

MAKROskop Lite

CPI powyżej PKB

■ Kilka tygodni temu zaczęły pojawiać się sygnały ożywienia globalnej koniunktury oraz handlu. Nadzieje **na odbicie muszą zostać na razie odłożone** wskutek rozprzestrzeniania się koronawirusa czemu towarzyszą próby państw skoordynowania działań zmierzających od opanowania sytuacji. To co teraz najbardziej zajmuje rynek to jak szybko uda się udrożnić globalne łańcuchy dostaw by uniknąć poważniejszych zakłóceń w produkcji i logistyce oraz jak mocno spowolni wzrost zanim uda się go osiągnąć. Rynkowe nastroje mogą się poprawić szybciej niż odbije wzrost, jeśli inni decydenci pójdą w ślady Fed, który obniżył stopy o 50pb na nieplanowanym posiedzeniu.

■ Pod koniec lutego GUS opublikował szczegółowe dane o PKB za IV kw., które skłoniły nas **do rewizji ścieżki PKB na 2020**. Słaby wynik popytu krajowego – i w efekcie niższy punkt startowy na 2020 – był głównym powodem obniżenia prognozy na I kw. do 2,8% z 3,1% i na II kw. do 2,9% z 3,1%. **Prognoza na cały 2020 nie uległa dużej zmianie**, ale kwartalne szacunki układają się teraz bardziej w trend wzrostowy niż stabilizację wokół 3%. Obecnie, realizacja naszych prognoz bardziej zależy od wkładu eksportu netto niż konsumpcji prywatnej. Według nas, próby oszacowania wpływu jaki na globalną gospodarkę będzie miał COVID-19 obarczone są bardzo dużym błędem, ale jest oczywiste, że **ryzyko dla naszych prognoz wzrostu PKB Polski w 2020 jest w dół**, nawet po ostatniej rewizji.

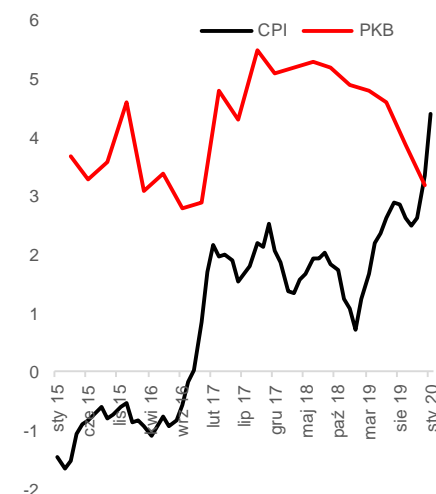
■ **CPI z łatwością przebił 4% r/r w styczniu** i z odczytem 4,4% znalazł się najwyżej od ośmiu lat. Nasz szacunek inflacji bazowej pokazał 3,3%, najwyżej od 17 lat. Nadal sądzimy, że jesteśmy blisko szczytu CPI, podczas gdy inflacja bazowa może jeszcze minimalnie wzrosnąć w I kw. Słabnąca konsumpcja prywatna i spadek napięcia na rynku pracy powinny pomóc w stopniowym spadku inflacji do ok. 3% na koniec roku. Ryzyka w górę wymienione w [poprzednim raporcie](#) są aktualne (możliwa kolejna podwyżka cen prądu, podatek od sprzedaży detalicznej, zakłócenia w podaży żywności, podatek cukrowy – choć przełożony z kwietnia na lipiec). Wirus może spowodować wzrost cen w niektórych branżach (miejmy nadzieję, że przejściowy) jeśli konsumenci zaczną wykazywać paniczne zachowania. O ile oczekiwania inflacyjne konsumentów wyglądają jakby miały charakter jedynie adaptacyjny, o tyle firmy raportują chęć podwyżek cen w tym roku.

