dostosowania w polityce pieniężnej.

■ Wzrost globalnej awersji do ryzyka i obaw związanych z wirusem wywołał umocnienie polskich obligacji, ale też wzrost spreadu rentowności do niemieckich Bundów. Naszym zdaniem ten spread może się jeszcze poszerzyć. **Widzimy nadal pole do wzrostu rentowności obligacji w tym roku, chociaż powrót trendu wzrostowego może zacząć od obawy o wzrost gospodarczy nieco przyciągnąć.**

■ Ostatnie informacje były wyraźnie negatywne dla polskiej waluty, która skorygowała całe wcześniejsze umocnienie, powracając do naszego docelowego poziomu ok. 4,30 znacznie szybciej niż zakładaliśmy. Tak długo jak waluty rynków rozwijających się są pod wpływem nastrojów globalnych, **nie można wykluczyć dalszego osłabienia złotego**, szczególnie w sytuacji pogarszających się lokalnych fundamentów makro i nadal mocno ujemnych realnych stóp procentowych.

Wzrost PKB i jego struktura, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

- [Spowolnienie przyspieszyło](#)
- [Dane sugerują dalsze spowolnienie PKB](#)
- [Spadki w budownictwie, płace zwalniają](#)
- [Inflacja niebawem powyżej 4%](#)
- [Budżet 2020: wirtualne zero](#)
- [RPP nie przejmując się grudniowym CPI](#)

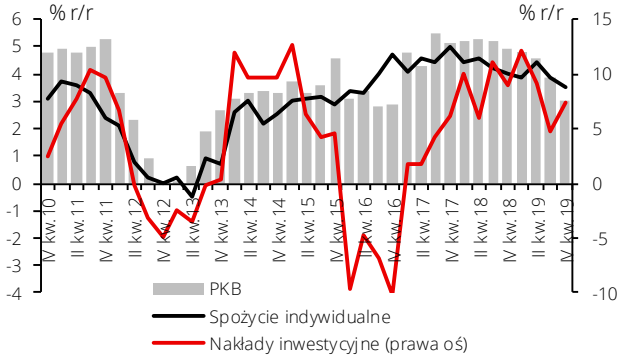
Departament Analiz Ekonomicznych:

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

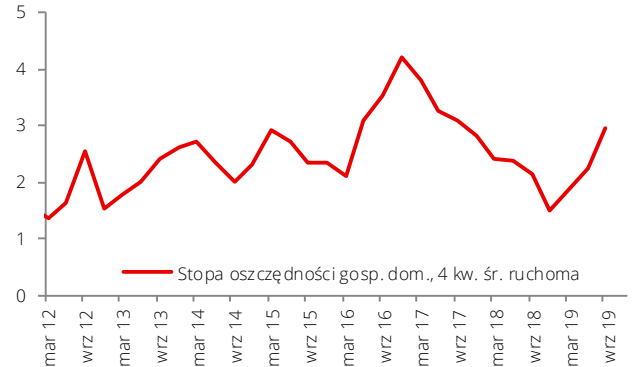
Gospodarka na wykresach

Gospodarka szybciej hamowała w II poł. 2019



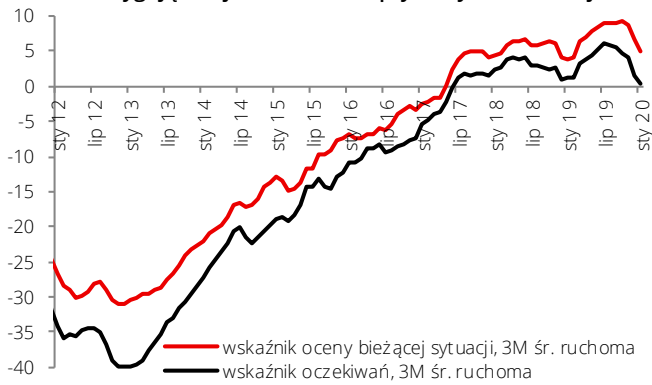
Źródło: GUS, Santander

Konsumenci zaczęli więcej oszczędzać ...



