

## MAKROskop Lite

### Czas rewizji w górę

■ W II kw. 2020 Polska oficjalnie weszła w najgłębszą recesję od wczesnych lat 90., ze spadkiem PKB o prawie 9% kw/kw (po korekcie sezonowej), nieco mniejszym niż średnia w UE. Niemniej, spadek aktywności ekonomicznej w okresie najostrejszych restrykcji związanych z pandemią okazał się mniejszy niż wcześniej szacowano, a co więcej, wkrótce po nim nastąpiło zaskakująco szybkie ożywienie. Najwyraźniej najbardziej pesymistyczne scenariusze się nie zmaterializowały, w związku z czym litery L i U mogą już zostać wykreślone ze słownika ekonomistów, opisujących trajektorie wzrostu gospodarczego w pandemicznej rzeczywistości. Wydaje się, że dotarliśmy w końcu do punktu zwrotnego, w którym po kilku miesiącach ciągłych rewizji prognoz w dół przyszedł czas na ich podniesienie. Jednocześnie, do prognozowania przyszłości nadal należy podchodzić ostrożnie, i naszym zdaniem nie jest uzasadniona ekstrapolacja imponującego tempa ożywienia gospodarczego z okresu tuż po zniesieniu restrykcji na kolejne miesiące. Po pierwsze, część początkowego odbicia wynikała z realizacji odłożonego popytu. Po drugie, wyczerpują się rządowe programy pomocowe. W końcu, nowa fala zachorowań na Covid-19 oraz opóźniona reakcja rynków pracy na szok wkrótce zapewne przełożą się na pogorszenie nastrojów konsumentów i ich popyt. W sumie, skorygowaliśmy nasze prognozy wzrostu gospodarczego lekko w górę, głównie za sprawą lepszego punktu startowego, ale bierzemy pod uwagę, że tempo poprawy sytuacji gospodarczej może w najbliższych miesiącach spowolnić.

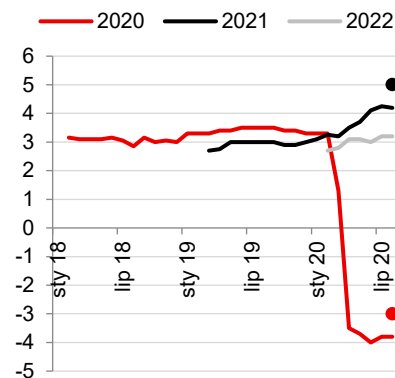
■ Coraz więcej oznak powrotu gospodarki na ścieżkę wzrostu przy jednocześnie w dalszym ciągu podwyższonej inflacji spowodowało, że rynek przestał rozważać ryzyko ujemnych stóp procentowych i zaczął raczej myśleć o ich przyszłej normalizacji. Część członków RPP uważa, że proces normalizacji mógłby się zacząć już w 2021, ale są oni nadal w mniejszości i dominujący przekaz z RPP nie uległ wg nas zmianie. Nadal sądzimy, że stopy NBP pozostaną bez zmian do końca kadencji Rady (2022). Co uległo zmianie lub stało się bardziej oczywiste, to, że bank centralny raczej nie będzie się spieszył z ingerowaniem w rynek walutowy by osłabić złotego. Najwyraźniej nie ma takiej potrzeby, skoro scenariusz gospodarczy jest znacznie mniej pesymistyczny niż wskazywały ostatnie prognozy NBP, a eksport odradza się pomimo braku znacznej deprecjacji złotego.

■ Rząd dokonał nowelizacji tegorocznego budżetu i przedstawił projekt na 2021. Planowane deficyty są dość duże (GG na ok. 12% PKB w tym roku i 6% w przyszłym) i widać to też po potrzebach pożyczkowych netto (ponad 100 mld zł w 2020 i 2021). Lwia część tegorocznych emisji została już zrealizowana i biorąc pod uwagę strukturalną nadpłynność w sektorze bankowym, program skupu obligacji prowadzony przez bank centralny i dużą poduszkę płynnościową Ministerstwa Finansów (ponad 120 mld zł), nie widzimy powodu do obaw o zdolność rządu do sfinansowania deficytów.

