

MAKROskop Lite

W pogoni za płaskowyzem

■ Światowa gospodarka hamuje. Niemcy i cała strefa euro szybkim krokiem zmierzają w kierunku recesji. Aktywność gospodarcza w Polsce również znajduje się na trajektorii spadkowej i dotek w tym mini-cyklu zapewne jeszcze przed nami, gdzieś na początku przyszłego roku. O jego głębokości przesądzi skala problemów energetycznych w sezonie grzewczym. Precyzyjne prognozowanie dynamiki PKB jest w tej chwili bardzo utrudnione, po pierwsze z racji ogromnej niepewności dot. sytuacji na rynku energii (pogoda zimą jest dla nas równie trudna do przewidzenia jak poczynania Rosji), po drugie z racji rewizji przez GUS danych o PKB za ostatnie 12 lat, za którą nie poszła jeszcze publikacja danych kwartalnych. Wzrost PKB w 2021 r. wyniósł 6,8% a nie 5,9%, ale zmianie mogły też ulec dane z początku br. Dopóki ich nie znamy, utrzymujemy dotychczasowe prognozy wzrostu PKB na 2022-23.

■ Warto jednak odnotować, że publikowane w ciągu ostatniego miesiąca krajowe dane były w większości lepsze od oczekiwań, co zwiększa nieco optymizm odnośnie do III kwartału. Oznacza to mniejsze ryzyko „technicznej recesji” (dwóch kolejnych kwartałów spadku PKB kw/kw), choć nie zmienia diagnozy, że faktycznej recesji trudno będzie uniknąć – wciąż widzimy na horyzoncie wyraźne przyhamowanie gospodarki na przełomie roku, kiedy to roczna dynamika PKB zapewne zejdzie poniżej zera.

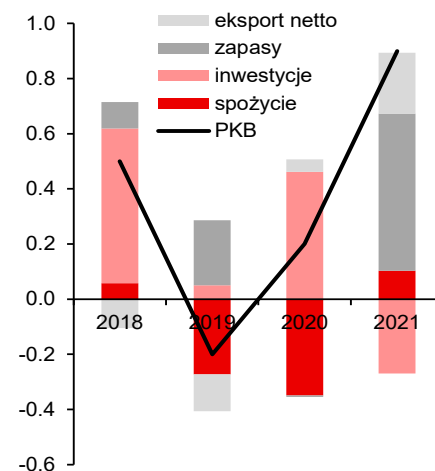
■ Widmo recesji zajrzało też w oczy RPP, która na październikowym posiedzeniu utrzymała stopy procentowe bez zmian, mimo mocnego zaskoczenia skalą wzrostu wrzeźniowej inflacji (17,2% r/r i 1,6% m/m). Tym samym prezes NBP zerwał z forward guidance formułowanym przez niego samego na wcześniejszych konferencjach: „kolejne decyzje będą zależne od danych”, „wyższa inflacja = wyższe stopy”, ale dotrzymał zobowiązania z sopockiego mołu. To kolejne potwierdzenie, że oficjalną komunikację polskiego banku centralnego należy traktować z pewnym dystansem. Obecnie z tejże komunikacji wynika, że cykl podwyżek stóp nie został zakończony, tylko zatrzymany, a o tym co dalej przesądzi listopadowa projekcja NBP. Naszym zdaniem w listopadzie RPP może dokonać kolejnej podwyżki stóp o 25pb po tym jak nowa projekcja pokaże wolniejszy powrót inflacji do celu, a wstępny odczyt CPI za październik znowu wzrośnie (18% r/r jest w zasięgu), po czym przejdzie znów w tryb „wyczekiwania”, w nadziei na to, że inflacja znajdzie się w końcu na płaskowyzu, z którego za jakiś czas zacznie się zsuwać.

