

MAKROskop Lite

Czekanie na odmrażanie

■ Polski PKB spadł o 2,8% w 2020, co zapewne okaże się jedną z najpłytszych recesji w Europie. Wygląda na to, że aktywność w krajowej gospodarce ponownie uległa schłodzeniu w ostatnim kwartale ub.r. (odsezonowany wzrost PKB nieco poniżej zera), ale spadek był (ponownie) mniejszy niż oczekiwaliśmy.

■ Początek 2021 nie będzie łatwy, bowiem wiele państw w Europie przedłuży obowiązywanie restrykcji w odpowiedzi na wzrost liczby przypadków Covid-19 i pojawienie się nowych mutacji wirusa. Tymczasem tempo szczepień jest w wielu krajach rozczarowująco niskie. To może spowodować, że do wiosny popyt konsumpcyjny w wielu rejonach Europy pozostanie przytłumiony. Jednocześnie, przemysł i handel międzynarodowy póki co rozwijają się w niezłym tempie. Polska, która doświadczyła silnego wzrostu liczby nowych przypadków koronawirusa pod koniec 2020 przygotowuje się teraz do stopniowego luzowania restrykcji i być może stopniowego odmrażania kolejnych branż. Wydaje się jednak, że na mocniejsze ożywienie gospodarcze będziemy musieli poczekać do drugiej połowy roku, kiedy mamy nadzieję, że niepewność związana z pandemią istotnie spadnie. W naszej ocenie wciąż jest wiele czynników, które mogą sprawić, że polska gospodarka będzie sobie radziła lepiej niż inne z wychodzeniem z pandemicznego szoku. Mamy szansę być jednym z nielicznych krajów w Europie, które osiągną poziom PKB sprzed korona-kryzysu jeszcze przed końcem 2021. Nasze prognozy PKB pozostają bez większych zmian wobec grudnia.

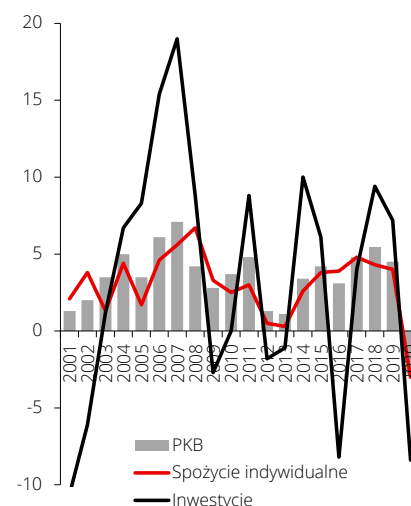
■ Od początku pandemii twierdziliśmy, że będzie ona miała efekt dezinflacyjny. I faktycznie, zaczęliśmy rok 2020 z inflacją w trendzie wzrostowym zbliżającą się do 5%, a skończyliśmy spadkiem nieco poniżej celu 2,5%. Sądzymy, że w 2021 inflacja będzie względnie stabilna blisko celu, a potencjał do dalszej dezinflacji jest już mniejszy: na początku roku efekty ujemnej luki popytowej i wysokiej bazy będą neutralizowane przez kolejne podwyżki cen energii i podatków, a w drugim półroczu ożywienie popytu może zacząć generować presję na wzrost cen.

■ Narodowy Bank Polski zdołał nas ostatnio ponownie zaskoczyć interweniując pod koniec 2020 bezpośrednio na rynku walutowym w celu osłabienia złotego i sugerując, że dalszych obniżek stóp procentowych, nawet poniżej zera, nie można wykluczyć w I kw. 2021. Jak to wpływa na nasze postrzeganie perspektyw polityki pieniężnej? Po pierwsze, wciąż zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca kadencji RPP (początek 2022). Prezes NBP powiedział, że obniżek stóp nie można wykluczyć, ale jedynie w przypadku wyraźnego pogorszenia perspektyw gospodarczych. Tymczasem, naszym zdaniem dobre dane makro i ostatnie informacje nie uzasadniają istotnego pogorszenia prognoz dla Polski. Przeciwnie – naszym zdaniem najbliższa projekcja NBP, która zostanie opublikowana na początku marca, pokaże wyraźną poprawę wobec poprzedniej edycji z listopada (ta ostatnia była dość pesymistyczna, przynajmniej na 2020-21 r.). Ponadto, fakt, że NBP skorzystał z interwencji walutowych potwierdza naszym zdaniem, że dalsze obniżki stóp są dość daleko na liście możliwych działań polityki pieniężnej, zgodnie z naszymi rozważaniami z połowy 2020 r. (patrz: [MAKROskop str.s 23-24](#)).

