

## MAKROskop Lite

### Gorączka reflacji

■ Idzie wiosna, ale na wyraźne podgrzanie temperatury w gospodarce trzeba będzie jeszcze trochę poczekać. Na horyzoncie widać już trzecią falę Covid-19, więc całkiem prawdopodobne, że z lekkiego łagodzenia restrykcji, na które zdecydowała się Polska w połowie lutego, trzeba się będzie wycofać w najbliższych tygodniach. Częściowo już to się dzieje, na razie na poziomie regionalnym. Jednocześnie proces szczepień przyspiesza i Polska na tle innych krajów UE wygląda pod tym względem bardzo dobrze, ale to wciąż niewystarczające tempo, żeby osiągnąć już niebawem wymierne efekty.

■ Polski przemysł kontynuuje szybką ekspansję za sprawą rosnącego popytu krajowego i zagranicznego. To dobra wiadomość i naszym zdaniem ten trend się utrzyma. Ale to nie wystarczy, żeby nastąpiło znaczące ożywienie gospodarcze, dopóki funkcjonujemy w warunkach pełzających restrykcji i ogromnej niepewności – czego przykładem są wyniki IV kw. 2020, kiedy to PKB skurczył się o 0,7 kw/kw (po korekcie sezonowej), chociaż wartość dodana w przemyśle wzrosła o 2% kw/kw.

■ Naszym zdaniem początek roku będzie okresem wciąż obniżonej aktywności ekonomicznej, ze wzrostem PKB kw/kw (odsezonowanym) tylko nieznacznie powyżej zera w I kwartale i być może w następnym jeśli trzecia fala pandemii się przedłuży (wzrost w ujęciu r/r będzie się poprawiał głównie ze względu na efekty niskiej bazy). Widzimy rosnące ryzyko, że mocniejsze ożywienie gospodarcze może to nastąpić nieco później niż do tej pory zakładaliśmy. Nadal jednak uważamy, że w II półroczu br. dojdziemy do punktu, w którym (dzięki masowym szczepieniom) niepewność dot. pandemii znacznie spadnie, co odblokuje popyt i mocno ożywi wzrost gospodarczy. Nasza prognoza PKB na ten rok pozostaje na poziomie 4,6% r/r.

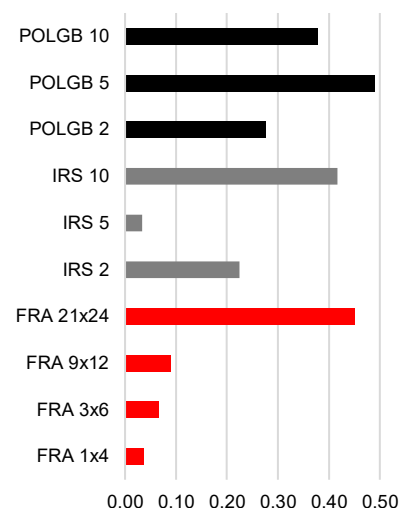
■ Reflacja była głównym tematem na rynkach finansowych w ostatnim okresie, do czego przyczyniła się seria wyższych od oczekiwań publikacji inflacji w wielu krajach, coraz więcej sygnałów dot. zakłóceń w łańcuchach dostaw powodujących presję kosztową w przemyśle i wzrost cen surowców, a także oczekiwania dot. wpływu dużego pakietu stymulacji fiskalnej w USA. W Polsce inflacja CPI wzrosła w styczniu do 2,7% r/r, w dużej części za sprawą podwyżek podatków i opłat administracyjnych, ale też wyższych cen żywności i paliw, natomiast inflacja HICP wzrosła do 3,7% r/r i pozostaje najwyższa w UE. Co więcej, w badaniach koniunktury pojawia się coraz więcej sygnałów nt. presji na łańcuchy dostaw i wzrostu kosztów produkcji oraz ich przełożeniu na ceny końcowe. Nadal przewidujemy, że inflacja bazowa będzie się w tym roku obniżać, do poniżej 2% r/r w II półroczu, za sprawą ograniczonego popytu konsumentów na początku roku i wysokiej bazy w dalszych miesiącach. Niemniej, podnieśliśmy prognozę CPI w reakcji na wzrost światowych cen surowców: inflacja będzie w ciągu roku wahać się między 2,5% a 3,5%.

