

## MAKROskop Lite

### Podchodzenie do szczytu

■ Jak pisaliśmy już wcześniej, krajowa gospodarka rozpoczęła ten rok wysoką dynamiką. W ostatnim miesiącu poznaliśmy jednak dane, które wskazują na stopniowe **pogarszanie się jej perspektyw**. Dane o PKB w I kw. 2022 r. były wprawdzie wysokie (+8,5% r/r), ale wzrost gospodarczy był generowany głównie przez zapasy, a konsumpcja wzrosła słabiej od oczekiwań. Słabo wypadła też kwietniowa produkcja budowlana, majowy PMI spadł poniżej progu 50 punktów, wyznaczającego granicę między recesją a ekspansją, a liczba wniosków o kredyty hipoteczne spadła w kwietniu o 45% r/r. Naszym zdaniem takich **negatywnych sygnałów będzie w najbliższych miesiącach coraz więcej**. Dobrą wiadomością jest odblokowanie KPO. Jednakże, ponieważ wypłaty środków są zależne od wypełnienia listy warunków, to naszym zdaniem pozytywny wpływ tego programu na wzrost gospodarczy pojawi się dopiero w 2023 r. (i to pod warunkiem, że rząd faktycznie wypełni wymagania zapisane w kamieniach milowych).

■ Inflacja wzrosła do 13,9% r/r w maju, a inflacja bazowa prawdopodobnie pobiła kolejny rekord i osiągnęła 8,5% r/r. Nadal **spodziewamy się szczytu inflacji w miesiącach letnich, na poziomie ok. 15-16% r/r, a potem stabilizację lub lekki spadek**. Na dokładniejszy przebieg ścieżki inflacyjnej istotny wpływ będą miały decyzje w sprawie tzw „Tarczy Antyinflacyjnej” (odejmuje od CPI ok. 4,0-4,5 punktu procentowego). Została ona na razie przedłużona do końca października, ale naszym zdaniem potrwa dłużej. Jakkolwiek dotychczas rząd reagował na przyspieszający wzrost cen luzowaniem polityki fiskalnej, to ostatnie wypowiedzi liderów partii rządzącej oraz brak nowych planów ekspansji podczas ostatniej konwencji PiS sugerują pewną zmianę nastawienia. Rząd nie wycofuje się jednak z wcześniejszych pomysłów, w tym powszechnych wakacji kredytowych, które naszym zdaniem poważnie naruszają mechanizm transmisji polityki pieniężnej. Od początku lipca ma wejść w życie nowa odsłona „Polskiego Ładu”, obniżająca podatek PIT.

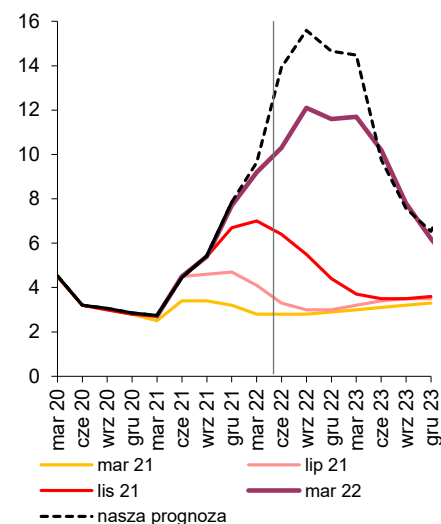
■ Pogorszenie perspektyw gospodarczych i wizja zbliżającego się szczytu inflacji wpłynęła na zmianę nastawienia prezesa NBP, Adama Glapińskiego, który po czerwcowym posiedzeniu (stopa referencyjna w górę o 75 pb, do 6,00%) zasugerował, że **RPP jest bliżej końca cyklu podwyżek niż jego początku**. Spodziewamy się kolejnej podwyżki o 75 pb w lipcu i potem o 25 pb we wrześniu, co doprowadzi stopę referencyjną do 7,00%. Nadal naszym zdaniem ryzyko jest jednak asymetrycznie skrzywione górę, przede wszystkim ze względu na możliwy kolejny szok inflacyjny jesienią (ceny żywności). Wciąż czekamy na wypełnienie dwóch wakatów w RPP.

