

## MAKROskop Lite

### Prognozy obniżonej trwałości

Termin przydatności do spożycia prognoz makroekonomicznych mocno się skrócił w post-pandemicznej rzeczywistości. Dotyczy to w szczególności prognoz inflacji, co wynika m.in. z dużej zmienności na rynkach surowcowych i energetycznych, dyskrecjonalnych działań rządów dot. m.in. zmian w podatkach, ale też z tego, że nie w pełni udało się jeszcze rozpoznać jak dokładnie i jak trwale zmieniła się natura procesów inflacyjnych i indeksacyjnych w porównaniu do świata przed pandemią. Od kilku miesięcy kolejne publikacje CPI systematycznie przekraczają prognozy, przesuując w górę przewidywaną trajektorię inflacji. **W aktualnym scenariuszu bazowym zakładamy, że stopa inflacji w Polsce osiągnie lokalny szczyt ok. 9% r/r w styczniu, po czym do wakacji zejdzie do ok. 7% pod wpływem rządowej „tarczy antyinflacyjnej”, następnie odbije do ok. 10% w sierpniu-wrześniu i do III kw. 2023 pozostanie w wysokim przedziale 7-9% r/r (średnia inflacja w 2022 r. może być wyraźnie powyżej 8%) i w końcu spadnie do ok. 3% na koniec 2023.** Należy się liczyć z tym, że ta ścieżka może się dalej istotnie zmieniać, m.in. ze względu na możliwe przedłużenie obniżek podatków pośrednich oraz ryzyko wystąpienia nowych zaburzeń na rynkach surowców (np. w przypadku konfliktu Rosja-Ukraina). Mniej zmienna jest trajektoria inflacji bazowej, która nieubłaganie pnie się w górę, sygnalizując narastającą wewnętrzną presję cenową, i wg naszych przewidywań w połowie br. osiągnie rekordowy poziom niemal 7% r/r, po czym zacznie stopniowo opadać.

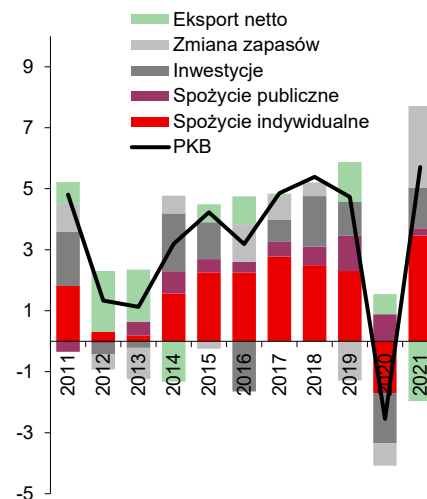
W ślad za zmianą perspektyw inflacji przesuują się oczekiwania dot. skali możliwych podwyżek stóp procentowych. Instrumenty rynku finansowego wyceniają obecnie wzrost stóp międzybankowych do ok. 4,8% w horyzoncie 6-9 miesięcy. Wsparciem dla takiej wyceny rynkowej były m.in. niedawne wypowiedzi prezesa NBP Adama Glapińskiego, wg którego bank centralny ma jeszcze „znaczną przestrzeń do podwyżek”, a perspektywy gospodarki pozostają dobre. Rozpoczął się proces wymiany członków RPP i za wcześniej jeszcze, żeby przesądzić jak to wpłynie na proces decyzyjny w Radzie. Wydaje się jednak bardzo prawdopodobne, że prezes NBP (który ma poparcie Prezydenta RP na drugą kadencję) zachowa decydujący wpływ na kształt polityki pieniężnej. **W efekcie, spodziewamy się, że RPP będzie kontynuować podwyżki stóp na najbliższych spotkaniach krokami o 50 pb. Stopa referencyjna NBP wzrośnie naszym zdaniem do 4,0% w maju br.** Obniżenie dynamiki CPI w I półroczu powstrzyma wg nas skłonność do mocniejszych podwyżek stóp, a wznowieniu cyklu pod koniec roku nie będzie sprzyjać przybliżająca się perspektywa spowolnienia gospodarki w 2023 r. Szanse na podwyżki stóp w skali większej niż do 4% wzrosłyby, gdyby RPP zdecydowała się w najbliższych miesiącach przejść na kroki większe niż 50 pb, czego nie zakładamy. W tym scenariuszu wzrosłoby też prawdopodobieństwo dość szybkich obniżek stóp w odpowiedzi na wyraźne schłodzenie popytu w przyszłym roku.