■ Polski bank centralny w styczniu zaczął sygnalizować możliwość obniżek stóp procentowych, ale w lutym powrócił do bardziej neutralnego przekazu, sygnalizując, że nie są wykluczone ani obniżki ani podwyżki. Na marcowym posiedzeniu RPP zapozna się z nowymi wynikami prognoz NBP, które naszym zdaniem zostaną zrewidowane w górę w przypadku PKB i pozostaną mniej więcej bez zmian w przypadku inflacji (nieco powyżej celu). Nie będzie to dostarczało nowych argumentów, aby ponownie skrócić w stronę bardziej gołębiego nastawienia polityki pieniężnej. Niemniej, bank centralny może próbować przytłumić rosnące oczekiwania rynkowe nt. zacieśnienia polityki pieniężnej w kolejnych latach (rynek FRA zaczął wyceniać podwyżki o ok. 60pb do końca 2022 r.).

■ Rentowności obligacji mocno wzrosły w lutym. Wyprzedaż na polskim rynku była ostatecznie większa niż na rynkach bazowych, chociaż początkowo reakcja krajowych papierów była niewielka (spread do 10L Bundów spadł do 162pb, po czym wzrósł do 185pb). W przypadku rynków bazowych widzimy potencjał do stabilizacji, a może nawet odreagowania po znacznym osłabieniu, np. jeśli inwestorzy poczną rozczarowanie implementacją pakietu fiskalnego w USA. Jednak krajowe obligacje nie muszą podążać za rynkiem globalnym krok w krok, ponieważ dynamika wyprzedaży była duża i determinowana dużymi zleceniami przy małej płynności. Z drugiej strony, przestrzeń do wzrostu rentowności jest nadal ograniczona m.in. programem kupu aktywów przez NBP, który jeśli będzie trzeba może stabilizować rynek.

■ EURPLN waha się od dwóch miesięcy w pobliżu 4,50 i naszym zdaniem pozostanie w trendzie bocznym w najbliższych tygodniach, za sprawą groźby interwencji walutowej NBP i niepewności przed werdyktem SN w sprawie kredytów walutowych. Nadal wierzymy, że złoty umocni się w II półroczu, kiedy ożywienie gospodarki będzie blisko.

#### Zmiany rentowności obligacji i stawek na rynku stopy procentowej 1 lutego - 1 marca



Źródło: Bloomberg, Santander

#### Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

- [Druga fala pociągnęła PKB w dół](#)
- [Gdzie ten popyt odłożony?](#)
- [Duże spadki w sprzedaży i budownictwie](#)
- [Produkcja lepsza niż się wydaje](#)
- [Zatrudnienie w dół przez rewizję próby](#)
- [Styczniowa inflacja powyżej konsensusu](#)
- [Inflacja się nie poddaje](#)

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

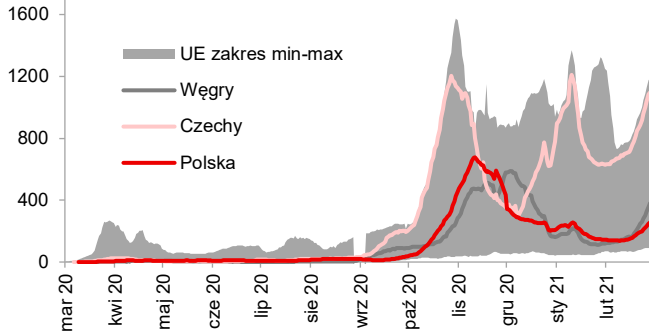
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
email: ekonomia@santander.pl  
www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
Maciej Reluga – Główny Ekonomista  
tel. 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87  
Marcin Luziński 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