■ Banki centralne wciąż stoją przed dylematem, czy walczyć z inflacją, czy bronić wzrostu gospodarczego. Globalnie dane gospodarcze wskazują na pewne osłabienie koniunktury, choć pozytywną wiadomością jest odblokowanie chińskich portów, wcześniej zamkniętych ze względu na Covid-19. Zbliżanie się końca cyklu podwyżek zasugerował nie tylko NBP, ale też banki centralne Czech i Węgier. **Inne banki centralne nadal jednak chcą zaostrzać politykę pieniężną**: amerykański Fed podniósł stopy już o 75 pb, a z protokołu po ostatnim posiedzeniu wynika, że podwyżki jeszcze o co najmniej 50 pb są prawdopodobne w tym roku. Tymczasem EBC mocno zasugerował na czerwcowym posiedzeniu, że od lipca stopy będą szły w górę. Oczekiwana jest także podwyżka stóp procentowych w Szwajcarii.

■ Zwrot w retoryce NBP wpłynął na obniżenie krótszych stóp rynku pieniężnego i korektę w dół rynkowych oczekiwań co do dalszych ruchów NBP (na koniec roku FRA widzi stopę referencyjną na poziomie 7,50%), ale obligacje nadal taniały. Naszym zdaniem rynek zakłada, że inflacja nadal może zaskakiwać w górę, więc **spodziewamy się dalszego wzrostu rentowności krajowych obligacji**. Wyraźniejszy spadek będzie możliwy dopiero, kiedy rynek uwierzy w koniec podwyżek krajowych stóp.

■ W ostatnich tygodniach złoty umocnił się i umocnił poniżej 4,60 za euro. Czynnikiem stojącym za aprecjacją krajowej waluty było przede wszystkim odblokowanie KPO. Po realizacji tego pozytywnego wydarzenia teraz na horyzoncie zdają się przeważać potencjalnie negatywne czynniki: perspektywa zmniejszenia różnicy stóp wobec strefy euro i USA, nadal wysoka różnica w stopach inflacji, wolniejszy wzrost PKB i narastające nierównowagi gospodarcze, obciążenie sektora bankowego kosztem stymulowania gospodarki. **To oznacza naszemu zdaniem presję na osłabienie krajowej waluty**.

#### Nasza prognoza inflacji i ewolucja projekcji NBP, % r/r



Źródło: NBP, GUS, Santander

#### Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

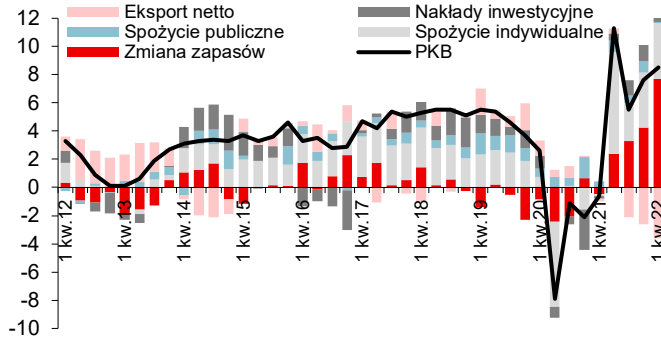
- [NBP sugeruje bliski koniec cyklu](#)
- [Stopy w górę bez zaskoczeń](#)
- [Łabędzi śpiew ożywienia, inflacja nie odpuszcza](#)
- [Sprzedaż kwitnie, na budowach posucha](#)
- [Gospodarka wysokich wzrostów](#)
- [Inflacja w drodze na szczyt](#)

#### 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)  
 Piotr Bielski 691 393 119  
 Jarosław Kosaty 887 842 480  
 Marcin Luzziński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

