

MAKROskop Lite

Wolniejsze hamowanie

■ Pierwszy szacunek PKB za 2022 rok na poziomie 4,9% okazał się lepszy od oczekiwań, wskazując, że hamowanie gospodarki nadal przebiega wolniej niż zakładaliśmy (w IV kw. wzrost PKB był prawdopodobnie nieco powyżej 2% r/r). Jednocześnie, wyjątkowo łagodna pogoda zmniejsza ryzyko czarnych scenariuszy na rynku energetycznym w Europie. Wprawdzie nie jest tak, że wiadomości są wyłącznie pozytywne – niepokojąco wyglądają ostatnie dane o wydatkach konsumentów nie tylko w Polsce, ale też innych krajach europejskich, mocne załamanie dotknęło też obroty handlu światowego w końcówce ub.r. Jednak per saldo wydaje nam się, że jest nieco więcej powodów do większego optymizmu – w efekcie **przesuwamy prognozę PKB na ten rok lekko w górę, z 0,1% do 0,7%**. Na zbliżające się światowe ożywienie wskazuje m.in. coraz więcej wskaźników wyprzedzających, które zaczęły wyraźnie odbijać od dna.

■ Oczekujemy, że 2023 r. będzie w pewnym sensie lustrzanym odbiciem 2022: pierwszy kwartał wyznaczy dotek cyklu koniunkturalnego (dynamika PKB r/r spadnie w I kw. poniżej zera, chociaż nie tak bardzo jak wcześniej zakładaliśmy), po czym kolejne kwartały przyniosą stopniowe ożywienie aktywności. Jednak to wychodzenie z dotka będzie zapewne dość powolne, zdecydowanie nie tak żywotowe, jak odbicie gospodarcze po pandemii. Będzie się ono odbywało w warunkach nadal wysokich stóp procentowych, spadającej, ale wciąż bardzo wysokiej inflacji, nadal skomplikowanej sytuacji na rynku energetycznym, niepewności związanej z wojną w Ukrainie.

■ **Rynek pracy odczuł dekoniunkturę głównie poprzez przyhamowanie dynamiki wynagrodzeń, a nie masowe redukcje etatów**, co okazało się zgodne z naszą intuicją. Bezrobocie może nieznacznie wzrosnąć w najbliższych miesiącach, ale jeśli firmy oczekują, że dotek cyklu będzie względnie płytki i krótki (a tak wynika z Szybkiego Monitoringu NBP), to nie będą redukować zatrudnienia na dużą skalę. Niemniej, presja kosztowa i pogorszenie wyników finansowych firm będą jeszcze przez jakiś czas obniżać skalę oferowanych podwyżek płac, więc chochody z pracy jeszcze przez dwa-trzy kwartały zostaną w tyle za inflacją. Początek 2023 r. może więc minąć pod znakiem przygaszonej konsumpcji. Dopiero ożywienie gospodarcze i spadek inflacji w dalszej części roku powinny zwiększyć skłonności zakupowe gospodarstw domowych.

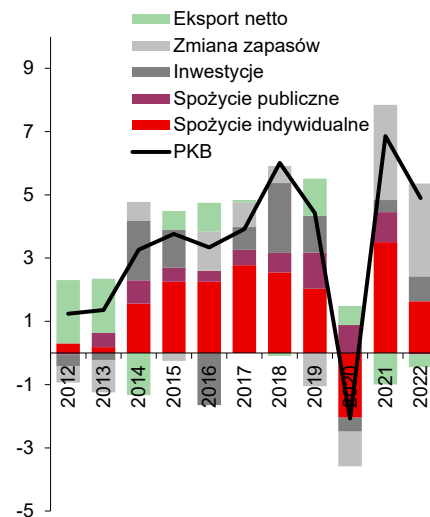
■ Inflacja w wielu krajach zaczęła się już cofać ze szczytów. **W Polsce CPI szczyt osiągnie zapewne w lutym, wg nas ok. 19% r/r, a w dalszej części roku będzie systematycznie spadać**, do czego przyczynią się przede wszystkim efekty bazy (ceny nośników energii, surowców, materiałów wyraźnie poniżej poziomów z analogicznego okresu przed rokiem) i złagodzenie napięć w łańcuchach dostaw. Mniej napięta sytuacja na rynku pracy i mniejsze zdolności nabywcze konsumentów też będą wspierać ten proces, ale im mniej pesymizmu w prognozach wzrostu gospodarczego, tym trudniej argumentować, że wystarczy to do bardzo mocnego ograniczenia inflacji bazowej. Nasze aktualne prognozy zakładają, że **rok 2023 zakończy się z inflacją CPI ok. 10% r/r i inflacją bazową powyżej 6% r/r**.