### Trzecia fala Covid-19 dotarła do regionu CEE

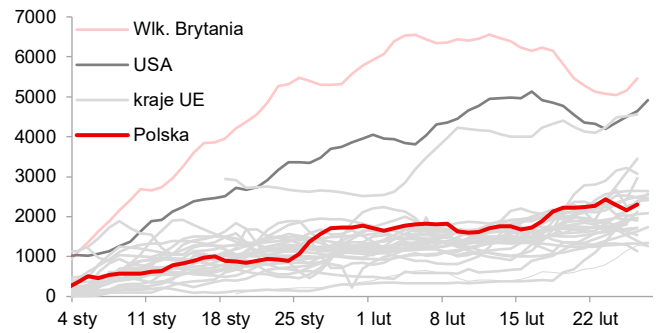
Dzienne nowe przypadki Covid-19 na mln mieszkańców



Źródło: ourworldindata.org, Santander

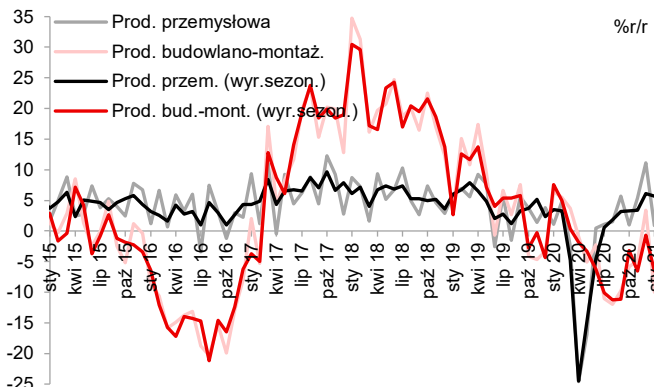
### Mniejsze dostawy szczepionek opóźniły uodparnianie Europy

Dzienne nowe szczepienia na mln mieszkańców



Źródło: ourworldindata.org, Santander

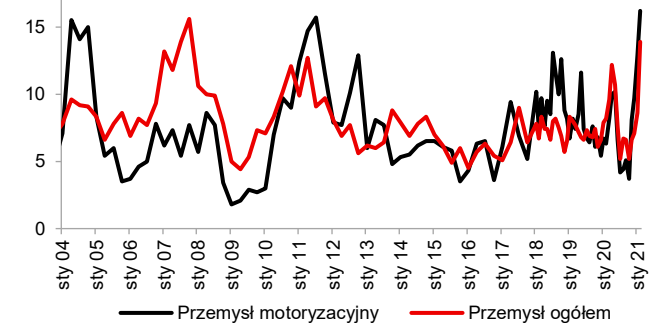
### Aktywność pozostała wysoka w styczniu...



Źródło: GUS, Santander

### ... pomimo rosnących niedoborów surowców i materiałów

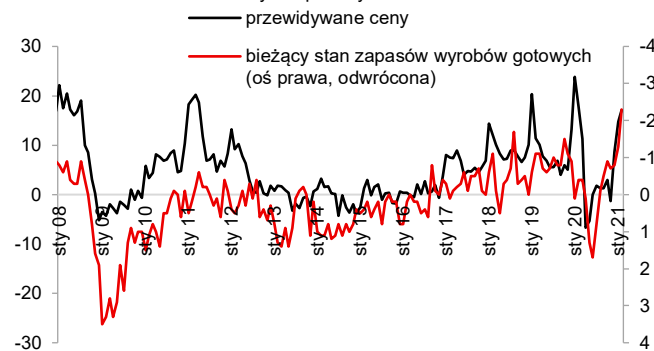
Odsetek wskaźników na niedobór surowców, materiałów i półfabrykatów jako barierę działalności