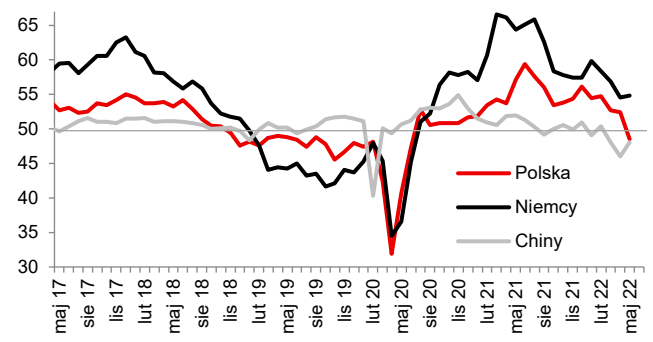
## Gospodarka na wykresach

**Wzrost PKB w I kw. zaskoczył w plus, ale relatywnie mało w nim konsumpcji i inwestycji a dużo zapasów**



Źródło: GUS, Santander

**Nadchodzi poważne spowolnienie, traktujemy majowe załamanie PMI jako jedną z pierwszych oznak**



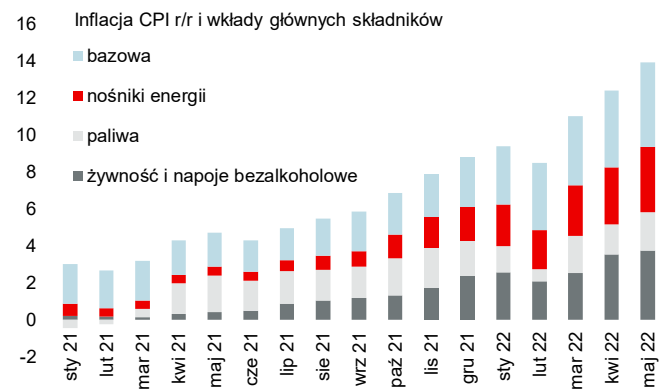
Źródło: Markit, Santander

**Obawy budzą też statystyki rynku mieszkaniowego**



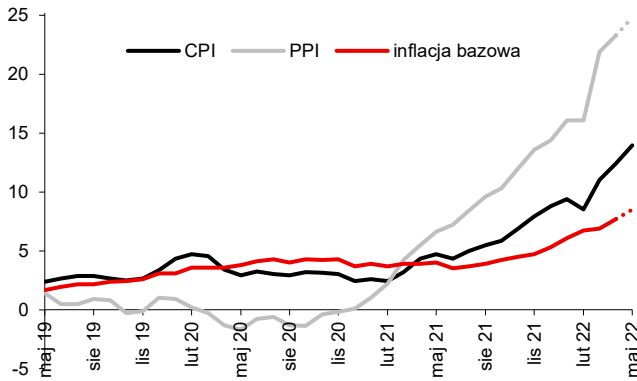
Źródło: GUS, Santander

**Tymczasem inflacja CPI puchnie...**



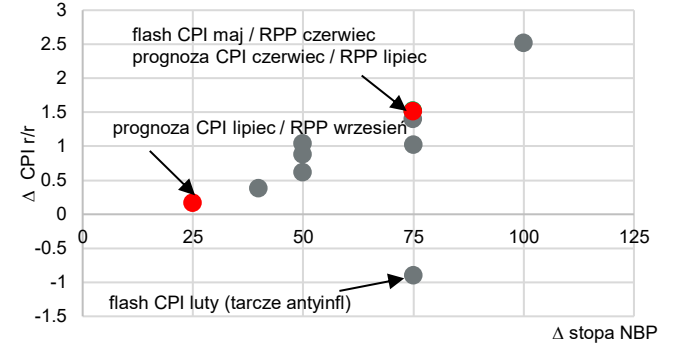
Źródło: GUS, NBP, Santander

**...podobnie jak inne wskaźniki zachowania cen w gospodarce**



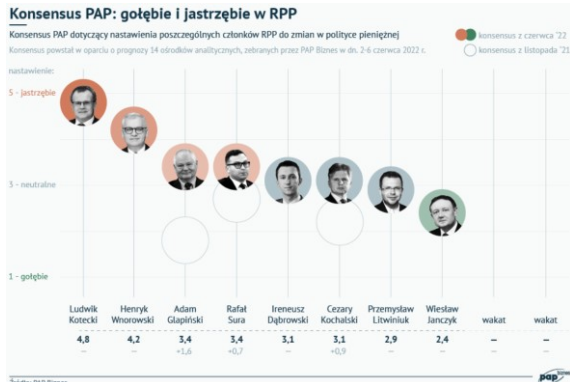