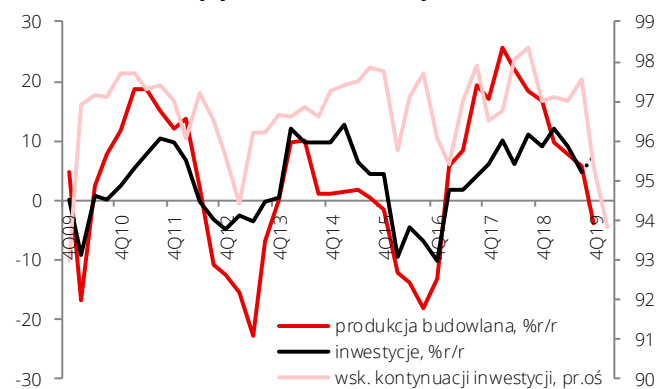
Źródło: GUS, Santander

... i korygują swoje rekordowo optymistyczne nastroje.



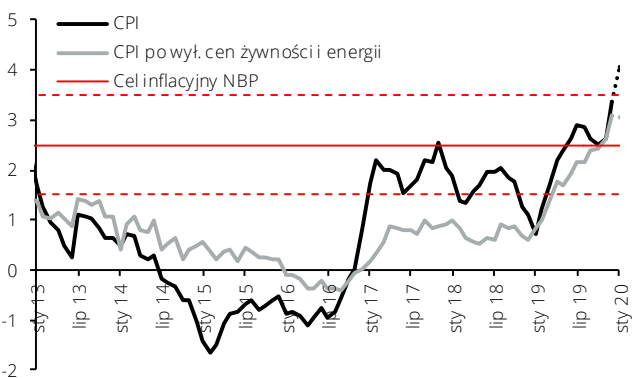
Źródło: GUS, Santander

Odbicie inwestycji w IV kw. wbrew wynikom budownictwa



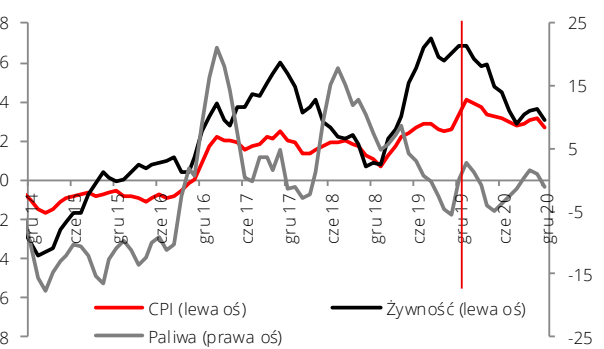
Źródło: GUS, NBP, Santander

Inflacja wzrosła bardziej niż sądzono, w styczniu przekroczy 4%



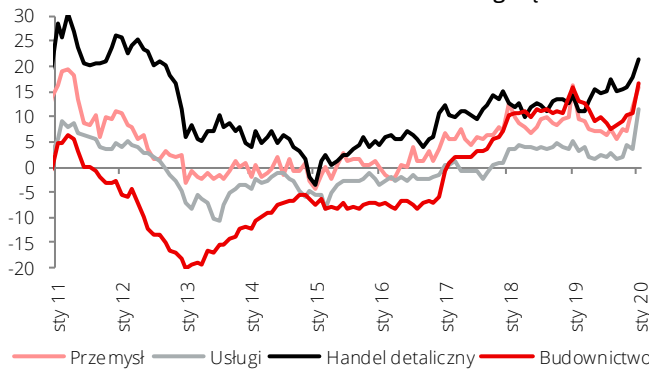
Źródło: GUS, NBP, Santander

W dalszej części roku powinna lekko hamować, ale będzie to zależać m.in. od cen żywności