Bank centralny zacieśniając politykę pieniężną dość mocno akcentuje troskę o utrzymanie wzrostu gospodarczego i jak na razie wyniki krajowej gospodarki są bardzo dobre. Wg wstępnych danych wzrost PKB w 2021 r. wyniósł 5,7%, co wg naszych szacunków oznacza, że w IV kw. realny PKB wzrósł o ponad 7% r/r (ponad 1% kw/kw po korekcie sezonowej) i był ok. 4,5% powyżej poziomu sprzed pandemii. **Wciąż przewidujemy, że dynamika PKB w 2022 r. będzie zbliżona do 5%, ale będzie to w dużym stopniu pochodną dobrego początku roku, natomiast w II półroczu efekty hamowania popytu (m.in. pod wpływem podwyżek stóp) będą już coraz bardziej wyraźne.** Prognozy PKB na 2023 będą już zdecydowanie mniej optymistyczne.

Pomimo dobrych wyników gospodarki i podwyżek stóp procentowych krajowa waluta pozostaje osłabiona za sprawą czynników ryzyka, wśród których wymienilibyśmy przede wszystkim: obawy o zamrożenie środków z UE, ryzyko eskalacji konfliktu między Rosją a Ukrainą, nowa mocna fala Covid-19. **Sytuacja raczej nie zmieni się znacząco w najbliższych tygodniach, więc nie spodziewamy się wyraźnego umocnienia złotego.** Tym bardziej, że zapowiedziany na 16 lutego wyrok TSUE w sprawie mechanizmu warunkowości może otworzyć drzwi KE do wstrzymywania wypłat dla Polski i Węgier.

Rynek finansowy wycenił już dużą skalę podwyżek stóp procentowych NBP. Jednak zanim stanie się oczywiste, że (jak sądzymy) faktyczne podwyżki mogą się okazać skromniejsze, krzywe mogą jeszcze nieco pójść w górę w najbliższych tygodniach pod wpływem krajowych danych inflacyjnych i rosnących oczekiwań co do zacieśnienia polityki Fed i EBC.

#### Wzrost PKB i jego struktura, %



Źródło: GUS, Santander

#### Ostatnio publikowane

##### Komentarze ekonomiczne:

- [Wzrost wysoki ale struktura słaba](#)
- [Wysoka aktywność pod koniec roku](#)
- [Szerokie odbicie CPI potwierdzone](#)
- [To wciąż jeszcze nie koniec](#)
- [Wysoka aktywność w handlu i budownictwie](#)
- [Znakomity wzrost produkcji, PPI wysoko](#)

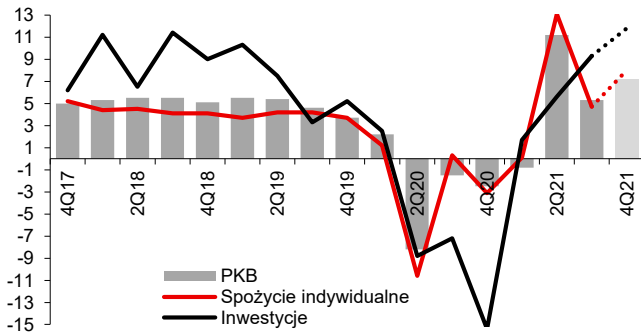
#### Departament Analiz Ekonomicznych:

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 691 393 119  
 Marcin Luźniński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

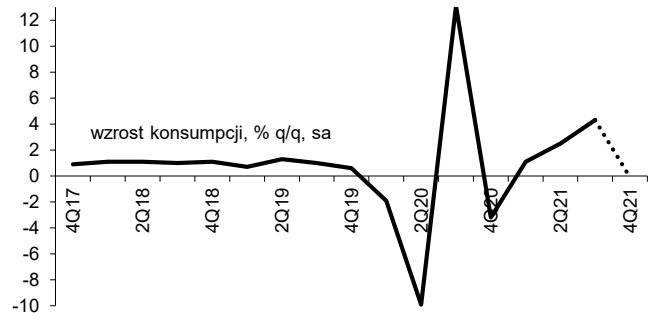
Gospodarka na wykresach

W IV kw. wzrost PKB pozostał solidny...