■ **Stopy procentowe w Polsce najprawdopodobniej już nie wzrosną w tym cyklu**. Rynki finansowe wyceniają wręcz dość szybkie obniżki stóp NBP: o ok. 50pb już w tym roku i o ok. 200pb w horyzoncie dwóch lat, co naszym zdaniem jest zbyt ambitnym planem biorąc pod uwagę przewidywane przez nas tempo dezinflacji.

■ Oczekiwania inwestorów dot. przybliżającego się zwrotu w polityce pieniężnej w kraju i za granicą przełożyły się na dalszy spadek rentowności obligacji skarbowych w ostatnich tygodniach. **Widzimy krótkoterminowo asymetryczne ryzyko w górę dla rentowności**: przyszłe obniżki stóp są już dość agresywnie wycenione, a jeśli pojawiające się w kolejnych tygodniach pierwsze dane statystyczne z tego roku będą wskazywały na większą poręczność inflacji bazowej i odporność koniunktury, oczekiwania rynkowe mogą zacząć się korygować.

■ **W 2023 roku spodziewamy się stopniowego umocnienia złotego**. Na korzyść złotego powinna działać poprawa nastrojów inwestycyjnych na rynkach w związku z zakończeniem cyklu podwyżek stóp przez Fed i EBC do końca I połowy roku oraz spadku ryzyka „twardego ładuwanania” w głównych centrach gospodarczych świata oraz w Polsce.

Wzrost PKB i jego składowe, %



Źródło: GUS, Santander

Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

- [PKB zwalnia, ale mniej od prognoz.](#)

[Konsument słaby](#)

- [Aktywność osłabła szybciej niż zakładano](#)
- [Rynek pracy zachwiał się w grudniu](#)
- [Węgiel znów obniżył inflację](#)
- [Kolejne dane powyżej prognoz](#)
- [Produkcja i płace powyżej prognoz. PPI](#)

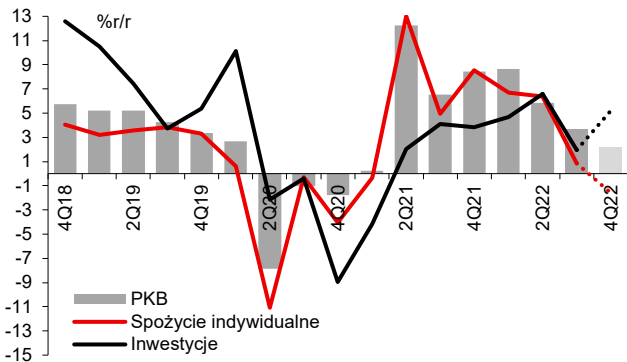
[hamuje](#)

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. 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 Luźniński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

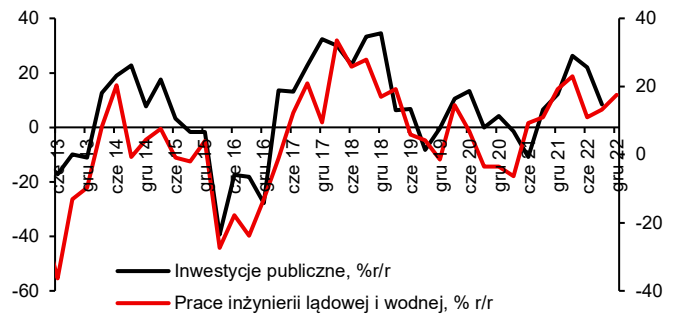
Gospodarka na wykresach

W IV kw. 2022 r. wzrost PKB zwolnił trzeci raz z rzędu



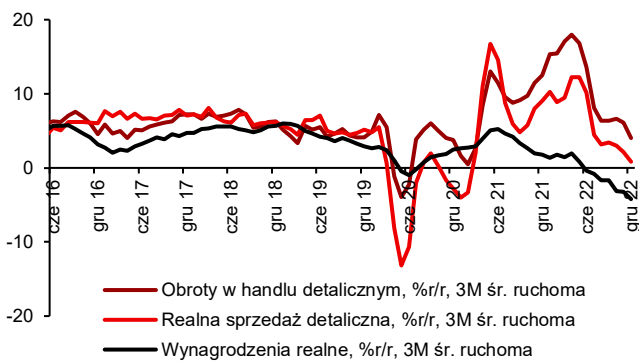
Źródło: GUS, Santander

W górę zaskoczyły inwestycje, co naszym zdaniem miało związek z nakładami sektora publicznego