■ Mimo zaskakująco szybkiego wzrostu inflacji, układ sił w RPP nie uległ raczej zmianie, z tą różnicą, że częściej mówi się o możliwości cięcia stóp jeśli wzrost spowolni głębiej niż oczekiwali członkowie Rady. Większość RPP chce przeczekać szczyt inflacji i umniejsza jej szybki wzrost twierdząc, że spowodowany był on czynnikami podażowymi/regulacyjnymi. **Zakładamy brak zmian stóp w tym i przyszłym roku**, mimo że rynek wycenia szybkie ich cięcie. Po ogłoszeniu przez państwa grupy G7 gotowości do wsparcia wzrostu osłabionego wirusem i obniżce stóp przez Fed sądzimy, że krajowa RPP może podkreślać, że negatywne niespodzianki w sferze aktywności ekonomicznej mogą skłonić ją w pewnym momencie do obniżenia stóp.

■ **Złoty zachowywał się całkiem przyzwoicie**, pomimo wznoszącej fali awersji do ryzyka. Od początku roku w zasadzie wszystkie waluty z gospodarek wschodzących straciły do euro i dolara, przy czym straty złotego były relatywnie małe – tylko 5 walut straciło mniej (z 21 porównywanych). W 2020 r. złoty zachowuje się z grubszą zgodnością z naszymi oczekiwaniami, które przedstawiliśmy pod koniec zeszłego roku w naszym raporcie rocznym: po spadku na początku 2020 r., złoty wrócił do kanału 4,24-4,35, w którym porusza się od połowy 2018 r. **Spodziewamy się, że EURPLN może jeszcze testować górne ograniczenie tego przedziału**, ale w nim pozostanie, chyba że CoV-2 spowoduje realizację bardziej negatywnego scenariusza makro.

■ Polskie obligacje zyskały na rosnącym popycie na bezpieczne aktywa i obecnie **rentowności 2- 5- i 10-letnich papierów są blisko historycznych minimów**. Z kolei rynek FRA wycenia obniżkę stóp o 25pb za trzy miesiące i w sumie o 50pb za dziewięć miesięcy. Wyprzedaż na giełdach w połowie lutego zepchnęła w dół rentowności obligacji w Polsce i za granicą. Nastoje rynkowe mogą pozostać krule przez najbliższe tygodnie lub nawet miesiące, co **powinno pomóc obligacjom pozostać na obecnych lub niższych poziomach w rentowności**. Będą one wspierane do pewnego stopnia oczekiwaniami na obniżki stóp przez inne banki centralne, wzorem Fed. Wsparciem powinny być dane o CPI, które naszym zdaniem będą wskazywały na zatrzymanie trendu wzrostowego. Powrót do wyższych rentowności byłby możliwy w razie skoordynowanej odpowiedzi polityki fiskalnej i pieniężnej. Spread 20-letnich krajowych obligacji do Bundu zawężał się w lutym do 230pb z 260pb i spodziewamy się korekty w górę w najbliższych tygodniach.

Wzrost PKB i inflacja CPI, % r/r



Zródło: GUS, Santander

Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

- [Popyt krajowy na hamulcu](#)
- [Wzrost w budownictwie, słabość w sprzedaży](#)
- [Wzrost produkcji pozostał dodatni](#)
- [Nastój konsumencki w dół mimo mocnych płac](#)
- [Możliwe skutki zakłóceń w handlu Polska-Chiny](#)

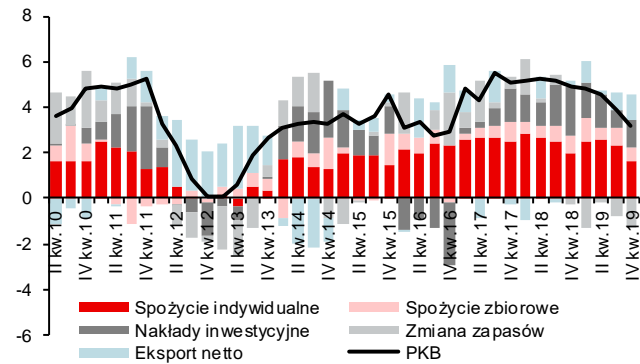
Departament Analiz Ekonomicznych:

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 Luźniński 22 534 18 85
Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

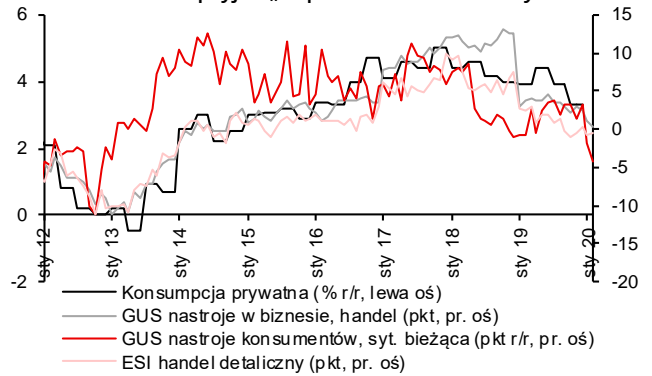
Gospodarka na wykresach

Popyt krajowy, zwłaszcza konsumpcja pryw., był słaby w IV kw.



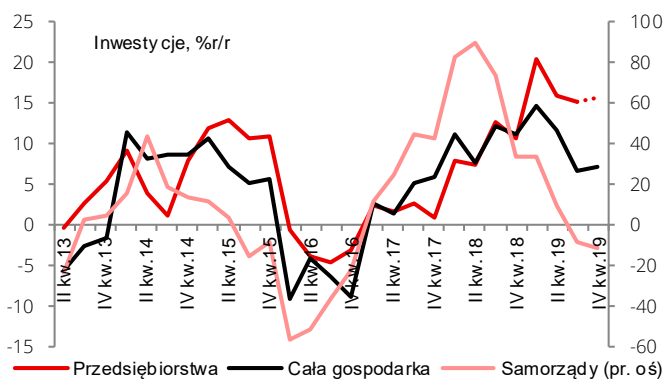
Źródło: GUS, Santander

Konsumpcyjne „dopalacze” nie zadziałały



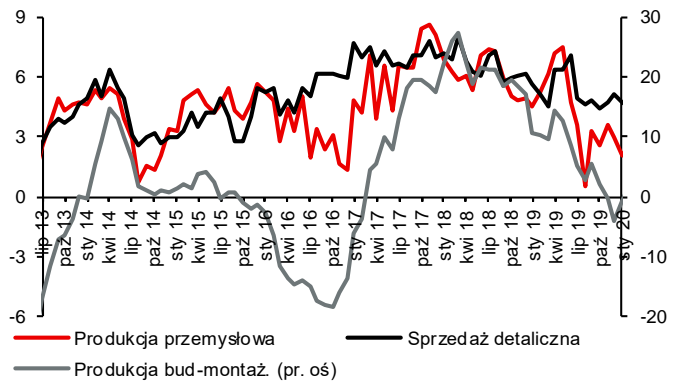
Źródło: GUS, Komisja Europejska, Santander

Firmy inwestowały w 2019, ale okoliczności nie są już sprzyjające



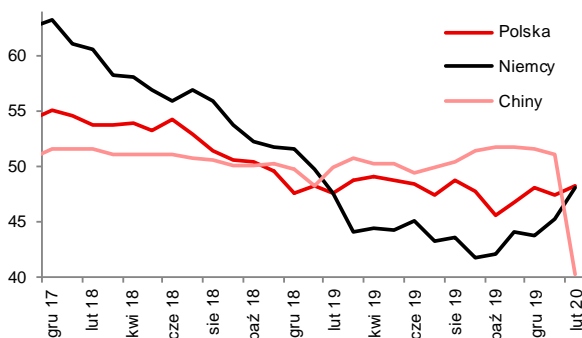
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