Źródło: GUS, Santander

**Zmiany stopy NBP są silnie skorelowane z miesięcznymi przyrostami rocznej dynamiki CPI, co sugeruje dalsze podwyżki**



Źródło: GUS, Santander

**W tych okolicznościach w RPP nie ma miejsca dla gołębi**



Źródło: PAP

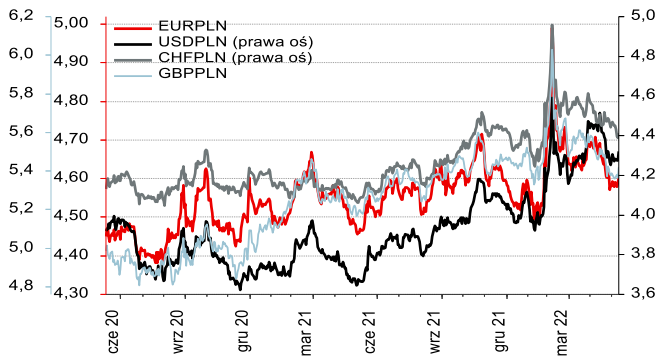
**Rynek pracy jest tak napięty, że utrwała wysoką inflację**



Źródło: Santander

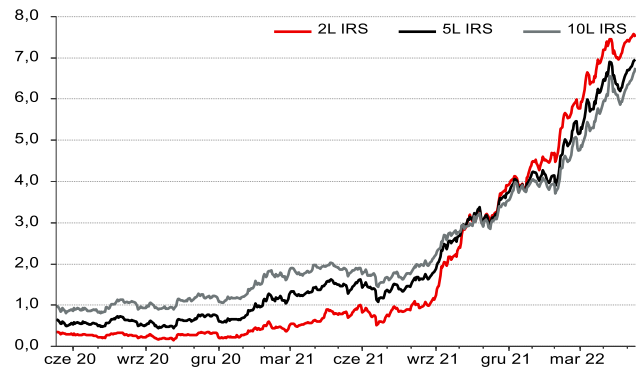
## Rynek na wykresach

### Notowania złotego



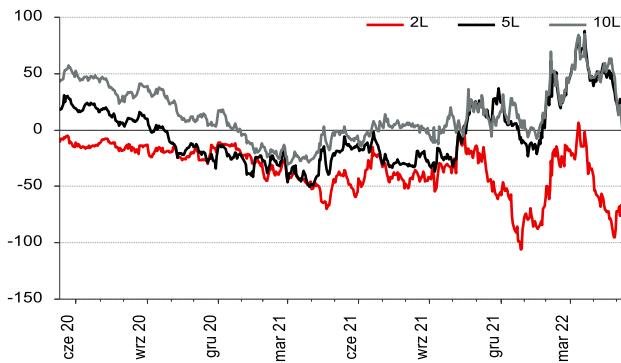
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### IRS (%)



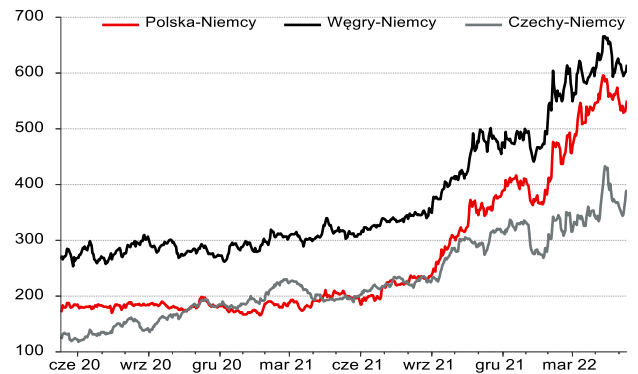
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Spready asset swap (pb)