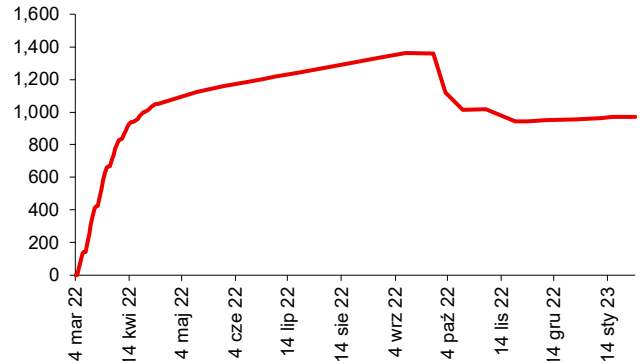
Źródło: GUS, Santander

Konsumpcja natomiast była słaba, zgodnie z danymi z handlu detalicznego i o wynagrodzeniach



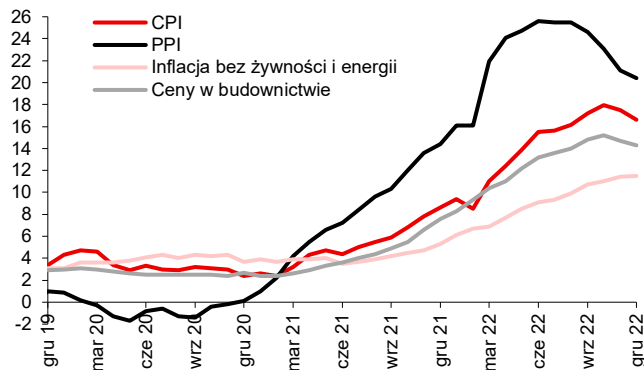
Źródło: GUS, Santander

... innym czynnikiem osłabiającym konsumpcję mógł być spadek liczby uchodźców z Ukrainy



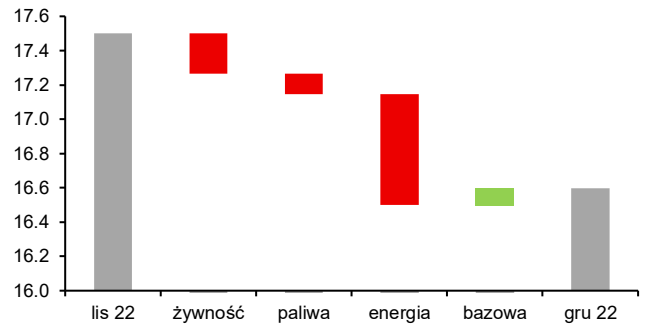
Źródło: KPRM, Santander

W grudniu większość wskaźników inflacji obniżyła się...



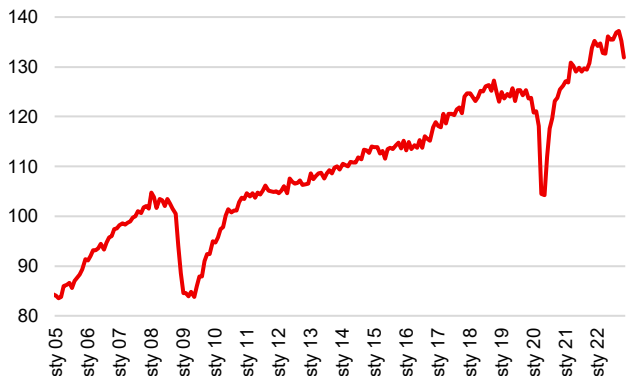
Źródło: GUS, Santander

... a spadek CPI wynikał w znacznej mierze z niższych cen węgla opałowego.