■ Pomimo solidnych danych ekonomicznych i pozytywnych nastrojów na globalnych rynkach, złoty przestał się dalej umacniać. Fakt, że złoty nie skorzystał na ogólnym optymizmie rynkowym sugerował wg nas, że wkrótce może nastąpić realizacja zysków i rzeczywistość wygląda na to, że korekta się już zaczęła. W sierpniu zmienność waluty znacznie się obniżyła, a po okresach niższej zmienności następują zwykle okresy podwyższonej zmienności, które nie są zazwyczaj korzystne dla walut rynków wschodzących, takich jak złoty. Zmienność mierzona 1-miesięczną strategią risk reversal jest blisko poziomów, które historycznie poprzedzały wzrosty EURPLN. Nie zmieniamy jednak naszych prognoz i wciąż zakładamy, że po korekcyjnym osłabieniu, polska waluta wznowi umacnianie wraz z lepszymi nastrojami na globalnych giełdach. W obecnej fali korekty wzrostowej EURPLN nie powinien naszym zdaniem przekroczyć 4,48.

■ Głównym wydarzeniem na rynku stopy procentowej było ogłoszenie przez Jerome Powella nowej strategii w polityce pieniężnej dla Fed. Od teraz, celem dla amerykańskiego banku centralnego będzie średnia inflacja na 2%, ale bez określenia zakresu czasu w którym ma ona zostać osiągnięta ani formuły według której średnia będzie obliczana. Zmiana strategii miała gołębi wydźwięk, bowiem może pozwolić utrzymać niskie stopy na dłużej przy tolerowanych odchyłach inflacji od 2%. Ciekawe czy inne duże banki centralne (EBC czy Bank Anglii) pójdą w ślady Fed i przyjmą jeszcze bardziej gołębie nastawienie. Najbliższe posiedzenie EBC zaplanowane jest na 10 września. Jeśli ożywienie gospodarcze nie wytraci zupełnie tempa, nowa strategia Fed może skutkować bardziej stromymi krzywymi rentowności, co może mieć wpływ również na krajowy rynek obligacji.

### Mediana prognoz wzrostu PKB dla Polski wg ankiety Bloomberg



Kropki reprezentują aktualną prognozę Santander  
Źródło: Bloomberg, Santander

### Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

- [Budżet 2021: kolejny rok wysokich wydatków](#)
- [CPI i PMI niżej w sierpniu](#)
- [Najgłębszy spadek PKB za nami](#)
- [Budżet 2020: Nowelizacja z zapasem](#)
- [Sprzedaż detaliczna w górę, budownictwo pod kreską](#)
- [Dalszy wzrost produkcji w lipcu](#)
- [Dobre dane z rynku pracy w słodko-kwaśnym sosie](#)

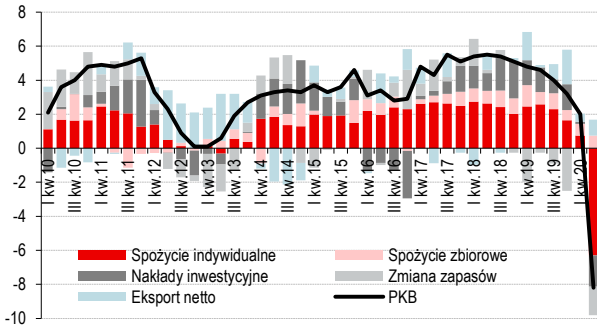
### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: 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 Luźniński 22 534 18 85  
Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86  
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