■ Uważamy, że w najbliższych tygodniach a nawet miesiącach groźba interwencji walutowych banku centralnego może zakotwiczyć złotego w okolicy 4,50 za euro. Jednak w średnim terminie złoty ma potencjał do aprecjacji ze względu na relatywnie dobre perspektywy gospodarki i wysoką nadwyżkę na rachunku bieżącym. Naszym zdaniem w drugiej połowie 2021 r., kiedy spadnie ryzyko materializacji negatywnych scenariuszy ekonomicznych, a globalne nastroje rynkowe ulegną poprawie, NBP nie będzie już widział potrzeby bezpośredniego oddziaływania na rynek walutowy i w efekcie pod koniec roku złoty może wrócić do prepandemicznego poziomu 4,30 za euro.

■ Na rynku stopy procentowej wciąż jesteśmy świadkami gry między lokalną nierównowagą popytu i podaży (ogromna nadpłynność w sektorze bankowym, którą jeszcze zwiększy nowy program PFR) oraz globalnymi trendami, które są pokłosiem oczekiwań co do perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji. Ten pierwszy czynnik (nadpłynność) nie tylko utrzymuje krótki koniec krzywej rentowności na niskim poziomie, ale ma też coraz większy wpływ na dłuższe papiery. Możliwe, że wyraźniejszego wzrostu rentowności nie uświadczymy przed drugą połową roku.

Wzrost PKB, konsumpcji i inwestycji, %



Źródło: GUS, Santander

Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

- [Gospodarka w drugim \(płytszym\) dołku](#)
- [Grudniowy zryw produkcji przemysłowej](#)
- [Sprzedaż i budownictwo odbijają](#)
- [Dane z rynku pracy powyżej oczekiwań](#)
- [CPI kończy rok tuż poniżej celu](#)

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

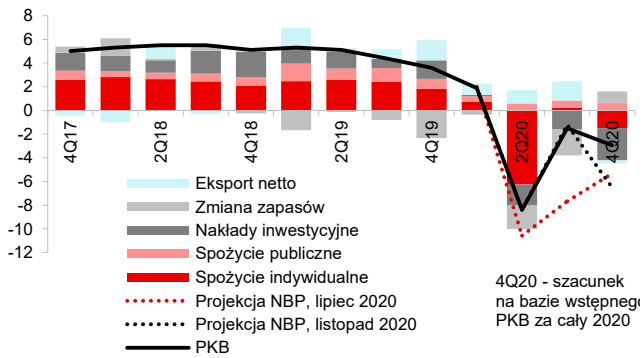
Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

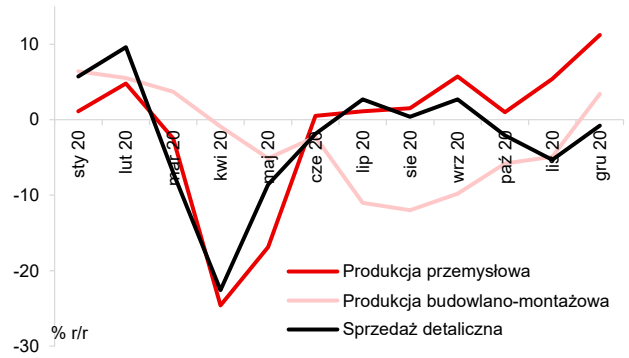
Gospodarka na wykresach

Dołek PKB w IV kw. 2020 był dużo płytszy niż w II kw.