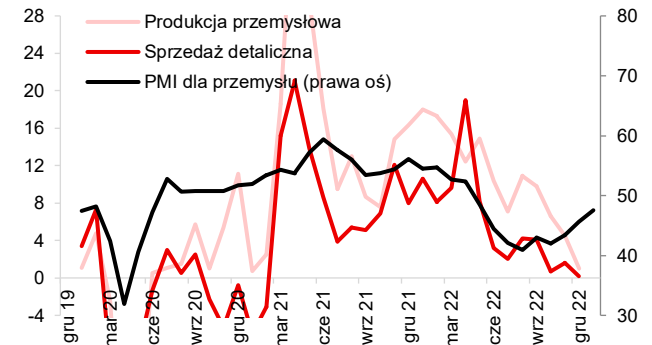
Źródło: GUS, Santander

Wolumen światowego handlu zaczął spadać pod koniec roku



Źródło: CPB, Santander

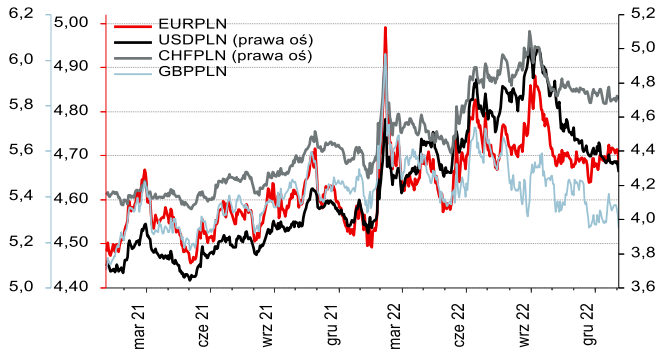
Realne dane o aktywności w Polsce też dość okazały się dość słabe, ale za to wskaźniki nastrojów już odbijają



Źródło: GUS, S&P Global, Santander

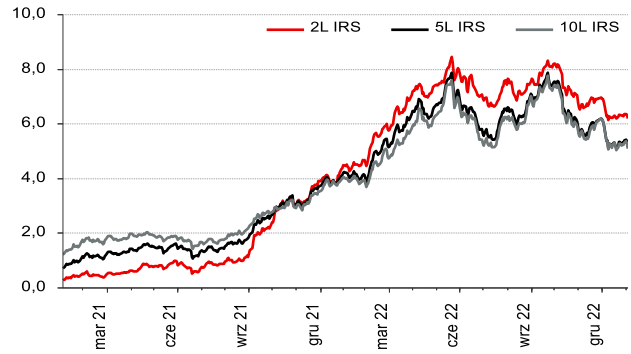
Rynek na wykresach

Notowania złotego



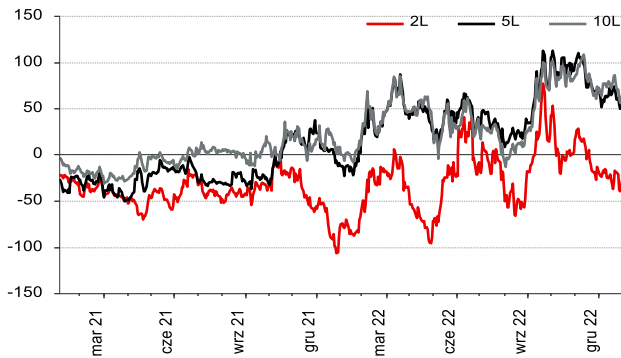
Source: Refinitiv Datastream, Santander

IRS (%)



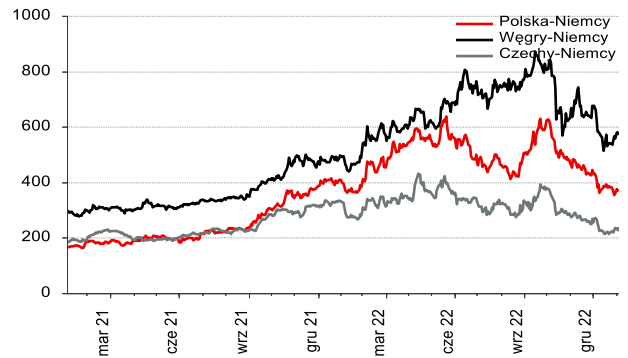
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Spready asset swap (pb)