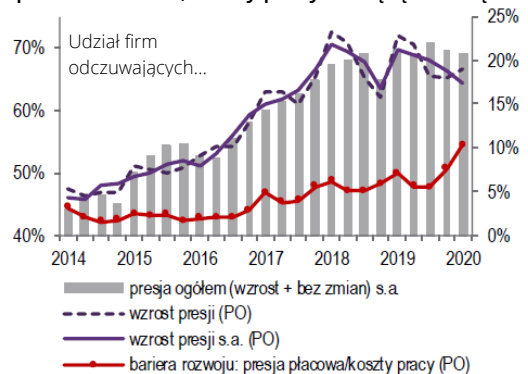
Źródło: GUS, Santander

Oczekiwania cenowe firm mocno w górę



Źródło: KE, Santander

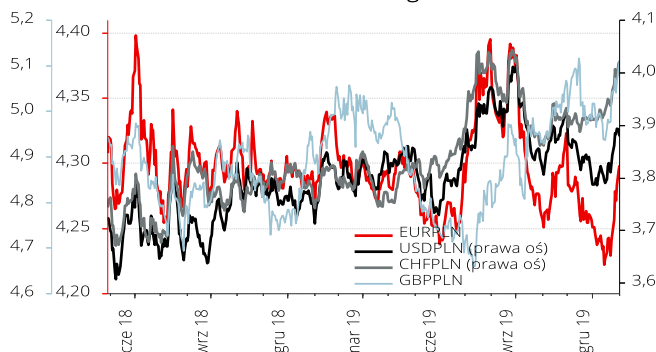
Presja płacowa słabnie, koszty pracy rosnącą barierą dla firm



Źródło: NBP Szybki monitoring, Santander

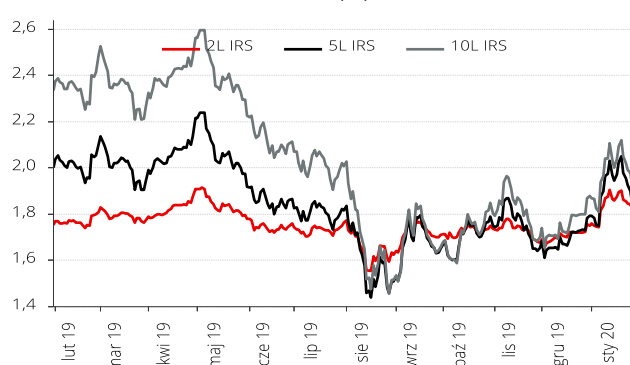
Rynek na wykresach

Notowania złotego



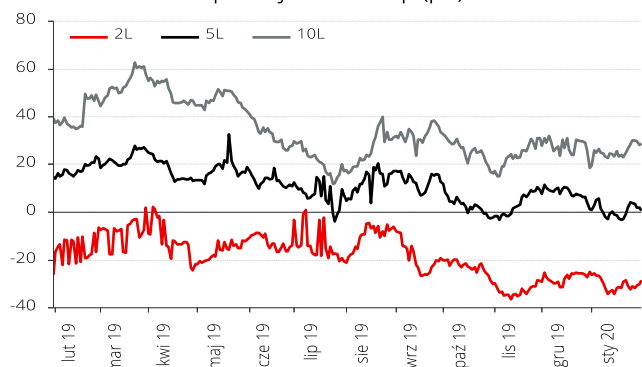
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

IRS (%)



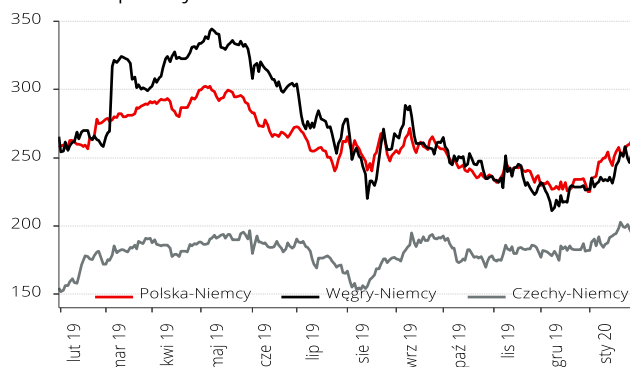
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



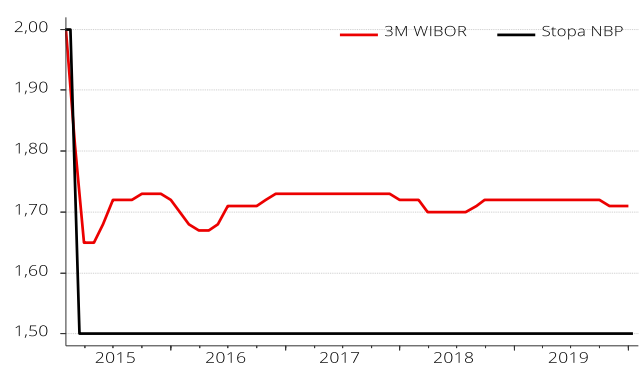
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