Pierwsze dane za I kw. 2020 sugerują dalsze spowolnienie



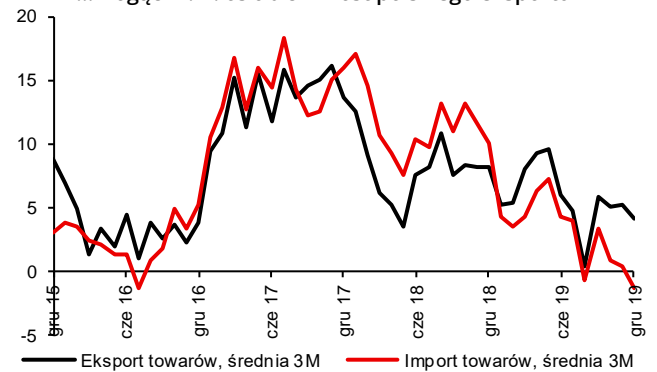
Źródło: GUS, Santander

Koronawirus wywołał zamieszanie w indeksach PMI i jest poważne ryzyko...



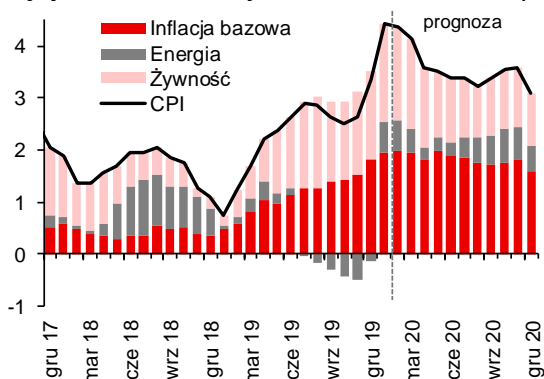
Źródło: Bloomberg, Santander

...mogąc m.in. osłabić wzrost polskiego eksportu



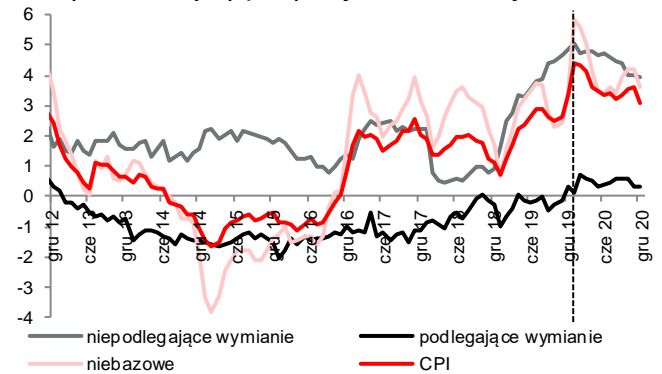
Źródło: NBP, Santander

Inflacja już na 4,4% r/r w styczniu, ale wkrótce może spaść...



Źródło: GUS, NBP, Santander

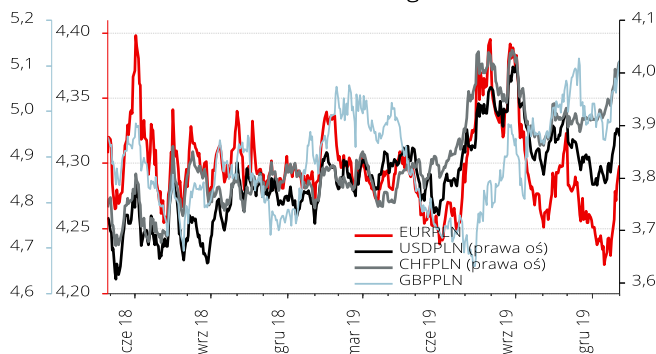
...przez tańszą ropę i uspokojenie w cenach żywności