Źródło: GUS, Santander

### Przez niedobory spadły zapasy dóbr, narosła presja kosztowa

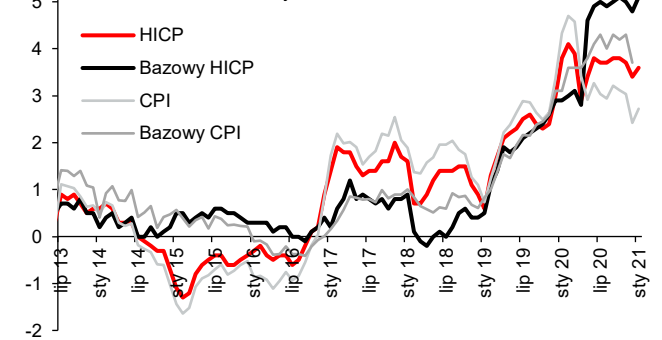
Wskaźniki koniunktury dla przemysłu



Źródło: GUS, Santander

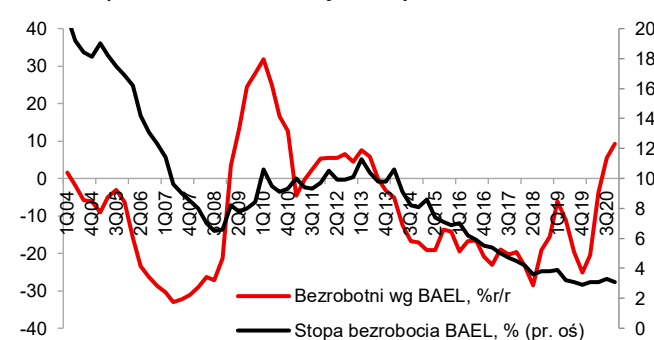
### ... stanowiąc ryzyko w górę dla już wysokiej inflacji

Inflacja w Polsce, %/r



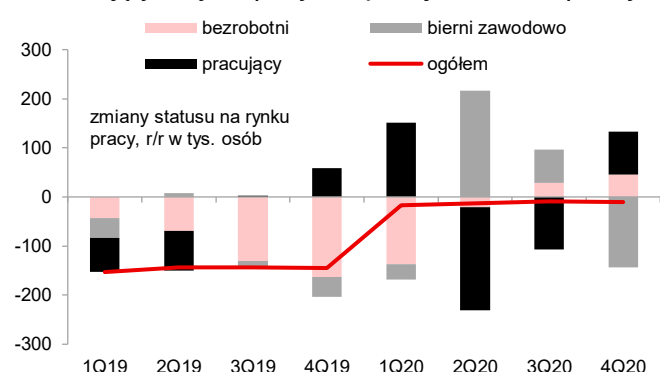
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

### Dochody konsumentów nie są zagrożone: stopa bezrobocia BAEL była wciąż stabilna w IV kw.



Źródło: GUS, Eurostat, Santander

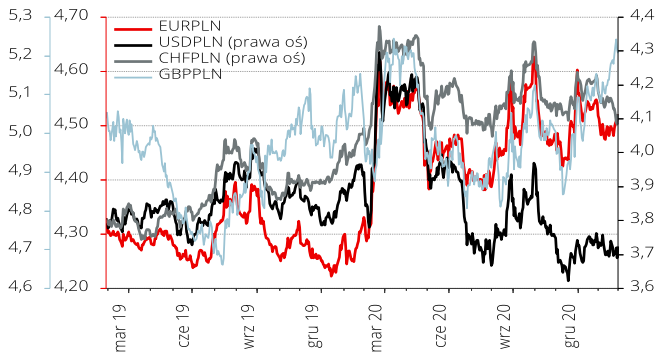
### Powracający na rynek pracy zaczęli znajdować nowe posady