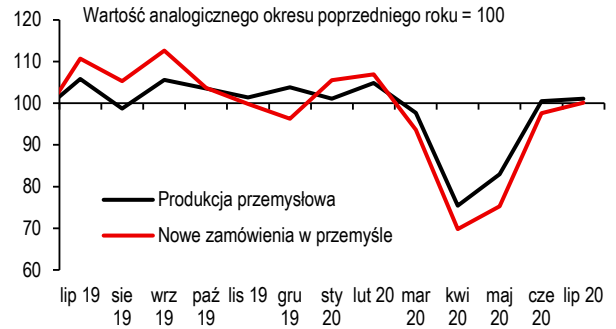
## Gospodarka na wykresach

**W II kw. głębokie załamanie konsumpcji i inwestycji, dodatni wkład eksportu netto i spożycia publicznego**



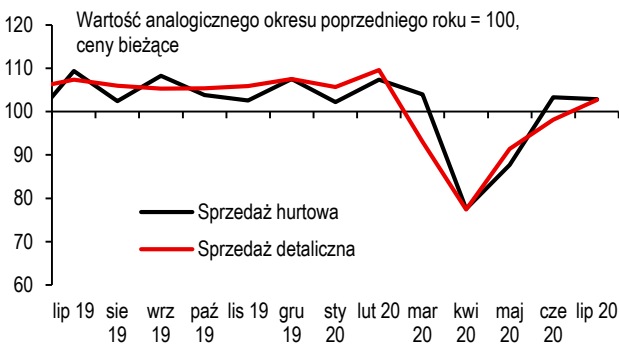
Źródło: GUS, Santander

**Na początku III kw. przemysł wrócił już do zeszłorocznego poziomu...**



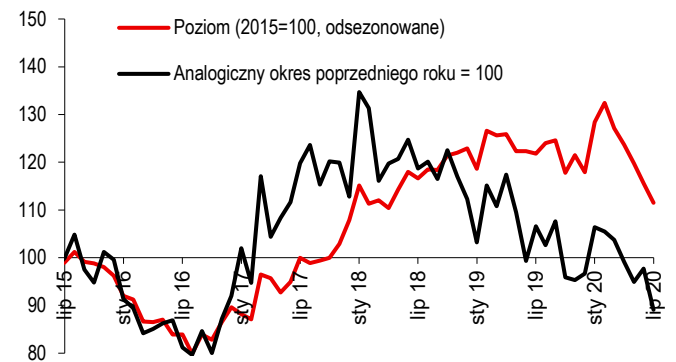
Źródło: GUS, Santander

**... podobnie jak handel...**



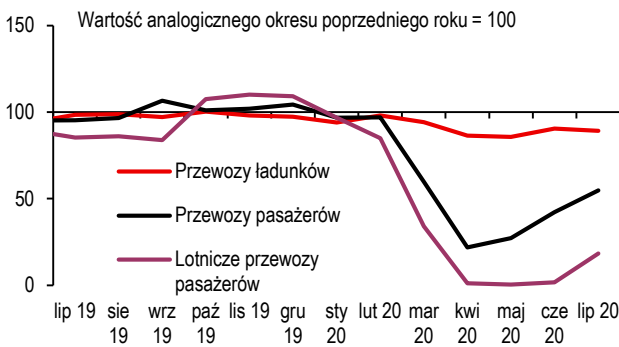
Źródło: GUS, Santander

**... podczas gdy budownictwo ma się coraz gorzej ...**



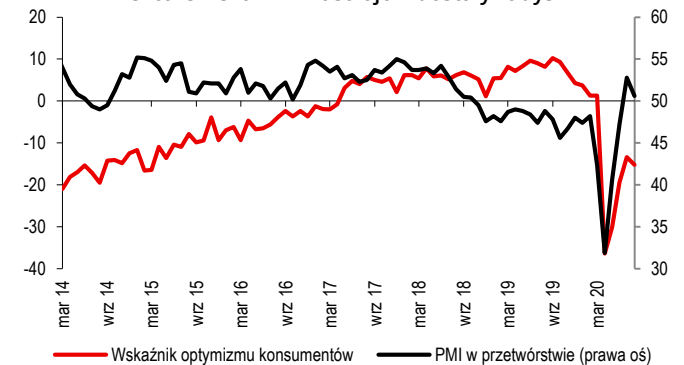
Źródło: GUS, Santander

**... A transport powoli odbija**



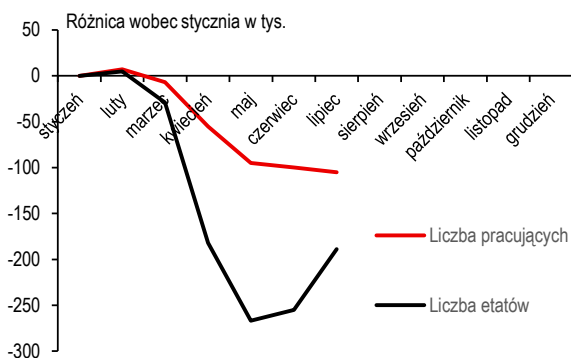
Źródło: GUS, Santander