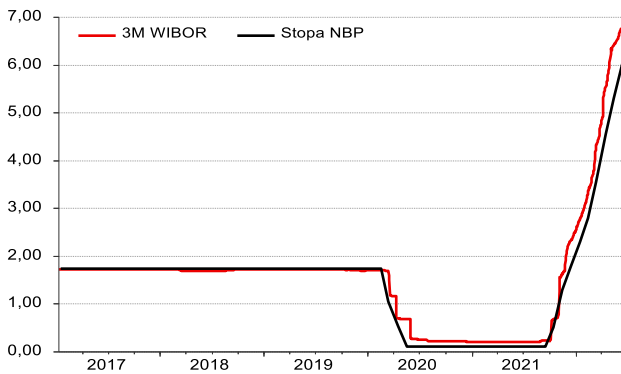
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Spready 10-letnich rentowności do Bunda



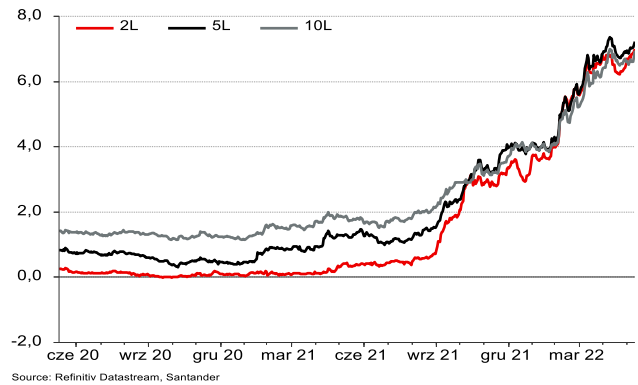
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Stopy procentowe



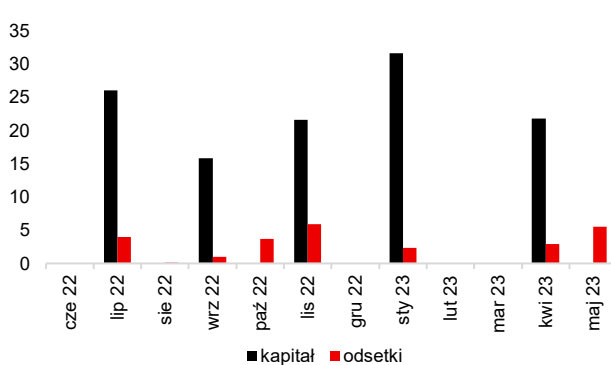
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Rentowności polskich obligacji (%)