■ O ile jeszcze niedawno byliśmy skłonni się zgodzić, że wzrost stóp do ok. 7% w tym cyklu może być wystarczający do zbilansowania gospodarki, jako że część pracy w ograniczaniu konsumpcji i inflacji wykona za RPP szokowy wzrost kosztów życia, to ostatnio to przekonanie wyraźnie zmalowało. Po pierwsze, dane o CPI wskazują, że inercja procesów inflacyjnych jest dużo większa niż się zdawało, co skłania do rewizji w górę prognoz CPI i inflacji bazowej. Niewykluczone, że mimo zamrożenia cen prądu inflacja zbliży się na przełomie roku do 20% i do końca 2023 r. nie spadnie poniżej 10%. Po drugie, wyższa inflacja bieżąca i oczekiwana oznacza niższe realne stopy procentowe, co sprzyja większej skłonności do konsumpcji (przy okazji warto zauważyć, że dotychczasowe podwyżki stóp zmroziły wprawdzie rynek kredytów hipotecznych, ale kredyty konsumpcyjne wciąż rosną w niezłym tempie). Po trzecie, rząd ochroni budżety gospodarstw domowych przed szokiem, zostawiając im większą przestrzeń na wydatki kosztem deficytu fiskalnego. W efekcie, zatrzymanie stóp NBP blisko obecnych poziomów może wydłużyć okres podwyższonej inflacji. Niemniej, z komunikatu RPP i wypowiedzi prezesa Glapińskiego dość łatwo wyczytać akceptację dla tego faktu i dużą niechęć do dalszego zacieśniania polityki w obawie przed nadmiernym schłodzeniem gospodarki. Być może temat podwyżek stóp powróci po nowym roku, ale impuls do wznowienia cyklu (czy to ze strony inflacji, czy kursu walutowego) musiałby być bardzo silny. Możliwość rozpoczęcia obniżek stóp przed końcem 2023 r. wydaje się bardzo oddalac.

■ Strategia RPP sprzyja wystromieniu krzywej, ale duża część ruchu już się wykonała i barierą dla dalszych wzrostów rentowności na długim końcu zdają się obawy o skalę recesji. Nadchodzące duże podażę długu w Europie będą ograniczać pole do umocnienia obligacji.

■ Wyhamowanie cyklu podwyżek stóp przy wciąż rosnącej inflacji, wydłużająca się lista działań antykrzysowych, które mogą powiększyć deficyt fiskalny, spadające indeksy giełdowe i umacniający się dolar, ryzyko geopolityczne i ryzyko niedoborów energii zimą – to wszystko nie będzie sprzyjać polskiej walucie. Nie wykluczamy testowania przez EURPLN poziomu 5,0 w horyzoncie do końca br.

Rewizja rocznych danych o PKB - dekompozycja



Źródło: GUS, Santander

Ostatnio publikowane

Komentarze ekonomiczne:

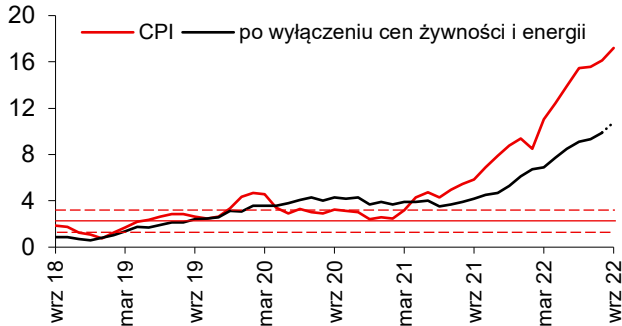
- [Wg RPP spadek inflacji jest nieuchronny](#)
- [Stopy bez zmian mimo wyższej inflacji](#)
- [Sprzedaż i produkcja budowlana powyżej prognoz](#)
- [Rynek pracy stabilnie, PPI nie chce spadać](#)
- [To jeszcze nie był szczyt inflacji](#)
- [Cykl podwyżek formalnie niezakończony](#)

Departament Analiz Ekonomicznych:

aI. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Jarosław Kosaty 887 842 480
 Marcin Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

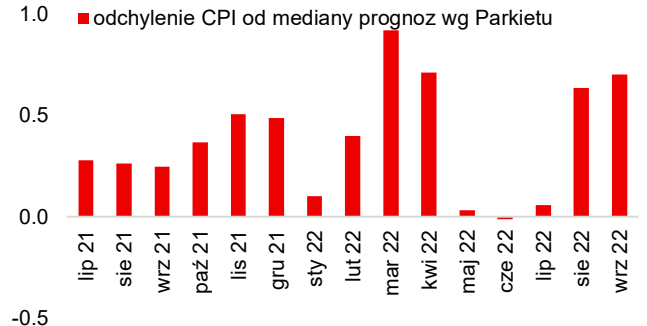
Gospodarka na wykresach

We wrześniu CPI i inflacja bazowa nabrały rozpędu i wciąż wspinają się na płaskowyż