**Niektóre wskaźniki nastrojów dostały zadyszki**



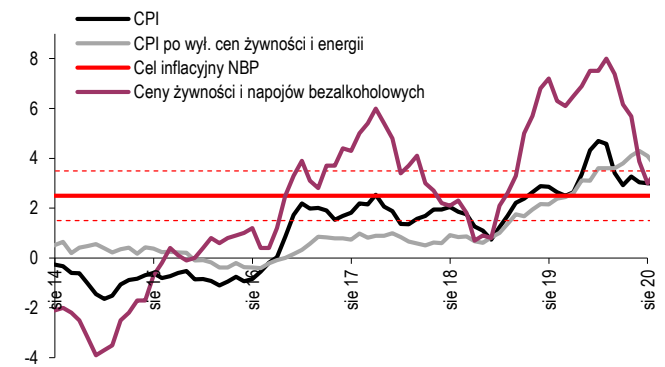
Źródło: GUS, Markit, Santander

**Firmy przywracają normalny wymiar pracy, ale i zwalniają**



Źródło: GUS, Santander

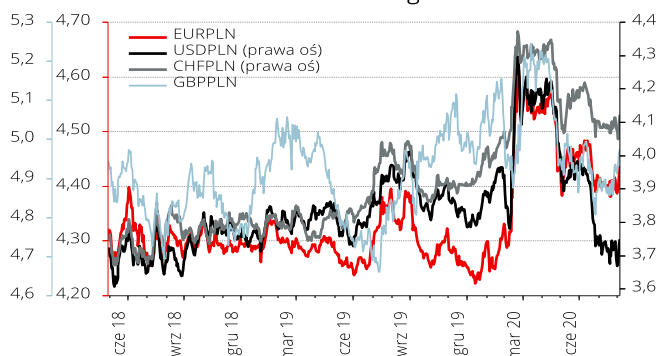
**Inflacja bazowa zaczęła odpuszczać**



Źródło: GUS, Santander

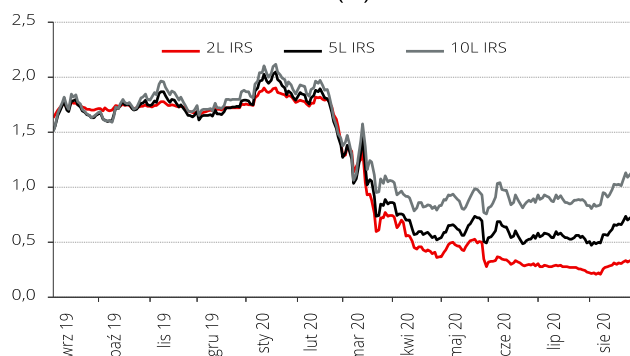
## Rynek na wykresach

Notowania złotego



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

IRS (%)



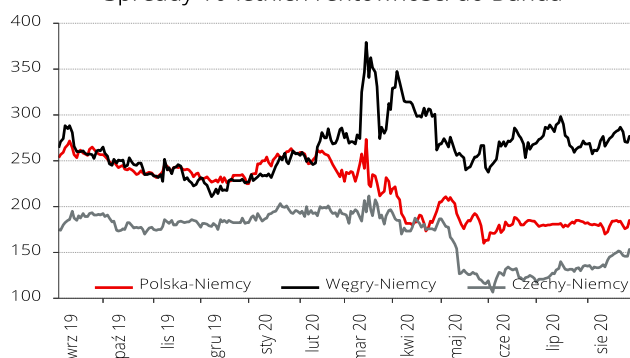
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spreads asset swap (pb)



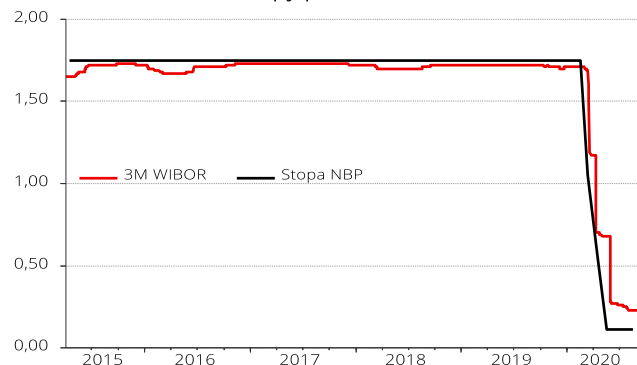
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spreads 10-letnich rentowności do Bunda