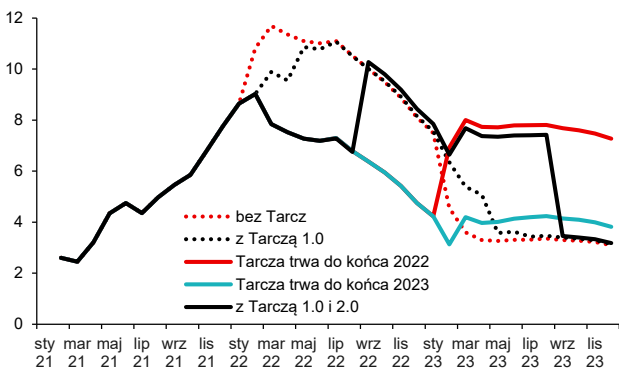
Źródło: GUS, Parkiet, Santander

... choć konsumpcja prywatna rozczarowała



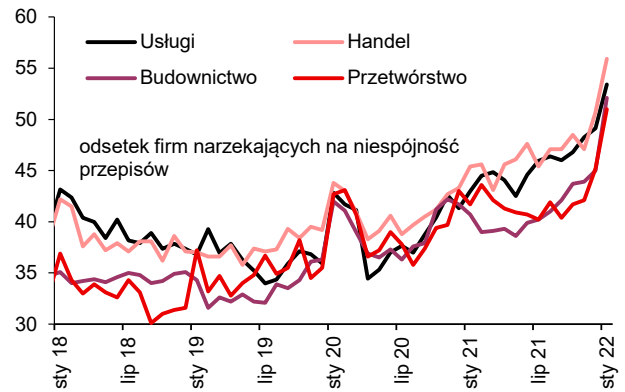
Źródło: GUS, NBP, Santander

Inflacja zaskakuje w górę, długość trwania „tarcz” rządowych wpłynie na trajektorię CPI



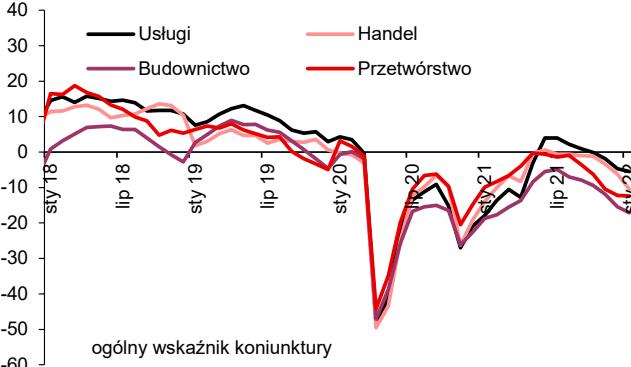
Źródło: GUS, Santander

Zmienność przepisów utrudnia firmom działalność



Źródło: GUS, Santander

Nastroje pogorszyły się w firmach ...