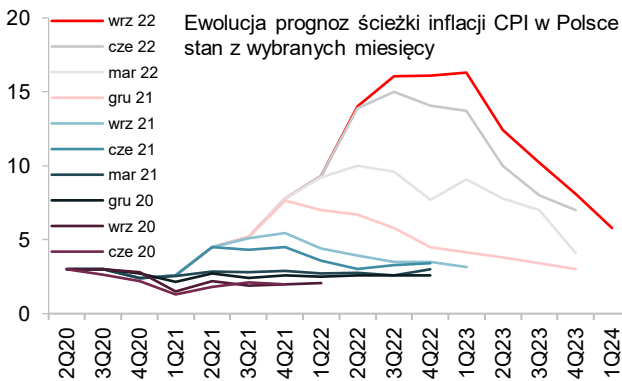
Źródło: GUS, NBP, Santander

Dane CPI za maj-lipiec dały ekonomistom nadzieję, że uchwycili modelami mechanizmy polskiej inflacji; sierpień i wrzesień ją odebrały



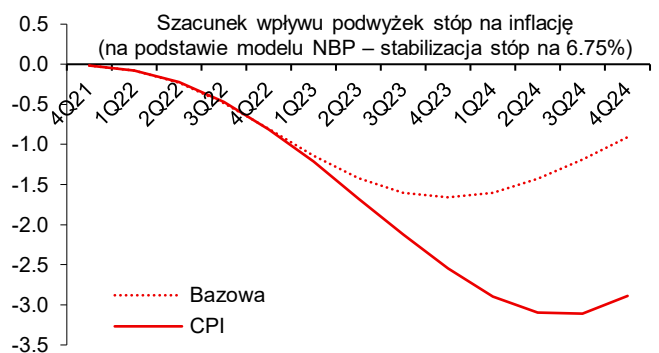
Źródło: GUS, Parkiet, Santander

Tak więc pogon prognoz za inflacją trwa



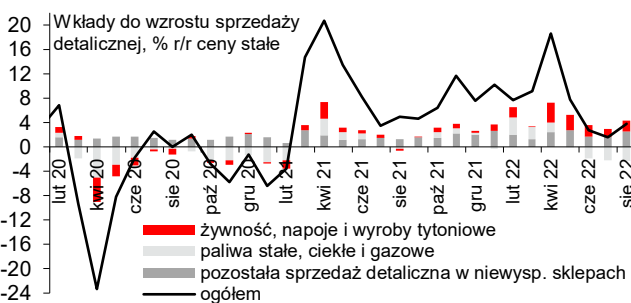
Źródło: Bloomberg, Santander

Tymczasem RPP czeka na efekty dokonanych już podwyżek na CPI, ale model NBP podpowiada, że ształu nie będzie



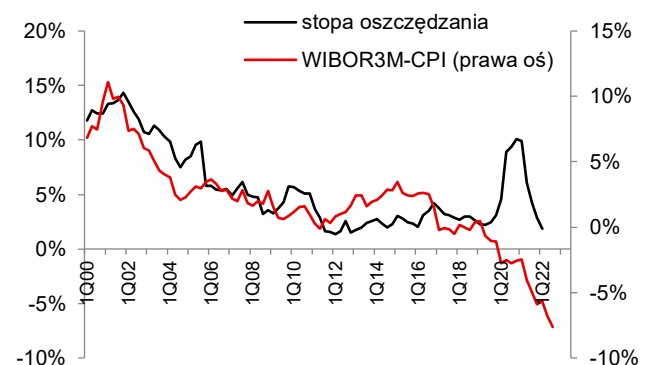
Źródło: NBP, Santander

Za inflacją coraz bardziej nie nadążają płace, a nastroje konsumentów sugerują załamanie konsumpcji. Mimo to w realnych danych o sprzedaży detalicznej wciąż widać wzrosty