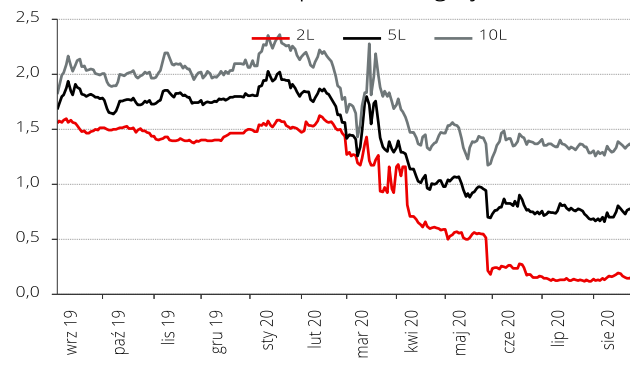
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stopy procentowe



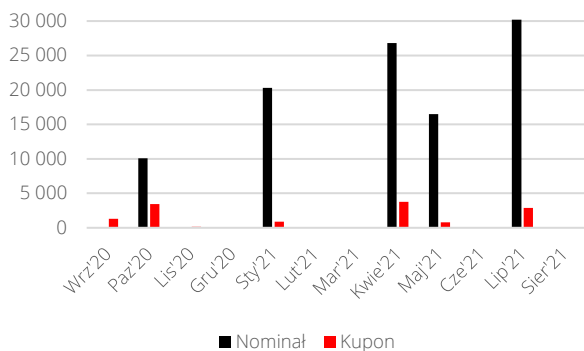
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji (%)



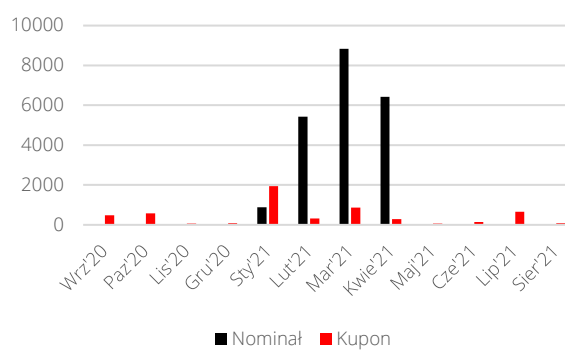
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN, mln zł



Źródło: MF, Santander

Wykupy obligacji i spłaty odsetek walutowych, mln zł



Źródło: MF, Santander

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
		<b>2 września</b> US: Zamówienia przemysłowe (VII) US: Raport ADP (VIII)	3 DE: PMI – usługi (VIII) EZ: PMI – usługi (VIII) EZ: Sprzedaż detaliczna (VII) US: ISM – usługi (VIII)	4 DE: Zamówienia przemysłowe (VII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) RU: CPI (VIII) CZ: Sprzedaż detaliczna (VII)
7 DE: Produkcja przemysłowa (VII) CZ: Produkcja przemysłowa (VII)	8 DE: Eksport (VII)	9 HU: CPI (VIII)	10 EZ: Decyzja EBC CZ: CPI (VIII)	11 US: CPI (VIII)
14 <b>PL: Bilans płatniczy (VII)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (VII)	15 <b>PL: Decyzja RPP</b> <b>PL: CPI (VIII)</b> DE: ZEW (IX) US: Produkcja przemysłowa (VIII)	16 <b>PL: bazowa CPI (VIII)</b> US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Decyzja FOMC	17 <b>PL: Zatrudnienie (VIII)</b> <b>PL: Wynagrodzenia (VIII)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (VIII) US: Indeks Philly Fed (IX)	18 <b>PL: Produkcja przemysłowa (VIII)</b> <b>PL: PPI (VIII)</b> US: Wstępny Michigan (IX)
21 <b>PL: Sprzedaż detaliczna (VIII)</b> <b>PL: Produkcja budowlana (VIII)</b>	22 <b>PL: Podaż pieniądza M3 (VIII)</b> HU: Decyzja banku centralnego US: Sprzedaż domów (VIII)	23 DE: Wstępny PMI – przemysł (IX) DE: Wstępny PMI – usługi (IX) EZ: Wstępny PMI – przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI – usługi (IX) CZ: Decyzja banku centralnego	24 DE: Indeks Ifo (IX) US: Sprzedaż nowych domów (VIII)	25 US: Zamówienia na dobra trwałe (VIII)
28	29 US: Nastroje konsumentów (IX)	30 EZ: Wstępny HICP (IX) US: Raport ADP (IX) US: PKB (II kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (VIII)	<b>1 października</b> <b>PL: Wstępny CPI (IX)</b> <b>PL: PMI – przemysł (IX)</b> EZ: PMI przemysł (IX) DE: PMI przemysł (IX) US: ISM przemysł (IX) CZ: PMI – przemysł (IX) US: Dochody i wydatki osobiste (VIII)	2 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) US: Indeks Michigan (IX)