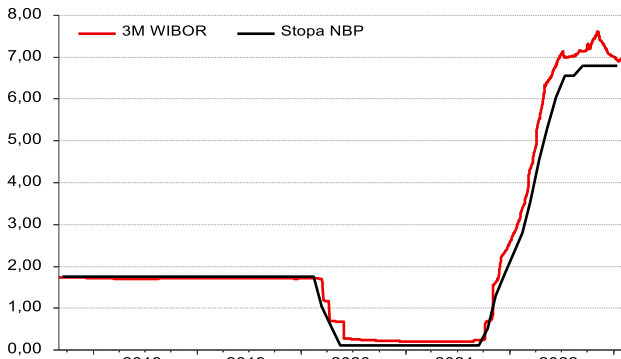
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



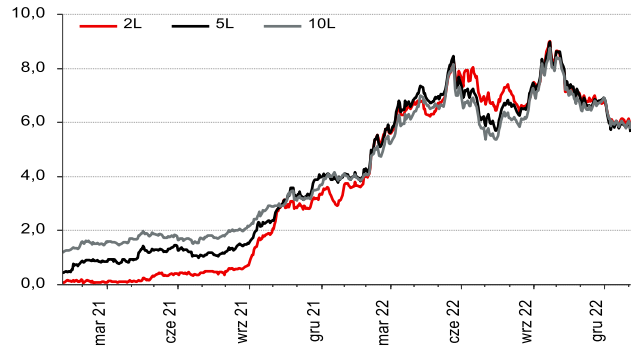
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Stopy procentowe



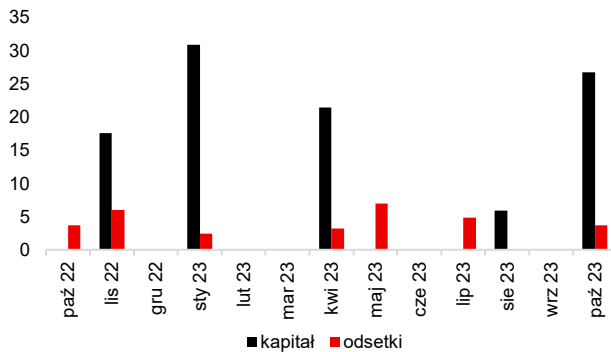
Source: Refinitiv Datastream, Santander

Rentowności polskich obligacji (%)