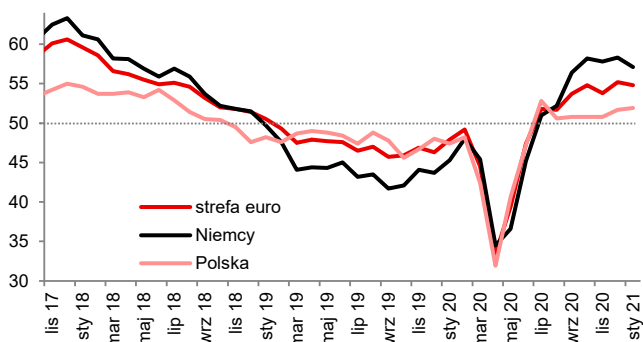
Źródło: GUS, NBP, Santander

Gospodarka zamknęła rok mocnym akcentem



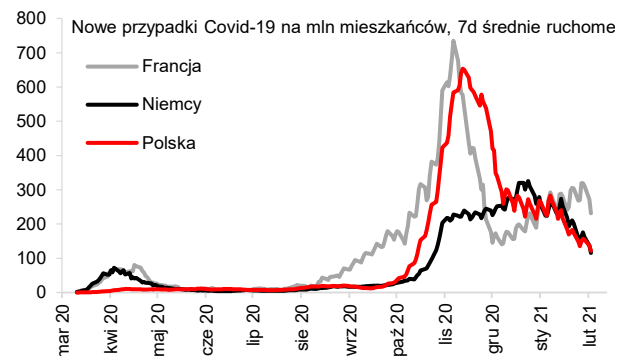
Źródło: GUS, Santander

W styczniu nastroje w europejskim przemyśle były wciąż dobre mimo dalszych restrykcji



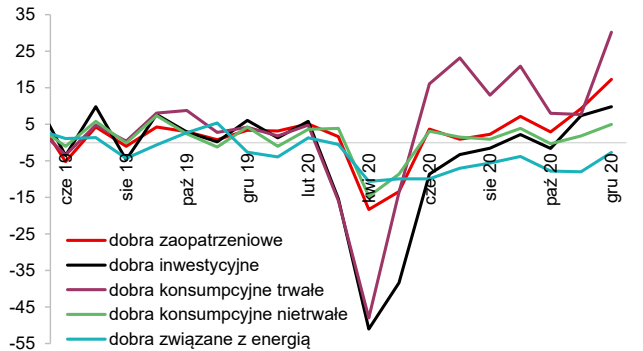
Źródło: Markit, Santander

Krzywa zachorowań w Polsce opada, rząd przygotowuje się do łagodzenia restrykcji



Źródło: Datastream, Santander

Odbicie w produkcji dotyczyło wielu działów, nie tylko konsumpcyjnych dóbr trwałych