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	28	16	14	-	15	7	4	2
Minutes RPP	23	20	19	-	-	1, 18	16	27	-	9	6	4
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	-	-	30	-	-				
Bilans płatniczy	13	13	16	14	14	15	14	13				
Podaż pieniądza	24	24	23	23	25	23	22	24				

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów \*dane kwartalne

## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		sie 19	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20	wrz 20
PMI	pkt.	48,8	47,8	45,6	46,7	48,0	47,4	48,2	42,4	31,9	40,6	47,2	52,8	50,6	51,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1,5	5,6	3,7	1,4	3,8	1,1	4,8	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1	2,9	3,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	2,6	7,6	-4,1	-4,7	-3,3	6,4	5,5	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-10,9	-11,7	-12,6
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	6,0	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	2,4	3,5
Stopa bezrobocia	%	5,2	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,2	6,4
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	6,8	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	4,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,6	-1,2
Eksport (w euro)	% r/r	-1,2	13,0	3,9	0,8	9,1	5,0	8,9	-5,7	-29,1	-19,3	3,0	2,3	3,0	4,4
Import (w euro)	% r/r	-3,0	6,2	0,3	-3,5	-0,6	4,4	0,9	-3,5	-28,1	-27,4	-10,7	-7,6	-3,5	-0,1
Bilans handlowy	mln EUR	-206	768	334	984	227	371	1 037	124	-48	1 389	2 666	1 642	919	1 664
Rachunek bieżący	mln EUR	-820	846	535	1 139	253	2 263	949	1 292	1 156	2 321	2 842	1 574	-557	801
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,8	1,0	1,2	1,7	2,3	2,7	2,8	2,8
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-2,0	-1,8	-3,2	-1,9	-13,7	3,4	-3,3	-9,4	-18,9	-25,9	-17,1	-16,3	-19,9	-25,4
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	6,9	6,3	11,2	6,6	47,9	-3,1	3,0	8,6	17,3	23,7	15,7	14,9	18,2	23,2
Inflacja (CPI)	% r/r	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	2,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,2	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,1	3,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,9	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,3	-1,7	-0,8	-0,6	-1,2	-1,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,9	9,4	9,3	9,4	8,3	9,3	9,4	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8	16,2	15,6
Zobowiązania	% r/r	9,9	9,9	9,4	9,5	8,5	9,7	9,7	10,6	12,1	14,1	15,8	14,4	13,5	12,8
Należności	% r/r	7,9	7,6	6,6	6,5	5,2	6,3	5,5	6,4	5,9	4,3	2,9	1,3	-0,9	-1,4
EUR/PLN	PLN	4,35	4,35	4,30	4,29	4,27	4,25	4,28	4,43	4,54	4,53	4,44	4,45	4,40	4,42
USD/PLN	PLN	3,91	3,95	3,89	3,88	3,84	3,83	3,92	4,01	4,18	4,16	3,94	3,88	3,72	3,76
CHF/PLN	PLN	3,98	3,99	3,92	3,91	3,91	3,95	4,02	4,19	4,31	4,28	4,15	4,15	4,09	4,09
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M	%	1,72	1,72	1,72	1,71	1,70	1,71	1,71	1,45	0,83	0,66	0,27	0,25	0,23	0,20
Rentowność obligacji 2L	%	1,53	1,53	1,50	1,41	1,44	1,53	1,53	1,11	0,71	0,51	0,22	0,13	0,15	0,15
Rentowność obligacji 5L	%	1,72	1,81	1,73	1,79	1,78	1,90	1,76	1,49	1,10	0,94	0,79	0,75	0,73	0,78
Rentowność obligacji 10L	%	1,93	2,00	1,98	2,06	2,05	2,23	2,08	1,84	1,48	1,41	1,39	1,35	1,33	1,50