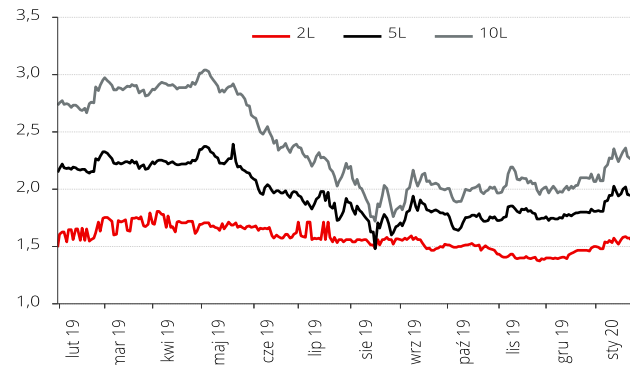
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stopy procentowe



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

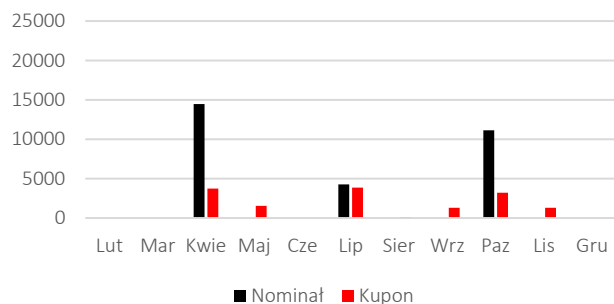
Rentowności polskich obligacji (%)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

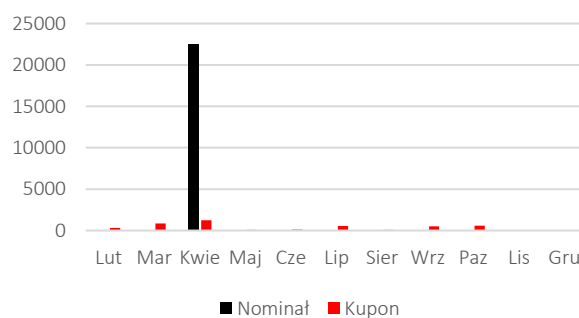
Spląty kapitału i płatności odsetkowe

Wykupy obligacji i spląty odsetek w 2020 r. w PLN, mln zł



Źródło: MF, Santander

Wykupy obligacji i spląty odsetek walutowych w 2020 r., mln zł



Źródło: MF, Santander

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
3 lutego PL: PMI – przemysł (I) EZ: PMI – przemysł (I) DE: PMI – przemysł (I) US: ISM – przemysł (I)	4 US: Zamówienia przemysłowe (XII)	5 PL: Decyzja RPP DE: PMI - usługi (I) EZ: PMI – usługi (I) US: Raport ADP (I) US: ISM – usługi (I)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (XII) CZ: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: decyzja banku centralnego HU: Produkcja przemysłowa (XII)	7 DE: Eksport (XII) DE: Produkcja przemysłowa (XII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I)
10	11	12 EZ: Produkcja przemysłowa (XII)	13 PL: Bilans płatniczy (XII) HU: CPI (I)	14 PL, DE, HU, CZ, EZ: Wstępny PKB (I kw.) PL: CPI (I) CZ: CPI (I) US: Sprzedaż detaliczna (I) US: Produkcja przemysłowa (I) US: Wstępny Michigan (II)
17	18 DE: ZEW (II)	19 PL: Zatrudnienie (I) PL: Wynagrodzenia (I) US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę domów (I) US: minutes FOMC	20 PL: Produkcja przemysłowa (I) PL: PPI (I) PL: Minutes RPP US: Indeks Philly Fed (II)	21 PL: Produkcja budowlana (I) PL: Sprzedaż detaliczna (I) DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II) DE: Wstępny PMI – usługi (II) EZ: Wstępny PMI – usługi (II) EZ: HICP (I) US: Sprzedaż domów (I)
24 PL: Podaż pieniądza M3 (I) DE: Indeks Ifo (II)	25 HU: decyzja banku centralnego US: Indeks nastoju konsumentów (II)	26 US: Sprzedaż nowych domów (I)	27 US: Drugi szacunek PKB (IV kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (I)	28 PL: PKB (IV kw.) EZ: Wstępny HICP (II) US: Dochody i wydatki osobiste (I) US: Indeks Michigan (II)
2 marca PL: PMI – przemysł (II) EZ: PMI – przemysł (II) DE: PMI – przemysł (II) CN: PMI – przemysł (II) US: ISM – przemysł (II)	3 CZ: Wstępny PKB (IV kw.)	4 PL: Decyzja RPP DE: PMI – usługi (II) EZ: PMI – usługi (II) US: ISM – usługi (II) US: Raport ADP (II) US: Beżowa księga Fed	5 US: Zamówienia przemysłowe (I)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (I) HU: Produkcja przemysłowa (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2020 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	23	-	12	30	-	4	16	-	10	29	-	10
Decyzja Fed	29	-	18	29	-	10	29	-	16	-	5	16
Decyzja RPP	8	5	4	8	6	3	8	-	9	7	4	2
Minutes RPP	23	20	19	23	21	18	-	20	24	22	19	17
Szybki szacunek PKB*	-	14	-	-	15	-	-	14	-	-	13	-
PKB*	-	28	-	-	29	-	-	31	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	14	13	15	15	15	15	14	15	15	13	15
Inflacja bazowa	-	-	16	16	18	16	16	17	16	16	16	16
Ceny producenta	22	20	19	21	21	19	20	20	18	20	20	18
Produkcja przemysłowa	22	20	19	21	21	19	20	20	18	20	20	18
Sprzedaż detaliczna	23	21	20	22	22	22	21	21	21	21	23	21
Place brutto, zatrudnienie	21	19	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Handel zagraniczny	Około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31									
Bilans płatniczy	13	13	16	14	14							
Podaż pieniądza	24	24	23	23	25							