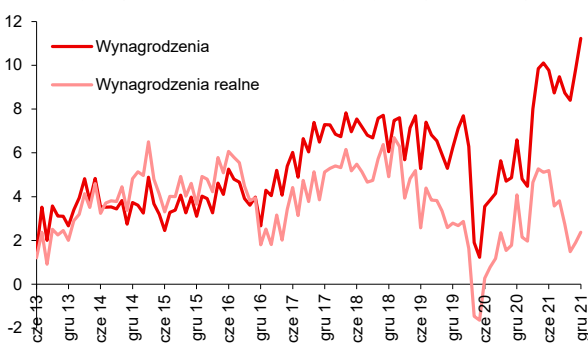
Źródło: GUS, Santander

... jak i wśród konsumentów



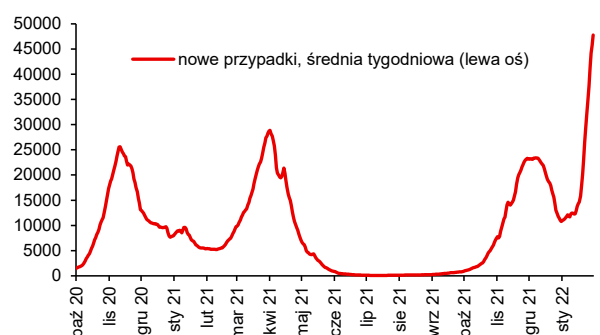
Źródło: Bloomberg, Santander

Wynagrodzenia wciąż rosną szybciej od inflacji



Źródło: GUS, Santander

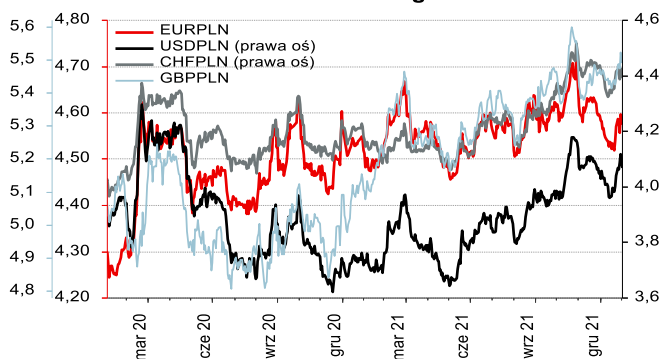
Liczba zakażeń Covid-19 rekordowa, ale nie spodziewamy się mocnych restrykcji



Źródło: Michał Rogalski, Santander

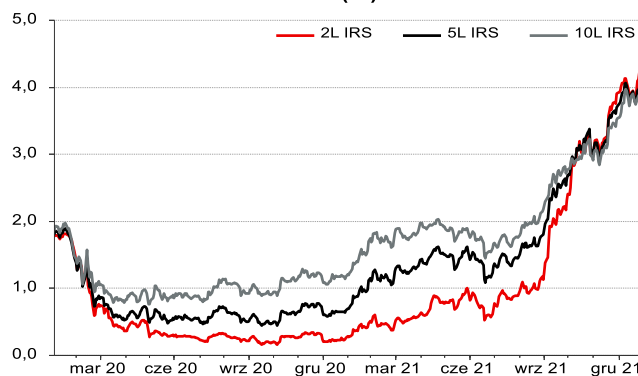