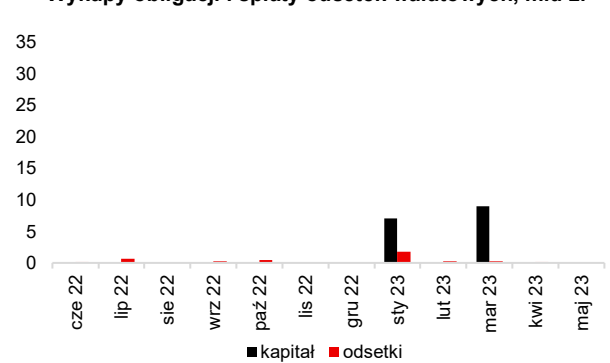
Source: Refinitiv Datastream, Santander

### Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

### Wykupy obligacji i spłaty odsetek walutowych, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

PONIEDZIAŁEK	WTOREK	ŚRODA	CZWARTEK	PIĄTEK
		<b>1 czerwca</b> <b>PL: PMI przemysł (Maj)</b> HU: PKB (I kw.) DE: PMI przemysł (Maj) EZ: PMI przemysł (Maj) EZ: Stopa bezrobocia (Kwi) US: ISM przemysł (Maj)	2 US ADP zatrudnienie (Maj) US: Zamówienia dóbr trwałych (Maj, wst.) US: Zamówienia w przemyśle (Maj)	3 DE: Eksport (Kwi) DE: PMI usługi (Maj) EZ: PMI usługi (Maj) EZ: Sprzedaż detaliczna (Kwi) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Maj) US: Stopa bezrobocia (Maj) US: ISM usługi (Maj)
6 CN: PMI usługi (Maj)	7 DE: Zamówienia w przemyśle (Kwi)	8 <b>PL: NBP decyzja ws. stóp proc.</b> HU: CPI (Kwi) HU: Produkcja przemysłowa (Kwi) EZ: PKB (I kw.)	9 EZ: EBC decyzja ws. stóp proc.	10 <b>PL: Minutes RPP</b> CZ: CPI (Maj) US: CPI (Maj) US: Indeks Michigan (Cze, wst.)
13 <b>PL: Rachunek obrotów bieżących (Kwi)</b>	14 DE: HICP (Maj) DE: Indeks ZEW (Cze)	15 <b>PL: CPI (Maj)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (Kwi) US: Sprzedaż detaliczna (Kwi)	16 <b>PL: święto</b> CH: SNB decyzja ws. stóp proc. UK: BOE decyzja ws. stóp proc.	17 <b>PL: inflacja bazowa (Maj)</b> EZ: HICP (Maj) DE: Produkcja przemysłowa (Kwi)
20	21 <b>PL: Płace, zatrudnienie (Maj)</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (Maj)</b> <b>PL: PPI (Maj)</b> US: Sprzedaż domów (Maj)	22 <b>PL: Produkcja budowlana (Maj)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (Maj)</b> CZ: CNB decyzja ws. stóp proc.	23 <b>PL: M3 (Kwi)</b> DE: PMI (Cze, wst.) EZ: PMI (Cze, wst.)	24 <b>PL: Stopa bezrobocia (Kwi)</b> DE: Indeks IFO (Cze) US: Sprzedaż nowych domów (Maj) US: Indeks Michigan (Cze)
27 US: Zamówienia dóbr trwałych (Maj) US: Niezakończona sprzedaż domów (Maj)	28 HU: MNB decyzja ws. stóp proc. DE: Nastroje konsumentów (Lip) US: Bilans handlowy (Maj) US: Nastroje konsumentów (Cze)	29 EZ: Wskaźniki ESI (Cze) US: PKB (I kw.)	30 DE: HICP (Cze, wst.) DE: Sprzedaż detaliczna (Maj) CZ: PKB (I kw.) US: inflacja PCE (Maj) CN: PMI (Cze)	

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			30			30			
Bilans płatniczy	13	14	16	13	13	13	14	12	13			
Podaż pieniądza	26	22	22	25	24	23	22	23	22			