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów *dane kwartalne

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20
PMI	pkt.	48,2	47,6	48,7	49,0	48,8	48,4	47,4	48,8	47,8	45,6	46,7	48,0	47,4	45,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,0	6,9	5,6	9,2	7,7	-2,6	5,8	-1,5	5,6	3,7	1,4	3,8	-0,1	1,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	3,2	15,1	10,8	17,4	9,5	-0,7	6,6	2,6	7,6	-4,1	-4,7	-3,3	-4,0	-9,1
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	6,6	7,3
Stopa bezrobocia	%	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	6,1	6,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,6	1,5
Eksport (w euro)	% r/r	5,9	10,5	7,8	9,6	11,5	-2,6	5,9	-1,8	13,5	3,8	-1,0	7,3	0,8	2,2
Import (w euro)	% r/r	2,1	8,4	2,8	8,0	11,1	-5,4	6,9	-3,4	6,4	-0,2	-4,6	3,9	2,8	1,1
Bilans handlowy	mln EUR	316	-288	399	334	-189	163	-404	-250	830	427	829	-811	-59	-70
Rachunek bieżący	mln EUR	2,529	-630	217	542	430	-114	-915	-246	962	573	1,457	-551	2,278	-318
Rachunek bieżący	% PKB	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	6,6	-0,8	-4,5	-0,1	-1,9	-5,0	-4,8	-2,0	-1,8	-3,2	-1,9	-14,4	3,0	-8,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-23,1	2,8	15,7	0,3	6,8	17,7	16,8	6,9	6,3	11,2	6,6	50,6	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,1	4,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,5	0,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,8	9,8	9,9	10,4	9,9	9,3	9,9	9,9	9,4	9,3	9,4	8,3	9,0	8,7
Zobowiązania	% r/r	8,4	9,3	9,7	10,5	10,0	9,3	10,0	9,9	9,9	9,4	9,5	8,5	10,0	8,7
Należności	% r/r	7,4	7,5	8,1	7,7	6,5	6,7	7,4	7,9	7,6	6,6	6,5	5,2	5,8	5,1
EUR/PLN	PLN	4,29	4,31	4,30	4,29	4,30	4,27	4,26	4,35	4,35	4,30	4,29	4,27	4,25	4,33
USD/PLN	PLN	3,76	3,80	3,80	3,81	3,84	3,77	3,80	3,91	3,95	3,89	3,88	3,84	3,83	3,89
CHF/PLN	PLN	3,80	3,79	3,80	3,79	3,80	3,82	3,84	3,98	3,99	3,92	3,91	3,91	3,89	3,93
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	%	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,71	1,70	1,71	1,71
Rentowność obligacji 2L	%	1,41	1,62	1,71	1,71	1,69	1,62	1,54	1,53	1,53	1,50	1,41	1,44	1,53	1,49
Rentowność obligacji 5L	%	2,23	2,19	2,23	2,24	2,26	1,99	1,85	1,72	1,81	1,73	1,79	1,78	1,90	1,93
Rentowność obligacji 10L	%	2,80	2,75	2,88	2,91	2,89	2,46	2,21	1,93	2,00	1,98	2,06	2,05	2,23	2,23