## Rynek na wykresach

### Notowania złotego



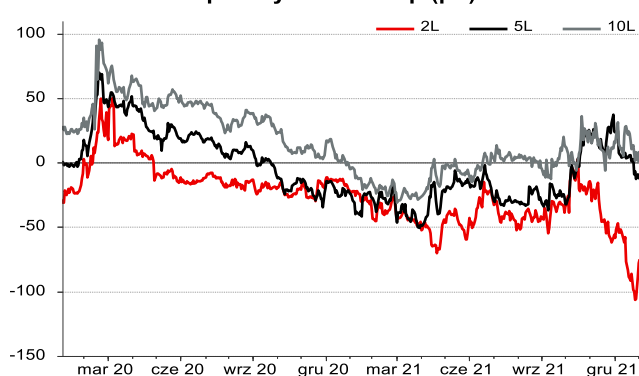
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### IRS (%)



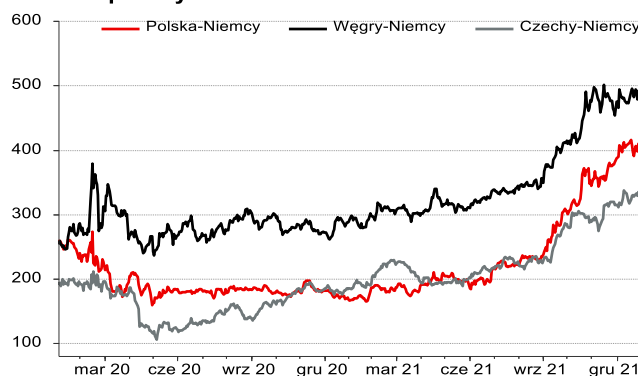
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Spready asset swap (pb)



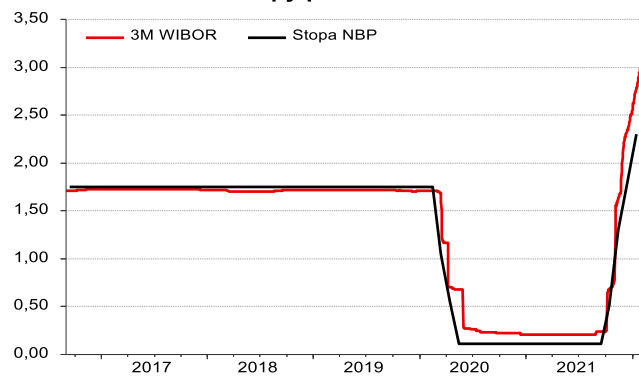
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Spready 10-letnich rentowności do Bunda