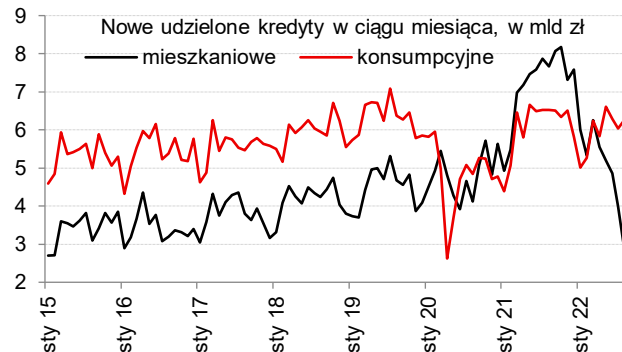
Źródło: GUS, Santander

Ultra-niskie realne stopy zachęcają do sięgania po oszczędności ...



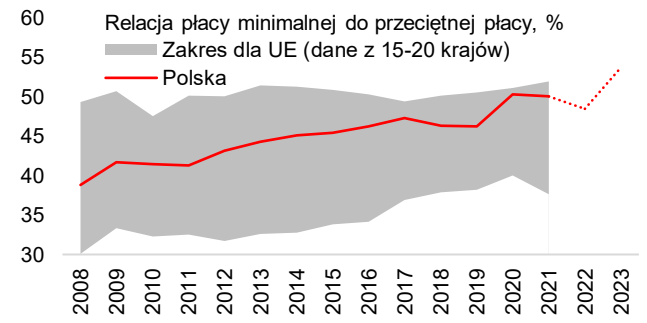
Źródło: GUS, Santander

... kredyt konsumpcyjny ma się wciąż całkiem dobrze...



Źródło: NBP, Santander

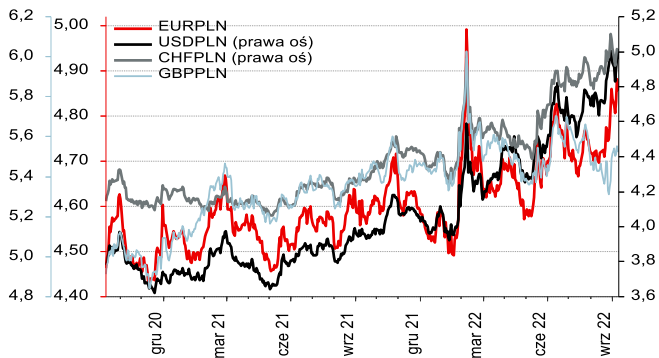
... a rząd różnymi sposobami stara się chronić budżety gospodarstw domowych przed szokowym załamaniem



Źródło: Eurostat, GUS, Santander

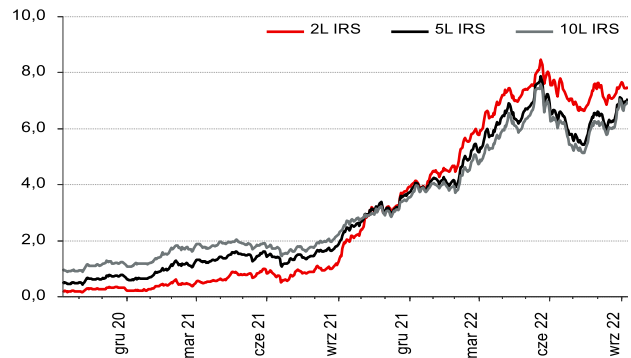
Rynek na wykresach

Notowania złotego



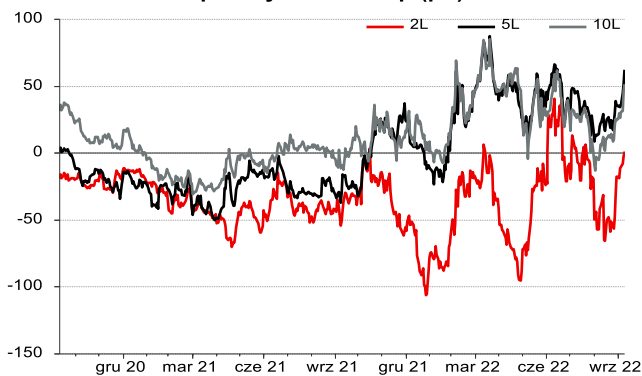
Source: Refinitiv Datastream, Santander

IRS (%)