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

## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		maj 21	cze 21	lip 21	sie 21	wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22
PMI	pkt.	57.2	59.4	57.6	56.0	53.4	53.8	54.4	56.1	54.5	54.7	52.7	52.4	48.5	48.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	29.7	18.1	9.5	13.0	8.7	7.6	14.8	16.3	18.0	17.3	15.4	13.0	17.3	11.9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4.7	4.5	3.2	10.2	4.2	4.1	12.8	3.1	20.8	21.2	27.6	9.3	8.6	6.4
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	19.1	13.0	8.9	10.7	11.1	14.4	21.2	16.9	20.0	16.5	22.0	33.4	23.3	20.4
Stopa bezrobocia	%	6.1	5.9	5.8	5.8	5.6	5.5	5.4	5.4	5.5	5.5	5.4	5.2	5.1	5.0
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	10.1	9.8	8.7	9.5	8.7	8.4	9.8	11.2	9.5	11.7	12.4	14.1	14.5	14.4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2.7	2.8	1.8	0.9	0.6	0.5	0.7	0.5	2.3	2.2	2.4	2.8	2.6	2.4
Eksport (w euro)	% r/r	38.3	15.8	9.2	23.9	9.4	8.9	7.4	26.6	20.0	9.8	16.2	13.2	26.0	16.8
Import (w euro)	% r/r	46.4	29.2	16.3	33.6	22.4	24.2	24.3	35.5	37.4	20.2	34.3	30.8	36.3	25.1
Bilans handlowy	mln EUR	653	321	-545	-712	-915	-1 099	-1 217	-1 004	-1 669	-1 559	-3 253	-2 795	-1 399	-1 442
Rachunek bieżący	mln EUR	491	-464	-1 017	-527	-1 817	-1 166	-1 077	-2 491	-638	-2 663	-2 972	-2 109	-1 718	-2 361
Rachunek bieżący	% PKB	2.7	1.9	1.7	1.5	0.9	0.4	-0.1	-0.6	-1.2	-1.7	-2.2	-2.7	-3.1	-3.3
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	9.4	28.0	35.3	43.4	47.6	51.9	50.4	-26.3	22.3	11.3	-0.3	9.2	7.4	24.3
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-11.4	-34.0	-42.8	-52.7	-57.8	-63.0	-61.2	32.0	-74.6	-37.7	0.9	-30.8	-24.8	-81.3
Inflacja (CPI)	% r/r	4.7	4.3	5.0	5.5	5.8	6.9	7.9	8.8	9.4	8.5	11.0	12.4	13.9	15.4
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	4.0	3.5	3.7	3.9	4.2	4.5	4.7	5.3	6.1	6.7	6.9	7.7	8.5	9.1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	6.6	7.2	8.4	9.6	10.3	12.0	13.6	14.4	16.1	16.1	21.9	23.3	24.8	24.3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9.0	7.4	8.8	9.1	8.6	8.6	10.1	8.9	7.7	8.0	7.9	8.2	7.8	7.9
Zobowiązania	% r/r	7.0	5.7	7.1	7.4	7.0	7.4	9.4	8.8	7.8	7.0	5.9	6.4	6.2	7.3
Należności	% r/r	-0.3	0.2	1.9	2.3	2.7	3.5	4.8	5.1	4.9	6.2	6.4	7.4	7.7	8.7
EUR/PLN	PLN	4.53	4.50	4.56	4.57	4.57	4.59	4.65	4.62	4.55	4.55	4.76	4.65	4.65	4.59
USD/PLN	PLN	3.73	3.74	3.86	3.88	3.88	3.96	4.07	4.08	4.02	4.01	4.32	4.29	4.40	4.28
CHF/PLN	PLN	4.13	4.11	4.21	4.25	4.21	4.29	4.42	4.44	4.38	4.35	4.64	4.55	4.49	4.42
Stopa referencyjna *	%	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.50	1.25	1.75	2.25	2.75	3.50	4.50	5.25	6.00
WIBOR 3M	%	0.21	0.21	0.21	0.21	0.23	0.61	1.56	2.35	2.78	3.33	4.27	5.48	6.41	6.69
Rentowność obligacji 2L	%	0.17	0.35	0.36	0.40	0.54	1.55	2.80	3.04	3.31	3.72	5.19	6.36	6.52	6.82
Rentowność obligacji 5L	%	1.17	1.30	1.15	0.11	1.40	2.14	3.07	3.53	3.98	4.03	5.21	6.51	6.98	7.04
Rentowność obligacji 10L	%	1.82	1.79	1.63	1.76	2.02	2.61	3.07	3.34	4.00	3.98	4.90	6.01	6.67	6.67