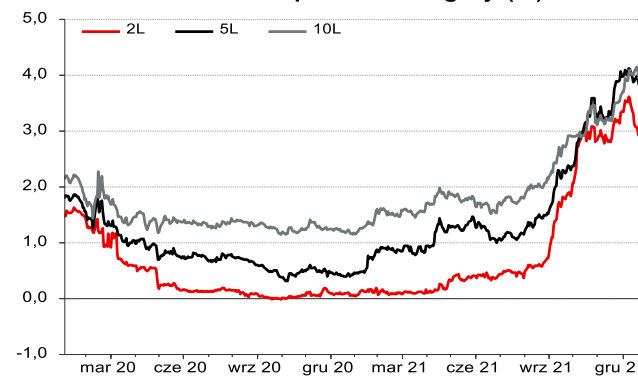
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Stopy procentowe



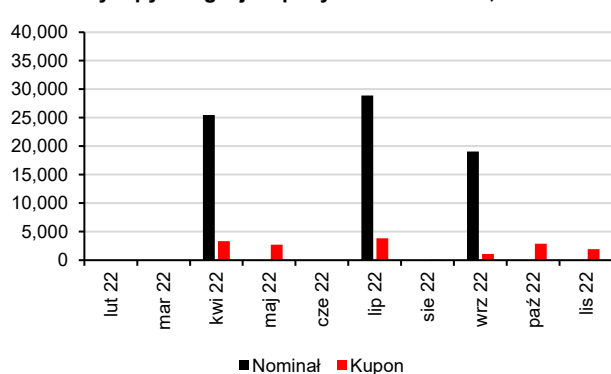
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Rentowności polskich obligacji (%)



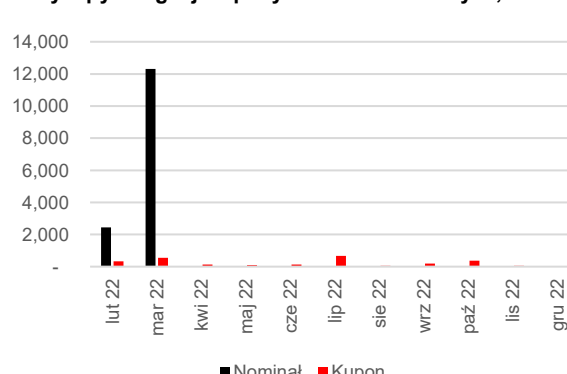
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### 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 Lutego</b> <b>PL: PMI przemysł (Sty)</b> CZ: PMI przemysł (Sty) CZ: PKB (4Q21, wstępne) HU: PMI przemysł (Sty) DE: PMI przemysł (Sty) DE: Stopa bezrobocia (Sty) EZ: PMI przemysł (Sty) EZ: Stopa bezrobocia (Gru) US: ISM przemysł (Sty)	2 EZ: HICP (Sty, wstępne) US: ADP zmiana zatrudnienia (Sty)	3 CZ: CNB decyzja w/s stóp proc. HU: Sprzedaż detaliczna (Gru) DE: PMI usługi (Sty) EZ: EBC decyzja w/s stóp proc. EZ: PMI usługi (Sty) EZ: PPI (Gru) US: ISM usługi (Sty)	4 HU: Prod. przemysłowa (Gru) DE: Zamówienia przemysłowe (Gru) EZ: Sprzedaż detaliczna (Gru) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Sty) US: Stopa bezrobocia (Sty)
7 CZ: Prod. przemysłowa (Gru) DE: Prod. przemysłowa (Gru)	8 <b>PL: NBP decyzja w/s stóp proc.</b> CZ: Sprzedaż detaliczna (Gru)	9 HU: MNB minutes DE: Bilans handlowy (Gru)	10 <b>PL: minutes RPP</b> US: inflacja CPI (Sty)	11 HU: CPI (Sty) DE: HICP (Sty) US: Indeks Michigan (Lut, wstępne)
14 <b>PL: Rachunek obrotów bieżących (Gru)</b> CZ: CPI (Sty) EZ: Produkcja przemysłowa (Gru)	15 <b>PL: PKB 4Q21 (wstępne)</b> <b>PL: CPI (Sty, wstępne)</b> HU: PKB (3Q21, wstępne) DE: ZEW (Lut) EZ: PKB (4Q21, wstępne) US: PPI (Sty)	16 <b>PL: Wyrok TSUE nt. mechanizmu warunkowości</b> US: Sprzedaż detaliczna (Sty) US: Prod. przemysłowa (Sty) US: FOMC minutes	17 US: Rozpoczęcie budów domów (Sty)	18 <b>PL: Płace i zatrudnienie (Sty)</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (Sty)</b> <b>PL: PPI (Sty)</b> US: Sprzedaż domów (Sty)
21 <b>PL: Produkcja budowlana (Sty)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (Sty)</b> DE: PPI (Sty) DE: PMI (Lut, wstępne) EZ: PMI (Lut, wstępne)	22 <b>PL: M3 (Sty)</b> HU: MNB decyzja w/s stóp proc. DE: Ifo (Lut) US: PMI (Lut, wstępne) US: Nastroje konsumentów (Lut)	23 CZ: PPI (Sty) DE: Nastroje konsumentów (Gru) EZ: HICP (Sty) EZ: infl. bazowa (Sty)	24 US: PKB (4Q21, drugi odczyt)	25 EZ: M3 (Sty) EZ: ESI (Lut) US: Dochody osobiste (Sty) US: Inflacja PCE (Sty) US: zamówienia dóbr trwałych (Sty) US: Niezakończona sprzedaż domów (Sty)
28 <b>PL: PKB (3Q21)</b> US: Zapasy hurtowników (Sty)				