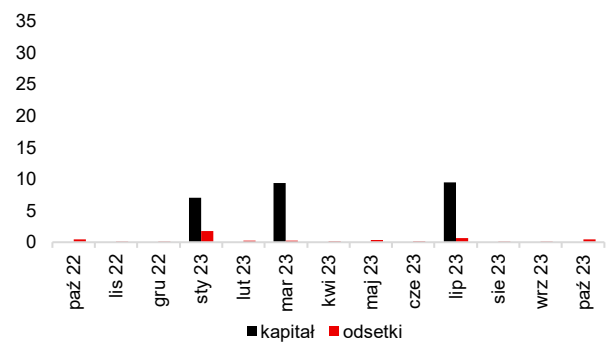
Source: Refinitiv Datastream, Santander

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
		1 luty PL: PMI przemysł (Sty) DE: PMI przemysł (Sty) EZ: PMI przemysł (Sty) EZ: HICP wstępny szacunek (Sty) EZ: Stopa bezrobocia (Sty) US: Raport ADP US: ISM przemysł (Sty) US: Decyzja FOMC	2 DE: Eksport (Gru) EZ: Decyzja EBC US: Zamówienia na dobra trwałe (Gru) CZ: Decyzja CNB US: Zamówienia przemysłowe (Gru)	3 CN: PMI usługi (Sty) DE: PMI usługi (Sty) EZ: PMI usługi (Sty) EZ: Inflacja PPI (Gru) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Sty) US: Wynagrodzenia (Sty) US: Stopa bezrobocia (Sty) US: ISM usługi (Sty)
6 DE: Zamówienia w przemyśle (Gru) HU: Sprzedaż detaliczna (Gru) CZ: Produkcja przemysłowa (Gru) EZ: Sprzedaż detaliczna (Gru)	7 CN: Rezerwy walutowe (Sty) DE: Produkcja przemysłowa (Gru) HU: Produkcja przemysłowa (Gru) CZ: Sprzedaż detaliczna (Gru) CZ: Rezerwy walutowe (Sty)	8 CZ: Stopa bezrobocia (Sty) PL: NBP decyzja ws. stóp proc	9 DE: Inflacja CPI – wst. (Sty)	10 CN: Inflacja CPI (Sty) CN: Inflacja PPI (Sty) CZ: Inflacja CPI (Sty) HU: Inflacja CPI (Sty) US: Wskaźnik Michigan –wst. (Lut) PL: Minutes RPP (Sty)
13 HU: Produkcja przemysłowa – fin. (Gru) PL: Bilans płatniczy (Sty) CZ: Bilans płatniczy (Sty)	14 HU: PKB – wst. (IV kw.) PL: PKB – wst. (IV kw.) EZ: PKB – wst. (IV kw.) US: Inflacja CPI (Wrz)	15 PL: Inflacja CPI (Sty) EZ: Produkcja przemysłowa (Gru) US: Sprzedaż detaliczna (Sty) US: Produkcja przemysłowa (Sty)	16 CN: Ceny domów (Sty) US: Inflacja PPI (Sty) US: Pozwolenia na budowę domów (Sty) US: Rozpoczęte budowy domów (Sty)	17 EZ: Bilans płatniczy (Gru)
20 CN: Decyzja PBoC DE: Inflacja PPI (Sty) PL: Inflacja PPI (Sty) PL: Produkcja przemysłowa (Sty) PL: Zatrudnienie (Sty) PL: Wynagrodzenia (Sty)	21 PL: Sprzedaż detaliczna (Sty) PL: Produkcja budowlana (Sty) DE: PMI przemysł – wst (Lut) EZ: PMI przemysł – wst (Lut) DE: Indeks ZEW (Lut) EZ: Indeks ZEW (Lut) US: PMI przemysł (Lut)	22 DE: Indeks Ifo (Lut) PL: Podaż pieniądza M3 (Sty) PL: Koniunktura konsumencka (Lut) PL: Koniunktura gospodarcza (Lut) US: Minutes FOMC (Lut)	23 HU: Wynagrodzenia (Gru) PL: Stopa bezrobocia (Sty) EZ: Inflacja HICP – fin (Sty)	24 DE: PKB (IV kw.) HU: Stopa bezrobocia (Sty) US: Inflacja PCE (Sty) US: Wydatki konsumpcyjne (Sty) US: Dochody osobiste (Sty) US: Wskaźnik Michigan – fin. (Lut) US: Pozwolenia na budowę (Sty) US: Sprzedaż n. domów (Sty)
27 US: Zamówienia na dobra trwałe (Sty) US: Niezakończona sprzedaż domów (Sty)	28 DE: Inflacja CPI – wst. (Lut) CZ: Inflacja PPI (Sty) PL: PKB (IV kw.) CZ: Podaż pieniądza M3 (Sty) HU: Decyzja MNB US: Indeks cen domów S&P (Gru) US: wsk. Conference Board (Lut)			

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2023 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC		2	16		4	15	27		14	26		14
Decyzja Fed		1	22		3	14	26		20		1	13
Decyzja RPP	4	8	8	5	10	6	6		6	4	8	6
Minutes RPP	5	10	10	7	12	9	7	23		6	10	8
Szybki szacunek PKB*		14			16			16			14	
PKB*		28			31			31			30	
Inflacja CPI	13	15	15	14	15	15	14	14	15	13	15	15
Inflacja bazowa			16	17	16	16	17	16	18	16	16	18
Ceny producenta	23	20	20	24	22	21	20	21	20	19	21	20
Produkcja przemysłowa	23	20	20	24	22	21	20	21	20	19	21	20
Sprzedaż detaliczna	23	21	21	24	23	22	21	22	21	20	22	21
Płace brutto, zatrudnienie	20	20	20	21	22	21	20	21	20	19	21	20
Handel zagraniczny	17	15	15	14	16	15	14	17	15	16	17	15
Bilans płatniczy*			31			30			29			29
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	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