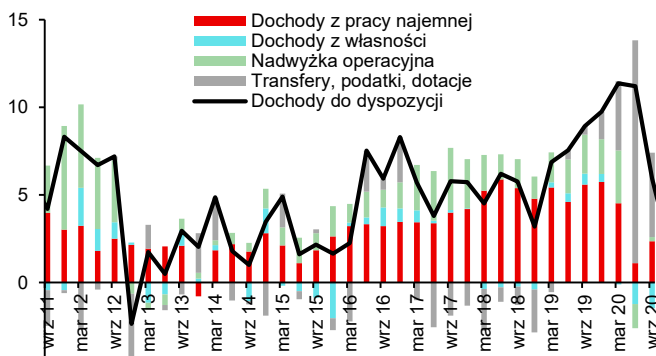
Źródło: GUS, Santander

Mimo ograniczeń społecznych Święta wsparły sprzedaż



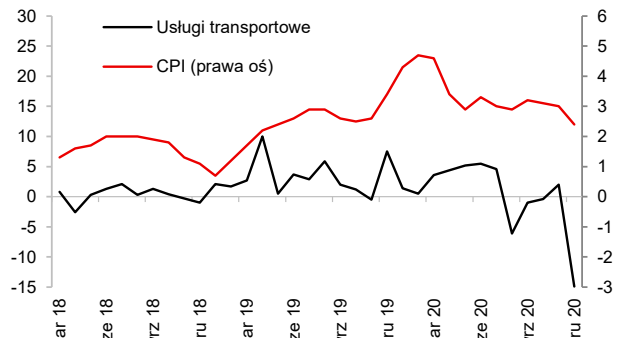
Źródło: GUS, Santander

Dochody gospodarstw domowych rosły pomimo kryzysu



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

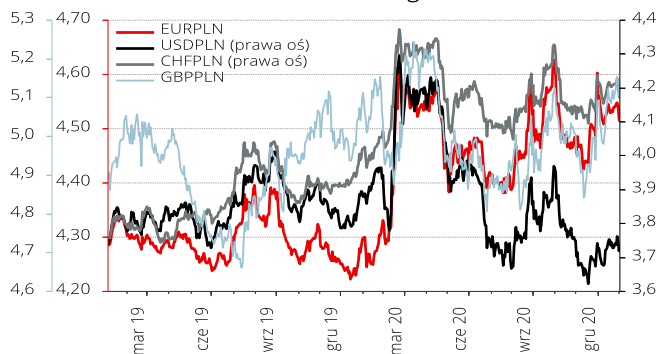
Grudniowy spadek inflacji nie musi zapowiadać ostrego hamowania w 2021



Źródło: GUS, Santander

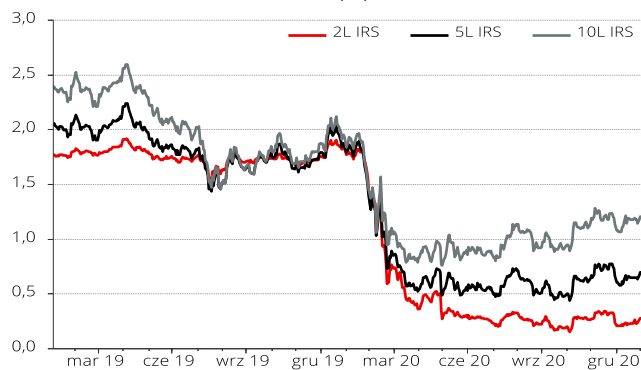
Rynek na wykresach

Notowania złotego



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

IRS (%)



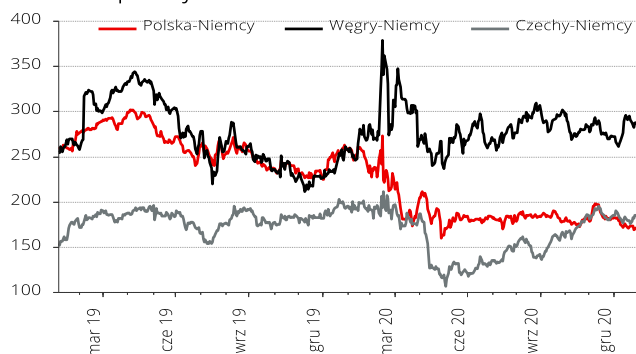
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



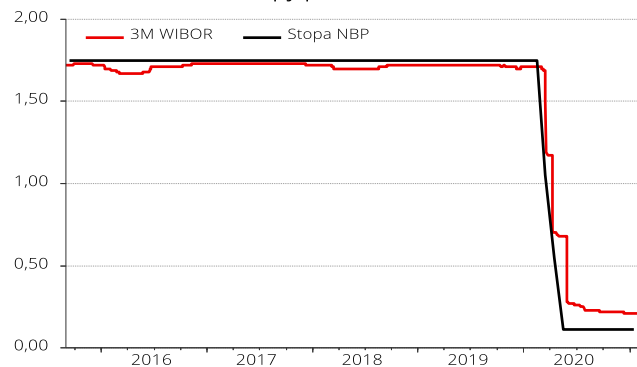
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stopy procentowe



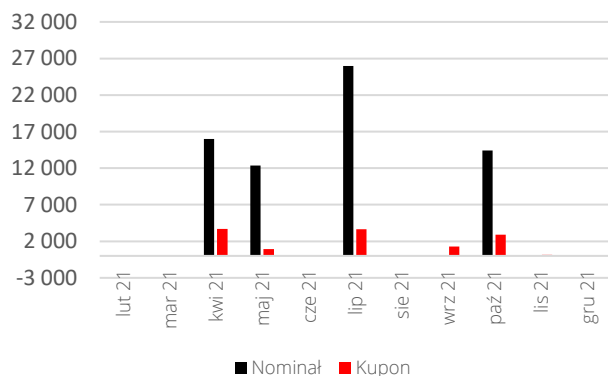
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji (%)