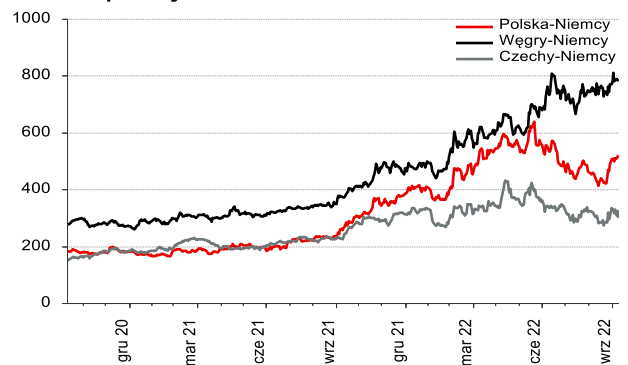
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Spready asset swap (pb)



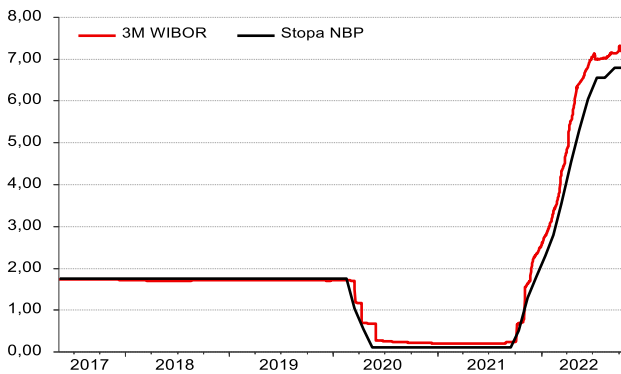
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



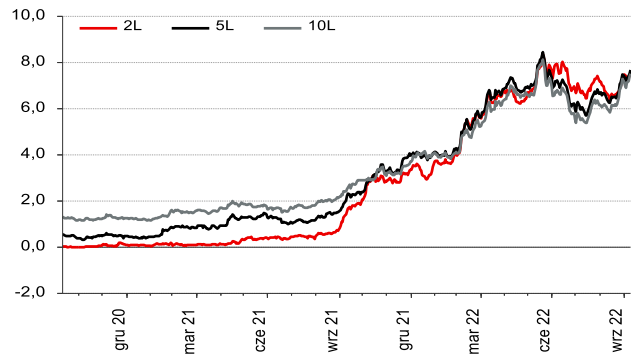
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Stopy procentowe



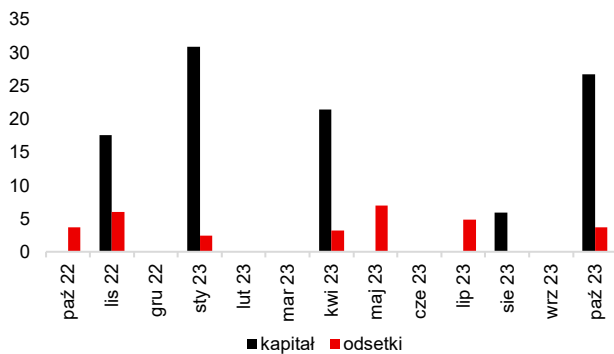
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Rentowności polskich obligacji (%)