		sty 22	lut 22	mar 22	kwi 22	maj 22	cze 22	lip 22	sie 22	wrz 22	paź 22	lis 22	gru 22	sty 23	lut 23
PMI	pkt.	54.5	54.7	52.7	52.4	48.5	44.4	42.1	40.9	43.0	42.0	43.4	45.6	47.5	49.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	18.0	17.3	15.4	12.4	14.9	10.4	7.1	10.9	9.8	6.6	4.5	1.0	5.1	-0.4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	20.8	21.2	27.6	9.0	13.0	6.0	4.1	5.9	0.2	3.9	4.0	-0.8	-1.9	-6.3
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	20.0	16.5	22.0	33.4	23.6	19.9	18.4	21.5	21.9	18.3	18.4	15.5	16.4	16.0
Stopa bezrobocia	%	5.9	5.9	5.8	5.6	5.4	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.5	5.5
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	9.5	11.7	12.4	14.1	13.5	13.0	15.8	12.7	14.5	13.0	13.9	10.3	13.8	12.0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2.3	2.2	2.4	2.8	2.4	2.2	2.3	2.4	2.3	2.4	2.3	2.2	2.0	1.7
Eksport (w euro)	% r/r	27.4	20.3	11.9	17.6	26.8	21.5	20.3	27.6	26.5	24.4	20.3	15.6	22.3	17.7
Import (w euro)	% r/r	38.7	29.7	31.4	36.0	32.7	27.1	21.8	29.4	30.1	25.3	17.7	13.7	25.9	19.0
Bilans handlowy	mIn EUR	-636	-1,707	-4,553	-2,743	-1,488	-1,055	-1,852	-2,612	-2,084	-2,284	-1,496	-2,148	-1,666	-2,339
Rachunek bieżący	mIn EUR	-1,091	-2,032	-4,206	-2,834	-1,078	-499	-1,206	-2,743	-1,839	-597	-422	-1,764	-1,693	-2,322
Rachunek bieżący	% PKB	-1.7	-2.0	-2.7	-3.3	-3.4	-3.5	-3.4	-3.5	-3.5	-3.7	-3.5	-3.1	-3.2	-3.2
Inflacja (CPI)	% r/r	9.4	8.5	11.0	12.4	13.9	15.5	15.6	16.1	17.2	17.9	17.5	16.6	17.6	18.8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	6.1	6.7	6.9	7.7	8.5	9.1	9.3	9.9	10.7	11.0	11.4	11.5	11.3	10.8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	16.1	16.1	21.9	24.1	24.7	25.6	25.5	25.5	24.6	23.1	21.1	20.4	18.2	17.8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7.7	8.0	7.9	8.2	7.6	6.5	6.2	7.4	7.7	7.0	5.6	5.4	5.6	4.8
Zobowiązania	% r/r	7.8	7.0	5.9	6.4	6.3	5.5	5.5	7.0	7.8	7.0	5.7	5.8	7.4	7.3
Należności	% r/r	4.9	6.2	6.4	7.4	6.8	7.3	6.8	7.4	6.4	4.4	2.6	1.4	1.6	0.6
EUR/PLN	PLN	4.55	4.55	4.76	4.65	4.65	4.64	4.77	4.72	4.74	4.81	4.70	4.68	4.70	4.74
USD/PLN	PLN	4.02	4.01	4.32	4.29	4.40	4.39	4.69	4.66	4.79	4.89	4.61	4.42	4.36	4.41
CHF/PLN	PLN	4.38	4.35	4.64	4.55	4.49	4.53	4.83	4.87	4.92	4.91	4.77	4.75	4.72	4.73
Stopa referencyjna *	%	2.25	2.75	3.50	4.50	5.25	6.00	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 3M	%	2.78	3.33	4.27	5.48	6.41	6.85	7.03	7.04	7.16	7.34	7.44	7.10	6.95	6.91
Rentowność obligacji 2L	%	3.31	3.72	5.19	6.36	6.52	7.47	7.48	6.91	6.80	8.13	7.49	6.81	6.10	6.08
Rentowność obligacji 5L	%	3.98	4.03	5.21	6.51	6.98	7.54	6.78	6.24	6.69	8.09	7.58	6.74	6.00	5.87
Rentowność obligacji 10L	%	4.00	3.98	4.90	6.01	6.67	7.22	6.41	5.82	6.32	7.88	7.33	6.65	6.18	5.94