Źródło: Eurostat, GUS, Santander

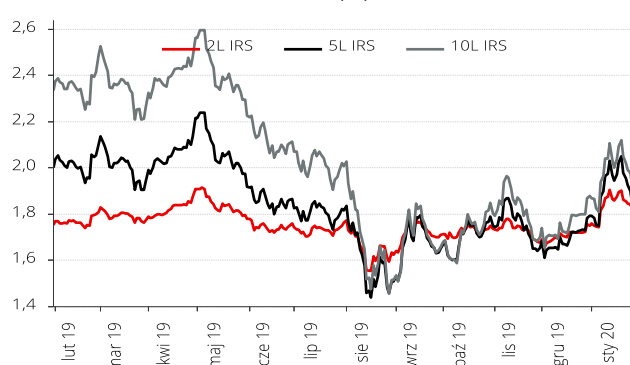
Rynek na wykresach

Notowania złotego



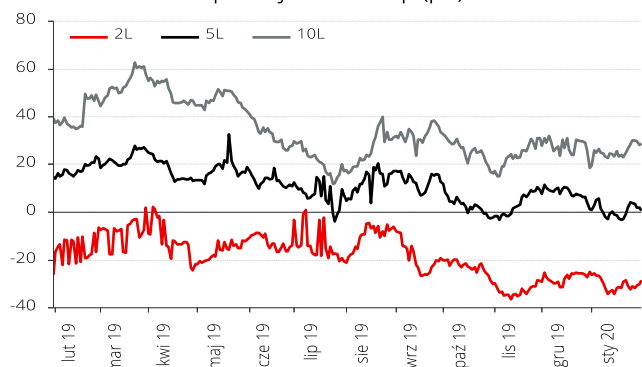
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

IRS (%)



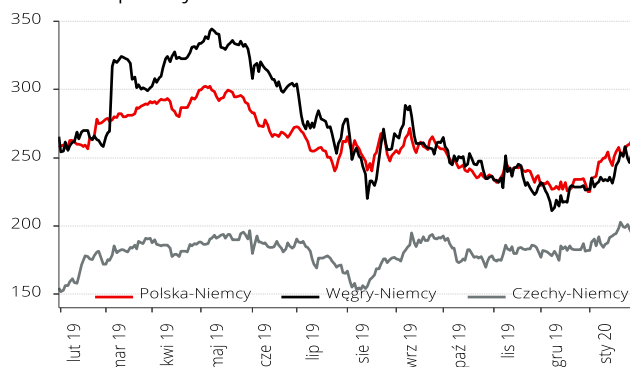
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



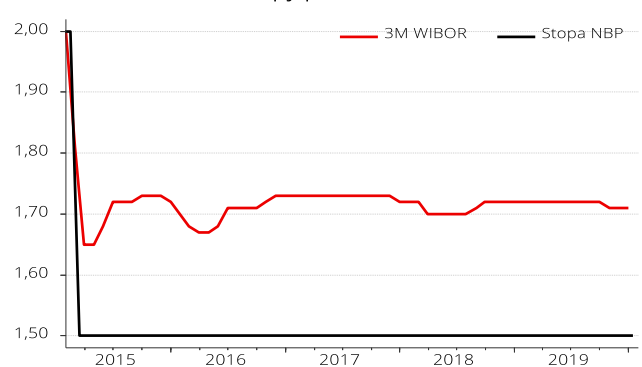
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



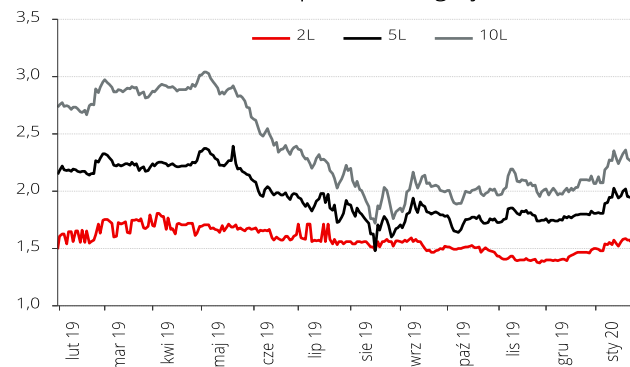
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stopy procentowe