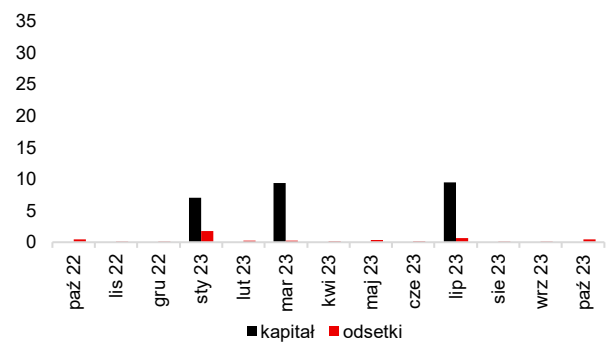
Source: Refinitiv Datastream, Santander

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
3 października PL: PMI przemysł (Wrz) DE: PMI przemysł (Wrz) EZ: PMI przemysł (Wrz) US: ISM przemysł (Wrz)	4 US: Zamówienia na dobra trwałe (Sie) US: Zamówienia przemysłowe (Sie)	5 PL: NBP decyzja ws. stóp proc. DE: Eksport (Sie) CN: PMI usługi (Wrz) DE: PMI usługi (Wrz) EZ: PMI usługi (Wrz)	6 EZ: Sprzedaż detaliczna (Sie) DE: Zamówienia w przemyśle (Sie)	7 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Wrz) US: Stopa bezrobocia (Wrz) DE: Produkcja przemysłowa (Sie)
10	11 CZ: Inflacja CPI (Wrz) HU: Inflacja CPI (Wrz)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (Sie) US: Inflacja PPI (Wrz) US: Minutes FOMC (Wrz) HU: Produkcja przemysłowa (Sie)	13 DE: Inflacja CPI (Wrz) US: Inflacja CPI (Wrz)	14 PL: Inflacja CPI (Wrz) PL: Bilans płatniczy (Sie) US: Sprzedaż detaliczna (Wrz) US: Michigan – wst (Wrz)
17 PL: Inflacja bazowa (Wrz)	18 DE: Indeks ZEW (Paź) US: Produkcja przemysłowa (Wrz)	19 PL: Koniunktura konsumencka (Paź) EZ: Inflacja HICP (Wrz) US: Pozwolenia na budowę domów (Wrz) US: Rozpoczęte budowy domów (Wrz)	20 PL: Inflacja PPI (Wrz) PL: Produkcja przemysłowa (Wrz) PL: Zatrudnienie (Wrz) PL: Wynagrodzenia (Wrz) DE: Inflacja PPI (Wrz) CN: Decyzja PBoC	21 PL: Sprzedaż detaliczna (Wrz) PL: Produkcja budowlana (Wrz) PL: Koniunktura gospodarcza (Paź)
24 PL: Podaż pieniądza M3 (Wrz) DE: PMI przemysł – wst (Paź) EZ: PMI przemysł – wst (Paź)	25 PL: Stopa bezrobocia (Wrz) DE: Indeks Ifo (Paź) US: Indeks cen domów S&P (Sie) HU: Posiedzenie NBH	26 DE: Indeks Ifo (Paź)	27 EZ: Posiedzenie EBC US: PKB (III kw) US: Zamówienia na dobra trwałe (Wrz)	28 DE: Inflacja CPI – wst (Paź) US: Dochody i wydatki (Wrz) US: Michigan (Paź) US: Inflacja PCE (Wrz) US: Niezakończona sprzedaż domów (Wrz)
31 PL: Inflacja CPI – wst (Paź) EZ: PKB (III kw) CN: Indeks PMI (Paź)				

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			29
Bilans płatniczy	13	14	16	13	13	13	14	12	13	14	14	14
Podaż pieniądza	26	22	22	25	24	23	22	23	22	24	24	22