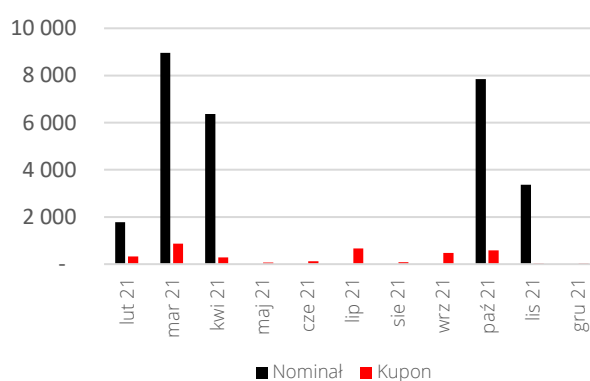
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN, mln zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wykupy obligacji i spłaty odsetek walutowych, mln zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
1 lutego PL: PMI - przemysł (I) US: ISM przemysł (I) EZ: PMI przemysł (I) DE: PMI przemysł (I)	2 CZ: Wstępny PKB (IV kw.) EZ: Wstępny PKB (IV kw.)	3 PL: Decyzja RPP US: Raport ADP (I) US: ISM – usługi (I) EZ: PMI – usługi (I) DE: PMI – usługi (I) EZ: Wstępny HICP (I)	4 HU: Sprzedaż detaliczna (XII) EZ: Sprzedaż detaliczna (XII) CZ: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia przemysłowe (XII)	5 PL: Minutes RPP DE: Zamówienia przemysłowe (XII) HU: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: Sprzedaż detaliczna (XII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I)
8 DE: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: Produkcja przemysłowa (XII)	9 DE: Eksport (XII)	10	11	12 PL: Wstępny PKB (IV kw.) CZ: CPI (I) HU: CPI (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) US: Wstępny Michigan (II)
15 PL: CPI (I) PL: Bilans płatniczy (XII) DE: Wstępny PKB (IV kw.)	16 DE: Indeks ZEW (II) EZ: Wstępny PKB (IV kw.) HU: Wstępny PKB (IV kw.)	17 PL: Zatrudnienie (I) PL: Wynagrodzenia (I) US: Sprzedaż domów (I) US: Produkcja przemysłowa (I)	18 PL: Produkcja przemysłowa (I) PL: PPI (I) EZ: HICP (I) US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Indeks Philly Fed (II)	19 PL: Sprzedaż detaliczna (I) PL: Produkcja budowlana (I) DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – usługi (II) US: Sprzedaż domów (I)
22 PL: Podaż pieniądza M3 (I) DE: Indeks Ifo (II) DE: PKB (IV kw.)	23 PL: Stopa bezrobocia (I) HU: Decyzja banku centralnego	24 US: Sprzedaż nowych domów (I)	25 US: Drugi szacunek PKB (IV kw.) US: Zamówienia na dobra trwałe (I) US: Niezakończona sprzedaż domów (I)	26 PL: PKB (IV kw.) US: Dochody i wydatki osobiste (I) US: Michigan (II)
1 marca PL: PMI - przemysł (II) US: ISM przemysł (II) EZ: PMI przemysł (II) DE: PMI przemysł (II) HU: PKB (IV kw.)	2 DE: Sprzedaż detaliczna (I) EZ: Wstępny HICP (II) CZ: PKB (IV kw.)	3 PL: Decyzja RPP EZ: PMI – usługi (II) DE: PMI – usługi (II) US: ISM – usługi (II) US: Raport ADP (II)	4 HU: Sprzedaż detaliczna (I) EZ: Sprzedaż detaliczna (I)	5 DE: Zamówienia przemysłowe (I) HU: Produkcja przemysłowa (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2021 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	21		11	22		10	22		9	28		16
Decyzja Fed	27		17	28		16	28		22		3	15
Decyzja RPP		3	3	7	5	9	8		8	6	3	8
Minutes RPP	15	5	5	9	7	11	9	26		8	5	10
Szybki szacunek PKB*		12			14			13			12	
PKB*		26			31			31			30	
Inflacja CPI	15	15	15	15	14	15	15	13	15	15	15	15
Inflacja bazowa			16	16	17	16	16	16	16	18	16	16
Ceny producenta	22	18	18	22	21	21	20	19	20	20	22	20
Produkcja przemysłowa	25	18	18	22	21	21	20	19	20	20	22	20
Sprzedaż detaliczna	22	19	19	22	24	22	21	20	21	21	23	21
Płace brutto, zatrudnienie	21	17	17	21	20	18	19	18	17	19	19	17
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31									
Bilans płatniczy	13	15	16	13								
Podaż pieniądza	26	22	22	23								