Źródło: GUS, Santander

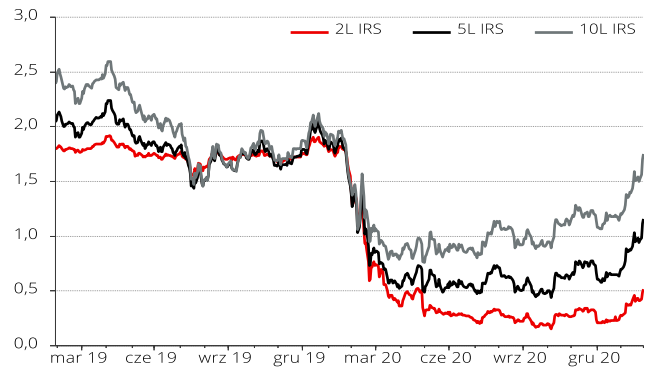
Rynek na wykresach

Notowania złotego



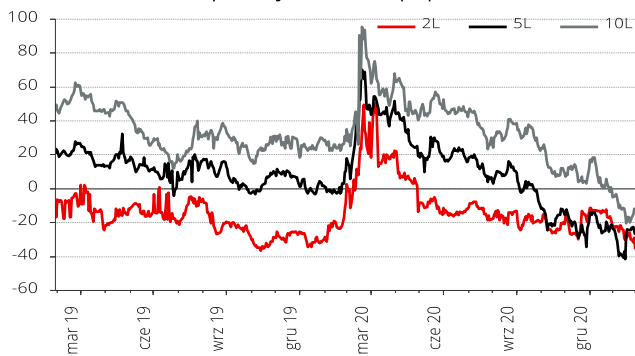
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

IRS (%)



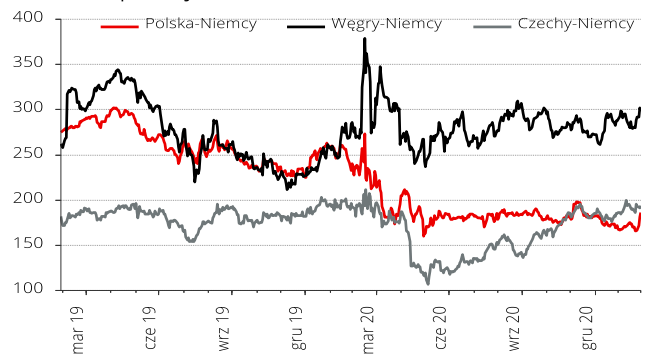
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



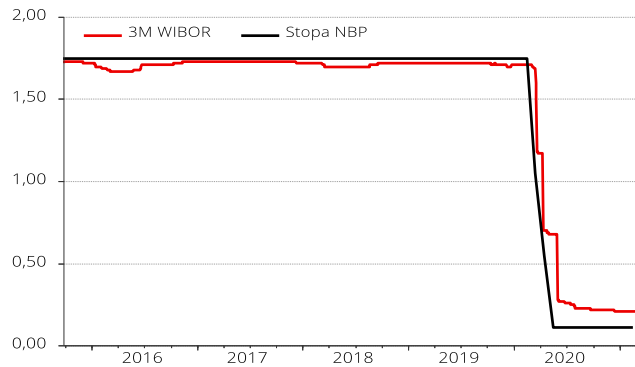
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



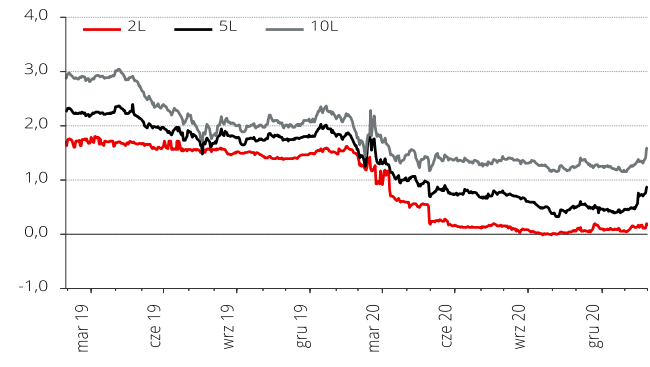
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stopy procentowe