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów * dane kwartalne

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 21	paź 21	lis 21	gru 21	sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22
PMI	pkt.	53.4	53.8	54.4	56.1	54.5	54.7	52.7	52.4	48.5	44.4	42.1	40.9	43.0	41.2
Produkcja przemysłowa	% r/r	8.7	7.6	14.8	16.3	18.0	17.3	15.4	12.4	14.9	10.4	7.1	10.9	9.2	2.7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4.2	4.1	12.8	3.1	20.8	21.2	27.6	9.0	13.0	6.0	4.1	6.1	6.5	4.0
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	11.1	14.4	21.2	16.9	20.0	16.5	22.0	33.4	23.6	19.9	18.4	21.5	21.5	19.9
Stopa bezrobocia	%	5.6	5.5	5.4	5.4	5.5	5.5	5.4	5.2	5.1	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	8.7	8.4	9.8	11.2	9.5	11.7	12.4	14.1	13.5	13.0	15.8	12.7	13.4	14.2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0.6	0.5	0.7	0.5	2.3	2.2	2.4	2.8	2.4	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4
Eksport (w euro)	% r/r	11.0	6.2	13.7	25.0	27.4	20.3	11.9	18.2	26.9	21.3	23.0	21.9	15.2	3.2
Import (w euro)	% r/r	22.3	22.0	31.2	39.6	38.7	29.7	31.4	36.4	32.5	26.6	22.6	22.4	19.0	5.3
Bilans handlowy	mIn EUR	-991	-1,655	-1,816	-2,277	-636	-1,707	-4,553	-2,693	-1,438	-1,010	-1,452	-2,226	-2,052	-2,224
Rachunek bieżący	mIn EUR	-1,653	941	-1,482	-3,883	-1,091	-2,032	-4,206	-2,844	-1,340	-541	-1,735	-1,534	-1,719	1,366
Rachunek bieżący	% PKB	0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.7	-2.0	-2.7	-3.3	-3.4	-3.5	-3.5	-3.4	-3.4	-3.3
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	47.6	51.9	50.4	-26.3	22.3	11.3	-0.3	9.2	12.1	27.7	34.7	27.5	25.0	22.0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-57.8	-63.0	-61.2	32.0	-74.6	-37.7	0.9	-30.8	-40.3	-92.8	-115.9	-92.1	-83.5	-73.5
Inflacja (CPI)	% r/r	5.8	6.9	7.9	8.8	9.4	8.5	11.0	12.4	13.9	15.5	15.6	16.1	17.2	17.9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	4.2	4.5	4.7	5.3	6.1	6.7	6.9	7.7	8.5	9.1	9.3	9.9	10.8	11.3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	10.3	12.0	13.6	14.4	16.1	16.1	21.9	24.1	24.7	25.6	25.5	25.5	25.6	24.9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8.6	8.6	10.1	8.9	7.7	8.0	7.9	8.2	7.6	6.5	6.2	7.4	7.7	6.9
Zobowiązania	% r/r	7.0	7.4	9.4	8.8	7.8	7.0	5.9	6.4	6.3	5.5	5.5	7.0	6.6	5.6
Należności	% r/r	2.7	3.5	4.8	5.1	4.9	6.2	6.4	7.4	6.8	7.3	6.8	7.4	6.9	5.6
EUR/PLN	PLN	4.57	4.59	4.65	4.62	4.55	4.55	4.76	4.65	4.65	4.64	4.77	4.72	4.74	4.88
USD/PLN	PLN	3.88	3.96	4.07	4.08	4.02	4.01	4.32	4.29	4.40	4.39	4.69	4.66	4.79	5.00
CHF/PLN	PLN	4.21	4.29	4.42	4.44	4.38	4.35	4.64	4.55	4.49	4.53	4.83	4.87	4.92	5.09
Stopa referencyjna *	%	0.10	0.50	1.25	1.75	2.25	2.75	3.50	4.50	5.25	6.00	6.50	6.50	6.75	7.00
WIBOR 3M	%	0.23	0.61	1.56	2.35	2.78	3.33	4.27	5.48	6.41	6.85	7.03	7.04	7.16	7.26
Rentowność obligacji 2L	%	0.54	1.55	2.80	3.04	3.31	3.72	5.19	6.36	6.52	7.47	7.48	6.91	6.80	7.60
Rentowność obligacji 5L	%	1.40	2.14	3.07	3.53	3.98	4.03	5.21	6.51	6.98	7.54	6.78	6.24	6.69	7.66
Rentowność obligacji 10L	%	2.02	2.61	3.07	3.34	4.00	3.98	4.90	6.01	6.67	7.22	6.41	5.82	6.32	7.43