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów *dane kwartalne

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20	sty 21	lut 21
PMI	pkt.	47,4	48,2	42,4	31,9	40,6	47,2	52,8	50,6	50,8	50,8	50,8	51,7	51,9	52,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	4,8	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,2	0,1	3,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	6,4	5,5	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-11,0	-12,0	-9,8	-5,8	-4,9	3,4	-12,8	-11,3
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-4,5	-2,5
Stopa bezrobocia	%	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,6	6,6
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,7	5,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-1,3	-1,4
Eksport (w euro)	% r/r	4,9	8,0	-6,6	-29,6	-19,3	3,9	1,7	1,9	6,1	3,8	9,5	12,5	-3,3	3,0
Import (w euro)	% r/r	3,9	0,9	-3,9	-28,9	-27,3	-7,4	-4,3	-4,7	1,8	-3,5	5,3	7,4	-7,8	-1,5
Bilans handlowy	mln EUR	378	797	-77	-12	1 337	2 219	786	863	1 486	1 755	1 756	999	1 235	1 691
Rachunek bieżący	mln EUR	2 756	1 100	805	823	1 560	3 175	625	1 093	1 517	2 356	1 725	823	3 454	2 007
Rachunek bieżący	% PKB	0,6	0,9	1,1	1,2	1,5	2,1	2,4	2,7	2,8	3,3	3,4	2,7	2,8	3,0
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	3,4	-3,3	-9,4	-18,9	-25,9	-17,1	-16,3	-13,3	-13,8	-12,1	-13,2	-94,7	1,1	-7,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-	3,0	8,6	17,3	23,7	15,7	14,9	12,2	12,6	11,0	12,1	86,6	-1,4	9,3
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,7	2,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,7	3,8	3,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,9	0,2	-0,3	-1,3	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,0	0,5	0,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,3	9,4	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8	16,2	17,0	17,0	16,1	16,4	15,5	14,6
Zobowiązania	% r/r	9,7	9,7	10,6	12,1	14,1	15,8	14,4	13,9	14,5	13,9	12,8	12,3	13,7	13,0
Należności	% r/r	6,3	5,5	6,4	5,9	4,3	2,9	1,3	0,1	0,1	0,8	-0,1	0,2	-1,1	-1,4
EUR/PLN	PLN	4,25	4,28	4,43	4,54	4,53	4,44	4,45	4,40	4,47	4,52	4,49	4,48	4,54	4,54
USD/PLN	PLN	3,83	3,92	4,01	4,18	4,16	3,94	3,88	3,72	3,79	3,84	3,78	3,68	3,73	3,76
CHF/PLN	PLN	3,95	4,02	4,19	4,31	4,28	4,15	4,15	4,09	4,14	4,21	4,16	4,14	4,20	4,19
Stopa referencyjna *	%	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M	%	1,71	1,71	1,45	0,83	0,66	0,27	0,25	0,23	0,23	0,22	0,22	0,21	0,21	0,20
Rentowność obligacji 2L	%	1,53	1,53	1,11	0,71	0,51	0,21	0,11	0,13	0,09	0,01	0,03	0,08	0,29	0,05
Rentowność obligacji 5L	%	1,90	1,76	1,49	1,10	0,94	0,78	0,74	0,72	0,67	0,51	0,41	0,47	0,46	0,53
Rentowność obligacji 10L	%	2,23	2,08	1,84	1,48	1,41	1,39	1,35	1,34	1,35	1,27	1,21	1,29	1,22	1,21

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska;

* wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2018	2019	2020	2021	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
PKB	mld PLN	2 121,6	2 287,7	2 323,4	2 495,8	556,4	528,2	582,5	656,3	560,7	599,4	630,0	705,8
PKB	% r/r	5,4	4,5	-2,8	4,6	1,9	-8,4	-1,5	-2,9	-2,0	9,1	5,2	6,1
Popyt krajowy	% r/r	5,6	3,5	-3,7	4,6	1,0	-9,5	-3,2	-2,8	-3,6	9,6	5,6	6,7
Spożycie indywidualne	% r/r	4,3	4,0	-3,0	4,6	1,2	-10,8	0,4	-3,0	-3,5	12,0	3,5	7,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,4	7,2	-8,4	5,4	0,9	-10,7	-9,0	-10,7	-7,0	5,0	5,0	12,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,9	4,2	-1,1	11,7	0,9	-13,6	3,2	5,2	7,4	30,4	7,7	4,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	19,7	3,6	-3,5	0,4	5,0	-2,8	-10,9	-2,0	-10,3	-4,5	3,1	8,3
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	6,5	5,1	-2,9	3,8	0,8	-10,7	1,0	-2,8	1,8	10,7	-1,2	3,8
Stopa bezrobocia *	%	5,8	5,2	6,2	6,3	5,4	6,1	6,1	6,2	6,6	6,1	6,1	6,3
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	7,2	5,4	5,5	7,7	3,8	4,8	5,5	5,1	5,3	5,6	5,9
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,6	2,2	-0,9	0,6	0,6	-1,7	-1,5	-1,0	-1,0	1,9	1,0	0,6
Eksport (w euro)	% r/r	7,4	7,3	-0,6	13,4	1,7	-16,0	3,3	8,3	5,4	37,0	10,4	5,8
Import (w euro)	% r/r	10,3	3,8	-5,5	11,8	0,2	-22,7	-2,3	2,6	1,2	35,9	8,6	7,3
Bilans handlowy	mln EUR	-6 219	1 204	12 630	17 823	1 081	3 904	3 135	4 510	3 608	5 863	4 469	3 884
Rachunek bieżący	mln EUR	-6 518	2 611	19 338	18 657	4 623	6 576	3 235	4 904	6 120	6 183	3 259	3 095
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	0,5	3,7	3,3	1,0	2,3	3,0	3,7	4,0	3,8	3,7	3,3
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-0,2	-0,7	-8,4	-5,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	2,3	3,4	2,5	4,5	3,2	3,1	2,9	2,5	2,9	2,2	2,3
Inflacja (CPI) *	% r/r	1,1	3,4	2,4	2,3	4,6	3,3	3,2	2,4	2,5	2,9	2,2	2,3
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,7	2,0	3,9	2,2	3,4	3,8	4,2	4,1	3,4	2,2	1,6	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	1,2	-0,6	0,5	0,3	-1,3	-1,1	-0,2	0,7	1,4	0,3	-0,4
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	9,2	8,3	16,4	5,4	8,3	18,1	17,0	16,4	13,7	10,9	8,1	5,4
Zobowiązania *	% r/r	8,7	8,5	12,3	7,8	10,6	15,8	14,5	12,3	12,6	7,2	7,6	7,8
Należności *	% r/r	7,6	5,2	0,2	3,0	6,4	2,9	0,1	0,2	-2,9	-0,3	0,7	3,0
EUR/PLN	PLN	4,26	4,30	4,44	4,42	4,32	4,50	4,44	4,50	4,54	4,49	4,35	4,30
USD/PLN	PLN	3,61	3,84	3,89	3,66	3,92	4,09	3,79	3,77	3,75	3,74	3,61	3,54
CHF/PLN	PLN	3,69	3,86	4,15	3,95	4,05	4,24	4,13	4,17	4,17	4,01	3,85	3,79
Stopa referencyjna *	%	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	0,67	0,20	1,62	0,59	0,24	0,22	0,20	0,20	0,20	0,20
Rentowność obligacji 2L	%	1,59	1,56	0,50	0,14	1,39	0,48	0,11	0,04	0,14	0,13	0,14	0,15
Rentowność obligacji 5L	%	2,51	1,99	0,96	0,61	1,72	0,94	0,71	0,46	0,51	0,59	0,64	0,71
Rentowność obligacji 10L	%	3,21	2,41	1,52	1,38	2,05	1,43	1,35	1,26	1,22	1,33	1,43	1,53

Źródło: GUS NBP MF Santander Bank Polska ; * wartość na koniec okresu

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 1.02.2021 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