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

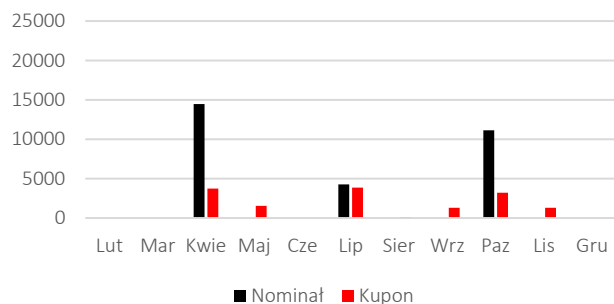
Rentowności polskich obligacji (%)



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

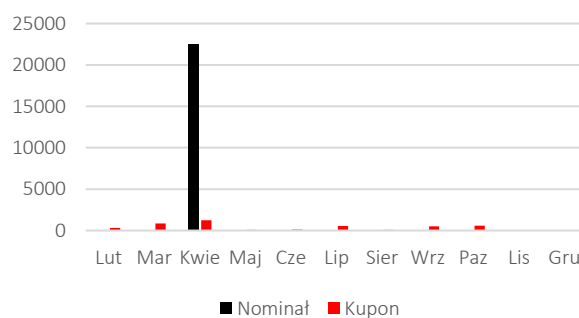
Spląty kapitału i płatności odsetkowe

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
2 marca PL: PMI – przemysł (II) EZ: PMI – przemysł (II) DE: PMI – przemysł (II) CN: PMI – przemysł (II) US: ISM – przemysł (II)	3 EZ: Wstępny HICP (II) 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)
9 DE: Eksport (I) DE: Produkcja przemysłowa (I)	10 CZ: CPI (II) HU: CPI (II) EZ: PKB (IV kw.)	11 US: CPI (II)	12 EZ: Decyzja EBC CZ: Produkcja przemysłowa (I) EZ: Produkcja przemysłowa (I)	13 PL: CPI (II) PL: Rewizja ratingu przez Moody's US: Wstępny Michigan (III)
16 PL: Bilans płatniczy (I) PL: Inflacja bazowa (II)	17 DE: ZEW (III) US: Sprzedaż detaliczna (II) US: Produkcja przemysłowa (II)	18 PL: Zatrudnienie (II) PL: Wynagrodzenia (II) EZ: HICP (II) US: Rozpoczęte budowy domów (II) US: Pozwolenia na budowę domów (II) US: Decyzja FOMC	19 PL: Produkcja przemysłowa (II) PL: PPI (II) PL: Minutes RPP US: Indeks Philly Fed (III)	20 PL: Produkcja budowlana (II) PL: Sprzedaż detaliczna (II) US: Sprzedaż domów (II)
23 PL: Podaż pieniądza M3 (II)	24 DE: Wstępny PMI – przemysł (III) EZ: Wstępny PMI – przemysł (III) DE: Wstępny PMI – usługi (III) EZ: Wstępny PMI – usługi (III) HU: decyzja banku centralnego US: Sprzedaż nowych domów (II)	25 DE: Indeks Ifo (III) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (II)	26 CZ: decyzja banku centralnego US: Trzeci szacunek PKB (IV kw.)	27 PL: Rewizja ratingu przez Fitch US: Dochody i wydatki osobiste (II) US: Indeks Michigan (III)
30 US: Niezakończona sprzedaż domów (II)	31 PL: Wstępny CPI (III) EZ: Wstępny HICP (III) CZ: PKB (Iw kw.) US: Indeks nastoju konsumentów (III)	1 kwietnia PL: PMI – przemysł (III) EZ: PMI – przemysł (III) DE: PMI – przemysł (III) CN: PMI – przemysł (III) US: ISM – przemysł (III) US: Raport ADP (III)	2 US: Zamówienia przemysłowe (II)	3 DE: PMI – usługi (III) EZ: PMI – usługi (III) US: ISM – usługi (III) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III)
6 DE: Zamówienia przemysłowe (II) DE: Produkcja przemysłowa (II)	7 DE: Produkcja przemysłowa (II) HU: Produkcja przemysłowa (II)	8 PL: Decyzja RPP HU: CPI (III) US: minutes FOMC	9 DE: Eksport (II) US: Wstępny Michigan (IV)	10 PL: Rewizja ratingu przez S&P US: CPI (III)