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2022 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC		3	10	14		9	21		8	27		15
Decyzja Fed	26		16		4	15	27		21		2	14
Decyzja RPP	4	8	8	6	5	8	7		7	5	9	7
Minutes RPP	7	10	10	8	6	10	8	25		7	10	9
Szybki szacunek PKB*		15			17			17			15	
PKB*		28			31			31			30	
Inflacja CPI	14	15	15	15	13	15	15	12	15	14	15	15
Inflacja bazowa			16	16	17	16	16	16	16	18	16	16
Ceny producenta	21	18	18	21	20	21	20	19	20	20	22	20
Produkcja przemysłowa	21	18	18	21	20	21	20	19	20	20	22	20
Sprzedaż detaliczna	24	21	21	22	23	22	21	22	21	21	23	21
Płace brutto, zatrudnienie	21	18	18	21	20	21	20	19	20	20	22	20
Handel zagraniczny	17	15	15	15	17	15	15	16	15	14	17	15
Bilans płatniczy*			31									
Bilans płatniczy	13	14	16	13								
Podaż pieniądza	26	22	22	25								

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

## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		sty 21	lut 21	mar 21	kwi 21	maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22
PMI	pkt.	51.9	53.4	54.3	53.7	57.2	59.4	57.6	56.0	53.4	53.8	54.4	56.1	54.5	53.9
Produkcja przemysłowa	% r/r	0.7	2.5	18.6	44.2	29.7	18.1	9.5	13.0	8.7	7.6	14.8	16.7	13.6	14.4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10.1	-16.9	-10.8	-4.2	4.7	4.5	3.2	10.2	4.2	4.1	12.7	3.1	2.9	7.1
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	-6.0	-2.7	17.1	25.7	19.1	13.0	8.9	10.7	11.1	14.4	21.2	16.9	22.7	18.0
Stopa bezrobocia	%	6.5	6.5	6.4	6.3	6.1	5.9	5.8	5.8	5.6	5.5	5.4	5.4	5.5	5.5
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4.8	4.5	8.0	9.9	10.1	9.8	8.7	9.5	8.7	8.4	9.8	11.2	9.7	10.1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-2.0	-1.7	-1.3	0.9	2.7	2.8	1.8	0.9	0.6	0.5	0.7	0.5	2.0	1.9
Eksport (w euro)	% r/r	1.0	5.6	27.7	66.6	41.4	23.4	12.0	18.1	12.7	9.7	14.2	20.7	19.7	21.0
Import (w euro)	% r/r	-3.7	6.0	23.6	55.6	52.7	36.6	20.8	30.7	21.8	20.9	29.0	32.6	23.2	24.5
Bilans handlowy	mln EUR	1,286	736	694	1,463	221	515	-837	-1,272	-77	-218	-632	-1,624	881	166
Rachunek bieżący	mln EUR	2,034	652	71	1,582	-38	-494	-1,362	-1,530	-651	-856	-1,112	-2,997	1,361	-57
Rachunek bieżący	% PKB	2.8	2.7	2.7	2.9	2.6	1.8	1.5	1.1	0.7	0.3	-0.2	-0.8	-0.9	-1.0
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	6.6	0.9	-3.4	9.2	9.4	28.0	35.3	43.4	47.6	51.9	50.4	-35.1	-	-
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-8.1	-1.1	4.2	-11.1	-11.4	-34.0	-42.8	-52.7	-57.8	-63.0	-61.2	42.6	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2.6	2.4	3.2	4.3	4.7	4.4	5.0	5.5	5.9	6.8	7.8	8.6	9.0	8.1
Inflacja bazowa po wyt. cen żywności i energii	% r/r	3.9	3.7	3.9	3.9	4.0	3.5	3.7	3.9	4.2	4.5	4.7	5.3	5.7	6.3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1.0	2.2	4.2	5.5	6.6	7.2	8.4	9.6	10.3	12.0	13.6	14.2	14.1	14.6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	16.8	16.3	14.4	11.2	9.0	7.4	8.8	9.1	8.6	8.6	10.1	8.9	8.7	8.3
Zobowiązania	% r/r	12.2	12.0	11.8	9.1	7.0	5.7	7.1	7.4	7.0	7.4	9.4	8.8	9.9	9.3
Należności	% r/r	-0.8	-0.8	-2.1	-1.6	-0.3	0.2	1.9	2.3	2.7	3.5	4.8	5.1	5.5	6.3
EUR/PLN	PLN	4.54	4.50	4.60	4.56	4.52	4.50	4.56	4.57	4.57	4.59	4.65	4.61	4.55	4.59
USD/PLN	PLN	3.73	3.72	3.86	3.81	3.73	3.74	3.86	3.88	3.88	3.96	4.07	4.08	4.02	4.11
CHF/PLN	PLN	4.20	4.14	4.16	4.14	4.12	4.12	4.21	4.24	4.21	4.29	4.42	4.43	4.38	4.31
Stopa referencyjna *	%	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.50	1.25	1.75	2.25	2.75
WIBOR 3M	%	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.23	0.61	1.56	2.35	2.78	3.18
Rentowność obligacji 2L	%	0.05	0.10	0.07	0.09	0.17	0.35	0.36	0.40	0.54	1.55	2.80	3.04	3.31	3.63
Rentowność obligacji 5L	%	0.42	0.67	0.86	0.85	1.17	1.30	1.15	0.11	1.40	2.14	3.07	3.53	3.98	4.05
Rentowność obligacji 10L	%	1.21	1.32	1.54	1.56	1.82	1.79	1.63	1.76	2.02	2.61	3.07	3.34	4.00	4.10