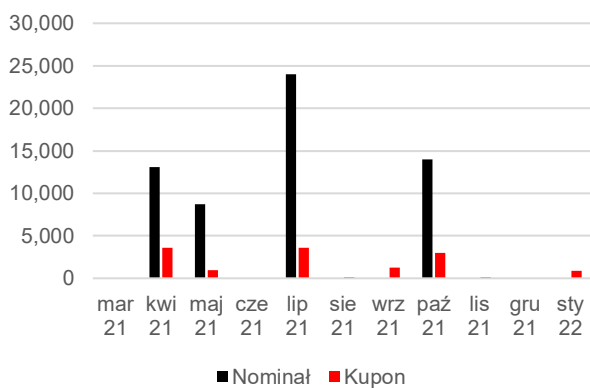
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji (%)



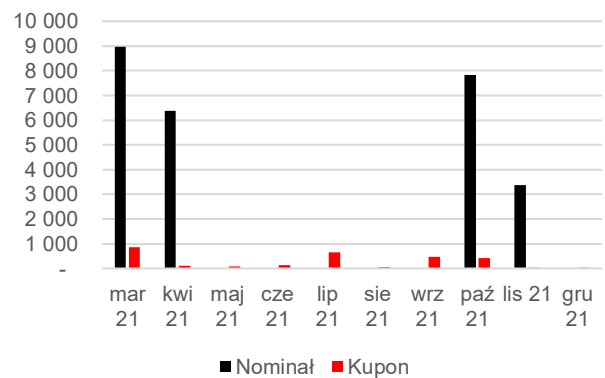
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

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
<b>1 marca</b> <b>PL: PMI - przemysł (II)</b> US: ISM przemysł (II) EZ: PMI przemysł (II) DE: PMI przemysł (II) HU: PKB (IV kw.)	2 EZ: Wstępny HICP (II) CZ: PKB (IV kw.)	3 <b>PL: Decyzja RPP</b> EZ: PMI – usługi (II) DE: PMI – usługi (II) US: ISM – usługi (II) US: Raport ADP (II)	4 EZ: Sprzedaż detaliczna (I)	5 <b>PL: Konferencja prezesa NBP</b> DE: Zamówienia przemysłowe (I) HU: Produkcja przemysłowa (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II)
8 DE: Produkcja przemysłowa (I)	9 HU: CPI (II) EZ: PKB (IV kw.)	10 CZ: CPI (II) US: CPI (II)	11 EZ: Decyzja EBC	12 CZ: Produkcja przemysłowa (I) EZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Wstępny Michigan (III)
15 <b>PL: CPI (II)</b> CZ: Sprzedaż detaliczna (I)	16 <b>PL: Bilans płatniczy (I)</b> <b>PL: Inflacja bazowa (I, II)</b> DE: Indeks ZEW (III) US: Sprzedaż detaliczna (II) US: Produkcja przemysłowa (II)	17 <b>PL: Zatrudnienie (II)</b> <b>PL: Wynagrodzenia (II)</b> EZ: HICP (II) US: Rozpoczęte budowy domów (II) US: Decyzja Fed	18 <b>PL: Produkcja przemysłowa (II)</b> <b>PL: PPI (II)</b> US: Indeks Philly Fed (III)	19 <b>PL: Sprzedaż detaliczna (II)</b>
22 <b>PL: Podaż pieniądza M3 (II)</b> US: Sprzedaż domów (II)	23 <b>PL: Stopa bezrobocia (II)</b> HU: Decyzja banku centralnego US: Sprzedaż nowych domów (II)	24 DE: Wstępny PMI – przemysł (III) DE: Wstępny PMI – usługi (III) EZ: Wstępny PMI – przemysł (III) EZ: Wstępny PMI – usługi (III) US: Zamówienia na dobra trwałe (II) CZ: Decyzja banku centralnego	25 US: PKB (IV kw.)	26 DE: Indeks Ifo (III) US: Dochody i wydatki osobiste (II) US: Michigan (III)
29	30 US: Indeks nastroju konsumentów (III)	31 EZ: Wstępny HICP (III) US: Raport ADP (III) US: Niezakończona sprzedaż domów (II)	<b>1 kwietnia</b> <b>PL: PMI - przemysł (III)</b> US: ISM przemysł (III) EZ: PMI przemysł (III) DE: PMI przemysł (III) CZ: PKB (IV kw.) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III)	2