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2020	2021	2022	2023	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
PKB	mld PLN	2,337.7	2,623.9	3,004.6	3,384.3	687.0	719.7	751.4	846.5	773.9	825.9	844.1	940.4
PKB	% r/r	-2.0	6.8	3.5	0.5	8.5	5.5	1.7	-0.4	-2.7	-0.3	1.1	3.1
Popyt krajowy	% r/r	-2.7	8.4	4.0	0.0	13.2	7.2	0.6	-2.3	-5.0	0.0	1.5	2.7
Spożycie indywidualne	% r/r	-3.6	6.3	3.8	2.6	6.6	6.4	1.2	1.5	2.0	1.5	3.0	4.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-2.3	2.1	3.7	-1.5	4.3	7.1	3.5	1.5	-2.0	-3.0	-2.0	0.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1.1	14.5	9.2	-2.1	16.8	12.5	9.1	-0.3	-6.4	-5.1	-2.4	5.7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-3.5	1.6	7.4	-4.6	23.7	9.2	5.6	-0.3	-11.2	-7.4	-3.6	0.7
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3.0	7.4	5.6	2.5	9.7	9.7	3.3	0.7	-1.6	1.6	3.5	6.1
Stopa bezrobocia *	%	6.2	5.4	4.9	5.6	5.4	4.9	4.8	4.9	5.3	5.3	5.4	5.6
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5.3	8.9	11.1	9.9	9.7	11.8	11.9	10.8	11.7	9.8	9.1	9.0
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1.0	0.4	1.8	-0.1	1.9	2.0	1.7	1.7	0.3	-0.3	-0.3	-0.2
Eksport (w euro)	% r/r	0.1	19.5	14.0	-7.2	19.4	22.1	19.9	-3.4	-14.3	-12.1	-7.5	6.3
Import (w euro)	% r/r	-4.9	27.0	19.8	-7.3	33.1	31.8	21.3	-2.1	-14.5	-13.8	-7.0	7.5
Bilans handlowy	mldn EUR	6,975	-7,620	-24,356	-22,465	-6,992	-5,143	-5,731	-6,509	-5,838	-3,043	-5,709	-7,881
Rachunek bieżący	mldn EUR	12,811	-8,261	-21,027	-13,469	-7,402	-4,726	-4,988	-3,035	-4,986	-101	-1,713	-2,688
Rachunek bieżący	% PKB	2.4	-1.4	-3.3	-1.8	-2.7	-3.5	-3.4	-3.2	-2.7	-1.9	-1.4	-1.3
Wynik general government	% PKB	-6.9	-1.9	-3.0	-6.0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3.4	5.1	14.5	14.1	9.6	13.9	16.3	18.1	18.0	14.5	13.0	10.8
Inflacja (CPI) *	% r/r	2.4	8.8	18.2	10.8	11.0	15.5	17.2	18.2	16.6	13.5	12.2	10.4
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	3.9	4.1	9.1	9.3	6.6	8.4	10.0	11.5	11.0	10.0	8.8	7.2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0.6	7.9	23.1	9.5	18.0	24.8	25.5	24.1	18.1	9.3	6.3	4.3
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	16.4	8.9	3.6	5.3	7.9	6.5	7.7	3.6	2.8	4.4	2.1	5.3
Zobowiązania *	% r/r	12.3	8.8	2.6	4.4	5.9	5.5	6.6	2.6	3.6	4.2	2.5	4.4
Należności *	% r/r	0.2	5.1	4.5	2.9	6.4	7.3	6.9	4.5	2.7	1.6	1.1	2.9
EUR/PLN	PLN	4.44	4.57	4.73	4.76	4.62	4.65	4.75	4.90	4.85	4.78	4.73	4.70
USD/PLN	PLN	3.89	3.86	4.55	4.55	4.11	4.36	4.71	5.00	4.78	4.59	4.46	4.37
CHF/PLN	PLN	4.15	4.22	4.74	4.77	4.46	4.52	4.88	5.10	5.00	4.82	4.68	4.59
Stopa referencyjna *	%	0.10	1.75	7.00	7.00	3.50	6.00	6.75	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
WIBOR 3M	%	0.67	0.54	6.03	7.20	3.46	6.25	7.08	7.33	7.26	7.23	7.23	7.09
Rentowność obligacji 2L	%	0.50	0.79	6.40	7.46	4.07	6.78	7.06	7.70	7.68	7.55	7.40	7.20
Rentowność obligacji 5L	%	0.96	1.39	6.45	7.42	4.41	7.01	6.57	7.83	7.68	7.55	7.35	7.10
Rentowność obligacji 10L	%	1.52	1.97	6.19	7.30	4.29	6.63	6.19	7.67	7.60	7.40	7.20	7.00

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 10.10.2022 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

Piotr Bielski	– Dyrektor	691 393 119
Jarosław Kosaty	– Ekonomista	887 842 480
Marcin Luziński	– 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. 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