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

\* wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2019	2020	2021	2022	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
PKB	mld PLN	2,293.2	2,326.7	2,595.8	2,953.8	587.4	617.0	647.5	744.0	677.1	702.5	733.5	840.6
PKB	% r/r	4.7	-2.5	5.7	4.7	-0.8	11.2	5.3	7.2	6.6	5.8	3.9	3.1
Popyt krajowy	% r/r	3.6	-3.4	8.2	4.9	0.3	12.4	8.6	11.4	7.3	6.5	3.6	3.0
Spożycie indywidualne	% r/r	4.0	-3.0	6.2	5.5	0.1	13.1	4.7	8.0	8.9	7.0	3.0	3.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6.1	-9.0	8.0	7.1	1.7	5.6	9.3	11.8	-2.5	12.0	10.0	7.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4.2	-1.1	14.5	7.9	7.8	30.2	10.5	12.9	11.8	9.4	8.9	2.2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	3.6	-3.5	1.6	2.5	-12.5	1.8	5.8	6.3	4.6	-2.9	4.2	3.9
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.1	-3.0	7.5	3.0	1.2	14.4	6.1	9.0	10.2	6.7	-0.7	-2.6
Stopa bezrobocia *	%	5.2	6.2	5.4	4.8	6.4	5.9	5.6	5.4	5.4	4.9	4.8	4.8
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	5.3	8.8	9.2	6.6	9.6	9.4	9.6	9.5	9.4	9.2	8.7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.2	-1.0	0.2	1.5	-1.4	1.1	0.9	0.3	1.4	1.5	1.5	1.7
Eksport (w euro)	% r/r	7.3	1.3	19.3	9.9	11.3	41.6	14.1	14.5	16.6	12.5	11.7	0.4
Import (w euro)	% r/r	3.6	-3.4	25.8	13.4	8.7	47.7	24.1	27.3	19.8	16.1	16.2	3.3
Bilans handlowy	mld EUR	1,527	12,472	257	-9,312	2,713	2,204	-2,186	-2,474	1,092	57	-5,637	-4,824
Rachunek bieżący	mld EUR	2,523	15,287	-4,694	-9,643	2,746	1,066	-3,541	-4,965	777	-597	-5,103	-4,721
Rachunek bieżący	% PKB	0.5	2.9	-0.8	-1.5	2.7	1.8	0.7	-0.8	-1.1	-1.4	-1.6	-1.5
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-0.7	-7.1	-2.0	-2.5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2.3	3.4	5.1	8.5	2.8	4.5	5.4	7.7	8.3	7.5	9.2	8.8
Inflacja (CPI) *	% r/r	3.4	2.4	8.6	8.1	3.2	4.4	5.9	8.6	7.8	7.6	10.1	8.1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2.0	3.9	4.1	6.3	3.8	3.8	3.9	4.8	6.1	6.6	6.5	5.8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1.2	-0.6	7.9	11.1	2.5	6.4	9.4	13.3	14.1	12.6	10.5	7.1
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	8.3	16.4	9.1	6.4	14.4	7.4	8.6	8.9	7.5	8.1	7.1	6.4
Zobowiązania *	% r/r	8.5	12.3	8.8	6.4	11.8	5.7	7.0	8.8	8.8	9.9	9.4	6.4
Należności *	% r/r	5.2	0.2	5.1	7.5	-2.1	0.2	2.7	5.1	6.9	8.7	8.6	7.5
EUR/PLN	PLN	4.30	4.44	4.56	4.57	4.54	4.53	4.57	4.62	4.58	4.59	4.56	4.54
USD/PLN	PLN	3.84	3.89	3.86	4.01	3.77	3.76	3.87	4.04	4.10	4.11	3.97	3.86
CHF/PLN	PLN	3.86	4.15	4.22	4.22	4.17	4.13	4.22	4.37	4.30	4.25	4.18	4.14
Stopa referencyjna *	%	1.50	0.10	1.75	4.00	0.10	0.10	0.10	1.75	3.25	4.00	4.00	4.00
WIBOR 3M	%	1.72	0.67	0.54	3.91	0.21	0.21	0.22	1.50	3.17	4.01	4.23	4.23
Rentowność obligacji 2L	%	1.56	0.50	0.79	3.80	0.08	0.20	0.43	2.47	3.57	3.80	3.88	3.98
Rentowność obligacji 5L	%	1.99	0.96	1.39	4.06	0.65	1.10	0.89	2.91	4.03	4.08	4.08	4.05
Rentowność obligacji 10L	%	2.41	1.52	1.97	4.12	1.35	1.73	1.80	3.01	4.07	4.11	4.14	4.18

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 1.02.2022 r. zostało przygotowane przez:

**DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH**

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

Email: [ekonomia@santander.pl](mailto:ekonomia@santander.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

tel. 22 534 1888 Email: [maciej.reluga@santander.pl](mailto:maciej.reluga@santander.pl)

<b>Piotr Bielski</b>	– Dyrektor	691 393 119
<b>Marcin Luzziński</b>	– Ekonomista	510 027 662
<b>Grzegorz Ogonek</b>	– Ekonomista	609 224 857



## 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. i jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którymkolwiek 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](mailto:ekonomia@santander.pl), [www.santander.pl](http://www.santander.pl)*