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	3,084.4	3,457.5	691.5	723.3	779.1	890.5	796.3	818.3	859.3	983.7
PKB	% r/r	-2.0	6.8	4.9	0.7	8.6	5.8	3.6	2.2	-1.0	0.1	0.4	2.6
Popyt krajowy	% r/r	-2.7	8.4	5.5	0.3	12.0	6.9	3.1	1.7	-1.6	0.0	-0.4	2.5
Spożycie indywidualne	% r/r	-3.6	6.3	3.0	0.6	6.7	6.4	0.9	-1.6	-1.0	-1.0	0.8	3.5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-2.3	2.1	4.6	-0.4	4.7	6.6	2.0	5.2	0.0	-2.0	0.0	0.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1.1	14.5	10.4	2.2	16.8	12.5	9.3	4.0	0.9	0.8	2.9	4.2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-3.5	1.6	7.6	-1.5	23.7	9.2	3.3	2.1	-5.5	-3.3	1.5	-0.2
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3.0	7.4	5.5	0.1	9.7	9.7	3.3	0.3	-2.0	-1.7	0.5	3.4
Stopa bezrobocia *	%	6.8	5.8	5.2	5.8	5.8	5.2	5.1	5.2	5.5	5.5	5.6	5.8
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	5.3	8.9	12.0	10.5	9.7	11.8	14.6	11.9	11.7	10.1	9.5	10.5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1.0	0.4	2.0	0.7	1.9	2.0	2.4	1.7	1.2	0.6	0.5	0.4
Eksport (w euro)	% r/r	0.1	19.5	21.5	5.8	19.4	21.9	24.8	20.1	15.3	1.7	2.2	4.7
Import (w euro)	% r/r	-4.9	27.0	27.2	7.5	33.1	31.9	27.1	18.8	15.4	2.8	4.7	7.6
Bilans handlowy	mIn EUR	6,975	-7,620	-24,751	-32,257	-6,992	-5,287	-6,544	-5,928	-8,139	-6,381	-8,872	-8,865
Rachunek bieżący	mIn EUR	12,811	-8,261	-20,378	-24,381	-7,402	-4,416	-5,777	-2,783	-7,499	-4,664	-7,332	-4,886
Rachunek bieżący	% PKB	2.4	-1.4	-3.1	-3.3	-2.7	-3.5	-3.5	-3.1	-3.0	-3.0	-3.1	-3.3
Wynik general government	% PKB	-6.9	-1.8	-2.6	-5.2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3.4	5.1	14.3	13.1	9.6	13.9	16.3	17.3	17.5	13.6	11.7	9.8
Inflacja (CPI) *	% r/r	2.4	8.8	16.6	9.8	11.0	15.5	17.2	16.6	16.0	12.6	10.8	10.1
Inflacja bazowa po wył cen żywności i energii	% r/r	3.9	4.1	9.1	8.8	6.6	8.4	10.0	11.3	10.9	9.6	8.3	6.6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0.6	7.9	22.4	8.6	18.0	24.8	25.2	21.5	15.7	7.8	5.4	5.6
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	16.4	8.9	6.6	5.2	7.9	6.5	7.7	5.4	4.0	5.6	3.2	5.2
Zobowiązania *	% r/r	12.3	8.8	5.8	4.9	5.9	5.5	7.8	5.8	7.2	7.8	5.1	4.9
Należności *	% r/r	0.2	5.1	1.4	2.5	6.4	7.3	6.4	1.4	-0.2	-1.5	-1.5	2.5
EUR/PLN	PLN	4.44	4.57	4.69	4.67	4.62	4.65	4.75	4.73	4.72	4.69	4.66	4.63
USD/PLN	PLN	3.89	3.86	4.46	4.40	4.11	4.36	4.71	4.64	4.42	4.50	4.39	4.31
CHF/PLN	PLN	4.15	4.22	4.67	4.65	4.46	4.52	4.88	4.81	4.74	4.73	4.61	4.52
Stopa referencyjna *	%	0.10	1.75	6.75	6.75	3.50	6.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
WIBOR 3M	%	0.67	0.54	6.02	6.97	3.46	6.25	7.08	7.29	6.95	6.98	6.98	6.98
Rentowność obligacji 2L	%	0.50	0.79	6.35	6.07	4.07	6.78	7.06	7.48	6.10	6.18	6.05	5.95
Rentowność obligacji 5L	%	0.96	1.39	6.36	5.93	4.41	7.01	6.57	7.47	5.94	6.08	5.93	5.80
Rentowność obligacji 10L	%	1.52	1.97	6.10	6.00	4.29	6.63	6.19	7.29	6.04	6.13	5.98	5.85

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 02.02.2023 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>

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. 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.