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
Płace brutto, zatrudnienie	21	19	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Handel zagraniczny	Okolo 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

		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	mar 20
PMI	pkt.	47,6	48,7	49,0	48,8	48,4	47,4	48,8	47,8	45,6	46,7	48,0	47,4	48,2	47,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,9	5,6	9,2	7,7	-2,6	5,8	-1,5	5,6	3,7	1,4	3,8	1,1	2,4	2,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	15,1	10,8	17,4	9,5	-0,7	6,6	2,6	7,6	-4,1	-4,7	-3,3	6,5	0,9	-4,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	5,9	3,9
Stopa bezrobocia	%	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	5,3
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,1	7,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,0	0,9
Eksport (w euro)	% r/r	10,5	7,8	9,6	11,5	-2,6	5,9	-1,8	13,5	3,8	-0,2	10,6	5,0	4,0	2,4
Import (w euro)	% r/r	8,4	2,8	8,0	11,1	-5,4	6,9	-3,4	6,4	-0,2	-4,1	0,8	1,5	2,9	1,2
Bilans handlowy	mln EUR	-288	399	334	-189	163	-404	-250	830	427	893	224	973	-75	644
Rachunek bieżący	mln EUR	-630	217	542	430	-114	-915	-246	962	573	1 564	990	3 043	-288	589
Rachunek bieżący	% PKB	-0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	0,4	0,6	1,1	1,2	1,3	1,3
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-0,8	-4,5	-0,1	-1,9	-5,0	-4,8	-2,0	-1,8	-3,2	-1,9	-13,7	3,4	-8,0	-10,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	2,8	15,7	0,3	6,8	17,7	16,8	6,9	6,3	11,2	6,6	47,9	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,4	4,4	4,1
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,3	3,4	3,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,8	0,3	0,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,8	9,9	10,4	9,9	9,3	9,9	9,9	9,4	9,3	9,4	8,3	9,3	9,1	9,0
Zobowiązania	% r/r	9,3	9,7	10,5	10,0	9,3	10,0	9,9	9,9	9,4	9,5	8,5	9,7	8,4	7,9
Należności	% r/r	7,5	8,1	7,7	6,5	6,7	7,4	7,9	7,6	6,6	6,5	5,2	6,3	6,0	5,6
EUR/PLN	PLN	4,31	4,30	4,29	4,30	4,27	4,26	4,35	4,35	4,30	4,29	4,27	4,25	4,27	4,33
USD/PLN	PLN	3,80	3,80	3,81	3,84	3,77	3,80	3,91	3,95	3,89	3,88	3,84	3,83	3,92	3,96
CHF/PLN	PLN	3,79	3,80	3,79	3,80	3,82	3,84	3,98	3,99	3,92	3,91	3,91	3,95	4,00	4,06
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	1,71	1,70	1,71	1,71	1,71
Rentowność obligacji 2L	%	1,62	1,71	1,71	1,69	1,62	1,54	1,53	1,53	1,50	1,41	1,44	1,53	1,51	1,36
Rentowność obligacji 5L	%	2,19	2,23	2,24	2,26	1,99	1,85	1,72	1,81	1,73	1,79	1,78	1,90	1,75	1,51
Rentowność obligacji 10L	%	2,75	2,88	2,91	2,89	2,46	2,21	1,93	2,00	1,98	2,06	2,05	2,23	2,07	1,79