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2017	2018	2019	2020	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
PKB	mld PLN	1989,4	2115,2	2271,1	2419,7	520,0	545,7	561,0	644,3*	559,8	580,4	595,6	683,9
PKB	% r/r	4,9	5,1	4,0	3,1	4,8	4,6	3,9	3,0*	3,1	3,1	3,0	3,2
Popyt krajowy	% r/r	4,9	5,3	3,8	2,7	3,9	4,6	3,3	3,4*	3,0	2,5	2,7	2,7
Spożycie indywidualne	% r/r	4,5	4,3	3,9	4,1	3,9	4,4	3,9	3,5*	4,5	4,4	4,0	3,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4,0	8,9	7,8	0,2	12,2	9,1	4,7	7,3*	0,0	-1,0	0,0	1,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,5	5,9	4,2	3,6	6,1	4,2	3,3	2,4	1,9	3,7	3,8	5,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	13,7	19,7	3,6	-4,0	9,9	7,8	5,7	-4,0	-7,8	-5,7	-6,7	1,6
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	8,2	7,8	6,7	5,5	5,3	8,7	6,4	6,3	6,4	5,1	6,8	3,8
Stopa bezrobocia ^b	%	6,6	5,8	5,2	5,0	5,9	5,3	5,1	5,2	5,4	4,8	4,8	5,0
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,3	7,2	6,8	6,2	7,1	7,0	7,7	5,5	6,3	6,0	6,1	6,6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	2,6	2,2	0,7	2,7	2,3	2,1	1,9	1,0	0,7	0,5	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	13,8	7,4	5,7	4,6	8,0	6,0	5,9	3,0	2,8	4,3	4,9	6,4
Import (w euro)	% r/r	14,9	10,6	2,8	4,2	4,3	4,3	3,3	-0,6	2,7	3,8	4,6	5,6
Bilans handlowy	mld EUR	1426	-4782	1362	2396	425	308	184	445	526	626	318	927
Rachunek bieżący	mld EUR	290	-5046	4267	5830	2110	859	-181	1479	2519	1362	-12	1961
Rachunek bieżący	% PKB	0,1	-1,0	0,8	1,0	-0,6	-0,4	0,2	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-1,5	-0,2	-0,8	-1,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,0	1,6	2,3	3,3	1,2	2,4	2,8	2,8	3,9	3,3	2,9	3,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	2,1	1,1	3,4	2,7	1,7	2,6	2,6	3,4	3,8	3,1	2,9	2,7
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,7	0,7	2,0	2,9	1,1	1,8	2,2	2,7	3,1	3,0	2,8	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,9	2,2	1,2	0,4	2,5	1,5	0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	4,6	9,2	9,0	7,4	9,9	9,3	9,4	8,3	7,9	7,6	7,3	7,0
Zobowiązania ^b	% r/r	4,1	8,7	8,5	6,6	9,7	9,3	9,9	8,5	8,2	7,9	7,2	6,6
Należności ^b	% r/r	3,6	7,6	7,9	6,1	8,1	6,7	7,6	5,2	4,6	4,9	4,6	5,6
EUR/PLN	PLN	4,26	4,26	4,30	4,30	4,30	4,28	4,32	4,29	4,29	4,31	4,31	4,30
USD/PLN	PLN	3,78	3,61	3,84	3,76	3,79	3,81	3,89	3,87	3,85	3,79	3,73	3,68
CHF/PLN	PLN	3,84	3,69	3,86	3,83	3,80	3,80	3,94	3,91	3,89	3,83	3,81	3,77
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	%	1,73	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	1,57	1,51	1,64	1,65	1,53	1,45	1,51	1,50	1,50	1,51
Rentowność obligacji 5L	%	2,78	2,51	1,97	2,08	2,23	2,14	1,76	1,76	1,98	2,10	2,10	2,15
Rentowność obligacji 10L	%	3,44	3,21	2,38	2,40	2,84	2,68	1,99	2,03	2,23	2,39	2,45	2,55

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

* szacunek na podstawie wstępnych danych za cały 2019 r. przy założeniu braku rewizji wcześniejszych kwartałów

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 31.01.2020 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

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



#1 BEST OVERALL FORECASTER - POLAND



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 obowiązują 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