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	2 339.0	2 622.2	3 062.9	590.8	621.0	655.5	754.9	687.0	733.9	769.2	872.8
PKB	% r/r	4.7	-2.2	5.9	4.7	-0.6	11.3	5.5	7.6	8.5	7.0	3.4	1.0
Popyt krajowy	% r/r	3.6	-2.9	7.6	6.1	-0.5	11.8	8.2	10.9	13.2	8.4	3.6	1.0
Spożycie indywidualne	% r/r	4.0	-3.0	6.1	4.6	-0.2	13.0	4.7	8.0	6.6	5.0	3.0	4.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6.1	-4.9	3.8	4.1	-1.3	3.0	6.6	5.2	4.3	6.0	4.0	3.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4.2	-1.1	14.5	9.0	7.8	30.2	10.5	12.8	16.8	14.0	8.0	-1.7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	3.6	-3.5	1.6	6.5	-12.5	1.8	5.8	6.3	23.7	8.0	4.1	-1.1
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5.1	-3.0	7.4	4.8	1.2	14.4	6.1	8.7	9.7	10.6	2.7	-2.5
Stopa bezrobocia *	%	5.2	6.2	5.4	5.1	6.4	5.9	5.6	5.4	5.4	5.0	4.9	5.1
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7.2	5.3	8.9	12.2	6.6	9.6	9.4	9.8	9.7	13.7	13.1	12.5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2.2	-1.0	0.4	1.9	-1.4	1.1	0.9	0.9	1.7	1.9	1.8	2.0
Eksport (w euro)	% r/r	7.3	1.3	18.7	8.9	11.0	41.2	13.7	13.7	15.2	18.4	10.3	-6.4
Import (w euro)	% r/r	3.6	-3.4	25.6	16.9	8.4	47.2	23.7	27.7	30.4	30.7	16.4	-5.1
Bilans handlowy	mln EUR	1 527	12 472	-599	-22 939	2 702	2 190	-2 170	-3 321	-6 481	-5 636	-6 709	-4 112
Rachunek bieżący	mln EUR	2 523	15 287	-3 537	-26 043	3 233	1 320	-3 360	-4 730	-6 273	-6 189	-7 909	-5 672
Rachunek bieżący	% PKB	0.5	2.9	-0.6	-3.9	2.8	1.9	0.9	-0.6	-2.2	-3.3	-3.9	-3.9
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-0.7	-6.9	-1.9	-4.7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2.3	3.4	5.1	13.5	2.7	4.4	5.4	7.9	9.6	13.9	15.6	14.7
Inflacja (CPI) *	% r/r	3.4	2.4	8.8	14.3	3.2	4.3	5.8	8.8	11.0	15.4	15.5	14.3
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2.0	3.9	4.1	8.5	3.8	3.8	3.9	4.8	6.6	8.4	9.4	9.7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1.2	-0.6	7.9	21.0	2.5	6.4	9.4	13.3	18.0	24.1	22.6	19.0
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	8.3	16.4	9.3	4.6	14.4	7.4	8.6	8.9	7.9	7.9	6.7	4.6
Zobowiązania *	% r/r	8.5	12.3	8.8	3.7	11.8	5.7	7.0	8.8	5.9	7.3	6.8	3.7
Należności *	% r/r	5.2	0.2	5.1	6.6	-2.1	0.2	2.7	5.1	6.4	8.7	8.1	6.6
EUR/PLN	PLN	4.30	4.44	4.57	4.59	4.55	4.53	4.57	4.62	4.62	4.63	4.58	4.55
USD/PLN	PLN	3.84	3.89	3.86	4.17	3.77	3.76	3.87	4.04	4.11	4.32	4.22	4.03
CHF/PLN	PLN	3.86	4.15	4.22	4.38	4.17	4.13	4.22	4.38	4.46	4.49	4.34	4.23
Stopa referencyjna *	%	1.50	0.10	1.75	7.00	0.10	0.10	0.10	1.75	3.50	6.00	7.00	7.00
WIBOR 3M	%	1.72	0.67	0.54	5.96	0.21	0.21	0.22	1.50	3.46	6.19	6.98	7.20
Rentowność obligacji 2L	%	1.56	0.50	0.79	6.12	0.08	0.20	0.43	2.47	4.07	6.57	7.00	6.85
Rentowność obligacji 5L	%	1.99	0.96	1.39	6.34	0.65	1.10	0.89	2.91	4.41	6.84	7.10	7.00
Rentowność obligacji 10L	%	2.41	1.52	1.97	6.16	1.35	1.73	1.80	3.01	4.29	6.45	7.03	6.88

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 10.06.2022 r. zostało przygotowane przez:

**DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH**

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

Email: 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)

Piotr Bielski	– Dyrektor	691 393 119
Jarosław Kosaty	– Ekonomista	887 842 480
Marcin Luzziński	– Ekonomista	510 027 662
Grzegorz Ogonek	– 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 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*