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2018	2019	2020	2021	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
PKB	mld PLN	2 120,5	2 273,6	2 296,2	2 432,7	552,2	524,9	572,1	647,8	559,4	583,0	608,5	682,8
PKB	% r/r	5,3	4,1	-3,0	4,8	2,0	-8,2	-3,8	-1,8	0,1	10,7	5,5	3,5
Popyt krajowy	% r/r	5,6	3,0	-4,0	5,5	1,7	-9,5	-5,7	-2,2	-0,1	11,7	6,8	4,2
Spożycie indywidualne	% r/r	4,2	3,9	-3,7	6,7	1,2	-10,9	-4,0	-1,0	1,0	15,1	7,2	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,4	7,2	-7,6	6,3	0,9	-10,9	-10,0	-8,0	-5,0	9,5	11,0	7,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,9	4,2	-1,7	7,3	0,9	-13,6	2,4	3,4	1,7	22,9	3,3	3,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	19,7	3,6	-5,5	1,1	5,0	-2,8	-11,8	-7,8	-10,8	-4,0	5,3	9,2
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	7,8	6,7	-1,4	4,3	2,4	-11,0	2,9	0,4	2,8	9,0	2,7	2,7
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	5,8	5,2	7,5	7,7	5,4	6,1	6,4	7,5	7,7	7,2	7,4	7,7
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	7,2	7,2	5,0	4,6	7,7	3,8	4,4	4,3	3,3	6,4	4,2	4,6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,6	2,2	-1,1	0,6	0,5	-2,3	-1,4	-1,2	-1,6	2,2	1,0	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	7,4	6,2	-1,5	11,2	2,4	-15,6	3,3	3,8	2,6	37,2	4,6	5,1
Import (w euro)	% r/r	10,6	2,8	-5,9	13,1	0,5	-22,4	-3,7	1,8	3,7	42,5	7,6	5,3
Bilans handlowy	mln EUR	-4 782	2 415	12 482	9 631	1 518	4 007	4 226	2 732	939	3 136	2 818	2 738
Rachunek bieżący	mln EUR	-5 046	2 179	12 549	-19	4 488	6 319	1 818	-76	874	-455	171	-610
Rachunek bieżący	% PKB	-1,0	0,4	2,4	0,0	1,0	2,3	2,8	2,4	1,7	0,4	0,1	0,0
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-0,2	-0,7	-11,3	-6,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	2,3	3,3	1,5	4,5	3,2	2,9	2,6	1,5	1,8	1,3	1,5
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	1,1	3,4	2,2	1,5	4,6	3,3	2,9	2,2	1,5	1,8	1,3	1,5
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,7	2,0	3,6	1,4	3,4	3,8	4,0	3,3	2,3	1,3	0,8	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	1,2	-0,8	0,6	0,3	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-0,1	-0,3	0,1
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	9,2	8,3	15,0	6,7	8,3	18,1	15,6	13,9	12,1	10,3	8,5	6,7
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	8,7	8,5	10,0	4,7	10,6	15,8	12,8	10,0	6,7	1,4	2,9	4,7
Należności <sup>b</sup>	% r/r	7,6	5,2	-1,8	4,7	6,4	2,9	-1,4	-1,8	-3,5	-0,6	3,2	4,7
EUR/PLN	PLN	4,26	4,30	4,41	4,32	4,32	4,50	4,42	4,40	4,35	4,33	4,30	4,30
USD/PLN	PLN	3,61	3,84	3,89	3,63	3,92	4,09	3,79	3,76	3,69	3,65	3,60	3,57
CHF/PLN	PLN	3,69	3,86	4,10	3,85	4,05	4,24	4,11	4,02	3,94	3,86	3,81	3,79
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	1,50	1,50	0,10	0,10	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M	%	1,71	1,72	0,66	0,20	1,62	0,59	0,23	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Rentowność obligacji 2L	%	1,59	1,56	0,54	0,17	1,39	0,48	0,15	0,15	0,15	0,15	0,19	0,20
Rentowność obligacji 5L	%	2,51	1,99	1,05	0,76	1,72	0,94	0,75	0,80	0,80	0,80	0,78	0,65
Rentowność obligacji 10L	%	3,21	2,41	1,59	1,50	2,05	1,43	1,39	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50

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 1.09.2020 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](mailto: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