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	Około 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

		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	mar 21
PMI	pkt.	48,2	42,4	31,9	40,6	47,2	52,8	50,6	50,8	50,8	50,8	51,7	51,9	53,4	54,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,4	11,1	0,9	4,7	16,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,5	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-11,0	-12,0	-9,8	-5,8	-4,9	3,4	-10,0	-9,3	-5,7
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,8	-6,0	-3,7	10,8
Stopa bezrobocia	%	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2	6,5	6,4	6,4
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	6,6	4,8	5,3	5,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,0	-2,0	-1,8	-1,2
Eksport (w euro)	% r/r	8,0	-6,6	-29,6	-19,3	3,9	1,7	1,9	6,1	3,8	10,1	14,8	1,9	4,5	18,5
Import (w euro)	% r/r	0,9	-3,9	-28,9	-27,3	-7,4	-4,3	-4,7	1,8	-3,5	5,3	13,6	-0,6	0,5	15,0
Bilans handlowy	mln EUR	797	-77	-12	1 337	2 219	786	863	1 486	1 755	1 872	333	881	1 607	584
Rachunek bieżący	mln EUR	1 100	805	823	1 560	3 175	625	1 093	1 517	2 356	2 116	430	3 124	2 119	728
Rachunek bieżący	% PKB	0,9	1,1	1,2	1,5	2,1	2,4	2,7	2,8	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-3,3	-9,4	-18,9	-25,9	-17,1	-16,3	-13,3	-13,8	-12,1	-13,2	-85,0	6,6	1,3	-3,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	3,0	8,6	17,3	23,7	15,7	14,9	12,2	12,6	11,0	12,1	77,7	-8,1	-1,6	4,3
Inflacja (CPI)	% r/r	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4	2,7	2,6	2,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	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	3,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,2	-0,3	-1,3	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	0,1	0,7	1,2	2,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,4	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8	16,2	17,0	17,0	16,1	16,4	15,4	14,4	13,4
Zobowiązania	% r/r	9,7	10,6	12,1	14,1	15,8	14,4	13,9	14,5	13,9	12,8	12,3	12,2	11,4	11,0
Należności	% r/r	5,5	6,4	5,9	4,3	2,9	1,3	0,1	0,1	0,8	-0,1	0,2	-0,7	-1,3	-2,6
EUR/PLN	PLN	4,28	4,43	4,54	4,53	4,44	4,45	4,40	4,47	4,52	4,49	4,48	4,54	4,50	4,50
USD/PLN	PLN	3,92	4,01	4,18	4,16	3,94	3,88	3,72	3,79	3,84	3,78	3,68	3,73	3,72	3,69
CHF/PLN	PLN	4,02	4,19	4,31	4,28	4,15	4,15	4,09	4,14	4,21	4,16	4,14	4,20	4,15	4,17
Stopa referencyjna *	%	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	0,10
WIBOR 3M	%	1,71	1,45	0,83	0,66	0,27	0,25	0,23	0,23	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21	0,20
Rentowność obligacji 2L	%	1,53	1,11	0,71	0,51	0,21	0,11	0,13	0,09	0,01	0,03	0,08	0,05	0,10	0,07
Rentowność obligacji 5L	%	1,76	1,49	1,10	0,94	0,78	0,74	0,72	0,67	0,51	0,41	0,47	0,42	0,67	0,68
Rentowność obligacji 10L	%	2,08	1,84	1,48	1,41	1,39	1,35	1,34	1,35	1,27	1,21	1,29	1,21	1,32	1,55