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	1 989,4	2 115,2	2 265,0	2 412,4	520,0	545,7	561,0	638,3	558,3	578,7	595,0	680,3
PKB	% r/r	4,9	5,1	4,1	3,0	4,8	4,6	3,9	3,2	2,8	2,9	3,1	3,2
Popyt krajowy	% r/r	4,9	5,1	4,1	1,9	3,9	4,6	3,3	2,2	1,4	2,1	2,2	2,0
Spożycie indywidualne	% r/r	4,5	4,3	3,9	3,1	3,9	4,4	3,9	3,3	3,0	3,0	3,1	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	4,0	8,9	6,9	0,3	12,2	9,1	4,7	4,9	2,0	0,0	0,0	0,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,5	5,9	4,2	2,3	6,1	4,2	3,3	2,4	2,0	1,7	2,1	3,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	13,7	19,7	3,6	0,0	9,9	7,8	5,7	-4,0	0,1	-1,1	-2,1	2,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	8,2	7,8	6,7	4,2	5,3	8,7	6,4	6,3	5,2	3,8	5,4	2,4
Stopa bezrobocia ^b	%	6,6	5,8	5,2	5,0	5,9	5,3	5,1	5,2	5,3	4,8	4,8	5,0
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,3	7,2	7,2	6,2	7,1	7,0	7,7	6,9	7,0	6,2	5,7	5,9
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	3,3	2,6	2,2	0,3	2,7	2,3	2,1	1,9	0,7	0,4	0,2	0,0
Eksport (w euro)	% r/r	13,8	7,4	6,0	2,5	8,0	6,0	5,9	4,2	3,8	0,8	1,9	3,5
Import (w euro)	% r/r	14,9	10,6	2,6	1,6	4,3	4,3	3,3	-1,3	1,8	0,3	1,7	2,5
Bilans handlowy	mln EUR	1 426	-4 782	2 461	4 644	425	308	184	1 544	1 541	620	312	2 171
Rachunek bieżący	mln EUR	290	-5 046	5 915	8 844	2 110	859	-181	3 127	3 344	1 482	111	3 907
Rachunek bieżący	% PKB	0,1	-1,0	1,1	1,6	-0,6	-0,4	0,2	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-1,5	-0,2	-0,8	-1,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,0	1,6	2,3	3,6	1,2	2,4	2,8	2,8	4,3	3,5	3,3	3,4
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	2,1	1,1	3,4	3,1	1,7	2,6	2,6	3,4	4,1	3,4	3,4	3,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,7	0,7	2,0	3,1	1,1	1,8	2,2	2,7	3,3	3,2	3,0	2,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,9	2,2	1,2	0,9	2,5	1,5	0,7	0,2	0,6	0,8	0,8	1,3
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	4,6	9,2	8,3	7,7	9,9	9,3	9,4	8,3	7,9	7,5	7,1	6,7
Zobowiązania ^b	% r/r	4,1	8,7	8,5	6,3	9,7	9,3	9,9	8,5	7,9	7,6	6,9	6,3
Należności ^b	% r/r	3,6	7,6	5,2	9,0	8,1	6,7	7,6	5,2	5,6	5,5	5,1	6,2
EUR/PLN	PLN	4,26	4,26	4,30	4,31	4,30	4,28	4,32	4,29	4,28	4,33	4,31	4,30
USD/PLN	PLN	3,78	3,61	3,84	3,89	3,79	3,81	3,89	3,87	3,89	3,99	3,90	3,81
CHF/PLN	PLN	3,84	3,69	3,86	3,94	3,80	3,80	3,94	3,91	4,00	3,99	3,90	3,86
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	1,44	1,64	1,65	1,53	1,45	1,47	1,32	1,46	1,51
Rentowność obligacji 5L	%	2,78	2,51	1,97	1,77	2,23	2,14	1,76	1,76	1,61	1,56	1,80	2,10
Rentowność obligacji 10L	%	3,44	3,21	2,38	2,05	2,84	2,68	1,99	2,03	1,91	1,83	2,08	2,38

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 03.03.2020 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 Luzziński	– 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, www.santander.pl