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	2 317,1	2 497,7	556,4	528,2	582,5	650,0	559,0	597,5	631,7	709,5
PKB	% r/r	5,4	4,5	-2,8	4,6	1,9	-8,4	-1,5	-2,8	-1,9	8,4	5,0	6,8
Popyt krajowy	% r/r	5,6	3,5	-3,9	4,5	1,0	-9,5	-3,2	-3,4	-3,9	9,0	5,6	7,3
Spożycie indywidualne	% r/r	4,3	4,0	-3,0	4,2	1,2	-10,8	0,4	-3,2	-4,0	11,0	3,5	7,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,4	7,2	-8,5	5,4	0,9	-10,7	-9,0	-10,9	-7,0	5,0	5,0	12,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,9	4,2	-1,1	11,0	0,9	-13,6	3,2	5,2	7,6	29,2	6,8	3,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	19,7	3,6	-3,5	2,8	5,0	-2,8	-10,9	-2,0	-8,0	-2,3	5,5	10,8
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	6,5	5,1	-2,9	0,0	0,8	-10,7	1,0	-2,8	-0,5	6,2	-5,2	-0,2
Stopa bezrobocia *	%	5,8	5,2	6,2	6,1	5,4	6,1	6,1	6,2	6,4	6,0	5,9	6,1
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	7,2	5,3	5,8	7,7	3,8	4,8	5,0	5,4	5,6	5,9	6,2
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,6	2,2	-0,9	0,2	0,6	-1,7	-1,5	-1,0	-1,4	1,5	0,6	0,2
Eksport (w euro)	% r/r	7,4	7,3	-0,2	12,4	1,7	-15,6	3,4	9,1	7,1	34,4	8,7	4,3
Import (w euro)	% r/r	10,3	3,8	-4,8	11,1	0,2	-21,6	-2,3	4,4	3,8	32,6	7,3	5,8
Bilans handlowy	mld EUR	-6 219	1 204	11 698	16 063	1 081	3 519	3 138	3 960	3 075	5 571	4 239	3 178
Rachunek bieżący	mld EUR	-6 518	2 611	18 289	17 947	4 623	5 527	3 237	4 902	5 973	5 891	3 029	3 053
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	0,5	3,5	3,2	1,0	2,1	2,8	3,5	3,8	3,8	3,6	3,2
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-0,2	-0,7	-8,4	-5,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	2,3	3,4	3,0	4,5	3,2	3,1	2,9	2,7	3,5	2,8	2,9
Inflacja (CPI) *	% r/r	1,1	3,4	2,4	2,9	4,6	3,3	3,2	2,4	2,7	3,5	2,8	2,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,7	2,0	3,9	2,1	3,4	3,8	4,2	4,1	3,4	2,1	1,6	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	1,2	-0,6	1,5	0,3	-1,3	-1,1	-0,2	1,3	2,6	1,5	0,7
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	9,2	8,3	16,4	4,4	8,3	18,1	17,0	16,4	13,4	10,4	7,4	4,4
Zobowiązania *	% r/r	8,7	8,5	12,3	6,6	10,6	15,8	14,5	12,3	11,0	5,8	6,3	6,6
Należności *	% r/r	7,6	5,2	0,2	3,3	6,4	2,9	0,1	0,2	-2,6	0,1	0,9	3,3
EUR/PLN	PLN	4,26	4,30	4,44	4,41	4,32	4,50	4,44	4,50	4,51	4,49	4,35	4,30
USD/PLN	PLN	3,61	3,84	3,89	3,64	3,92	4,09	3,79	3,77	3,71	3,71	3,60	3,54
CHF/PLN	PLN	3,69	3,86	4,15	4,05	4,05	4,24	4,13	4,17	4,18	4,14	3,97	3,89
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	0,21	0,20	0,20	0,20
Rentowność obligacji 2L	%	1,59	1,56	0,50	0,12	1,39	0,48	0,11	0,04	0,08	0,13	0,14	0,15
Rentowność obligacji 5L	%	2,51	1,99	0,96	0,76	1,72	0,94	0,71	0,46	0,59	0,71	0,83	0,89
Rentowność obligacji 10L	%	3,21	2,41	1,52	1,61	2,05	1,43	1,35	1,26	1,36	1,59	1,69	1,78

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 1.03.2021 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](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*