

MAKROskop Lite

Za wcześnie na panikę

■ Wstępne dane o PKB za 2023 r. okazały się dużym rozczarowaniem, pokazując wzrost o zaledwie 0,2%. Moglibyśmy odczuwać pewną satysfakcję z tego, że to wynik niemal dokładnie zbliżony z naszą prognozą sprzed ponad roku (w grudniu 2022 przewidywaliśmy wzrost w kolejnym roku o 0,1%), gdyby nie to, że w ostatnich miesiącach byliśmy raczej w gronie optymistów i nasza ostatnia prognoza zakładała wzrost o 0,6%. Tak niski odczyt roczny może oznaczać, że końcówka roku w gospodarce była bardzo słaba (**jeśli przyjmujemy, że nie było rewizji trzech poprzednich kwartałów, to wg naszych szacunków wzrost PKB w IV kw. musiałby spaść o ponad 1% kw/kw po korekcie sezonowej**). Tak jednak być nie musiało: jeżeli byłyby jakieś korekty danych wstecz, to o IV kwartale na razie niewiele wiemy. Co więcej, warto pamiętać, że wstępny wynik PKB za cały rok potrafi podlegać mocnym rewizjom – tak było ze wzrostem PKB w 2022 r. który z czasem został skorygowany w górę o 0,4pp. (z 4,9% do 5,3%).

■ Tak czy inaczej, nowe dane stawiają pewien znak zapytania nad prognozami na 2024 r., szczególnie w przypadku tych analityków, którzy ostatnio mocno podnosili swoje szacunki. My nie należeliśmy do tej grupy i **nadal uważamy, że PKB w 2024 ma szansę wzrosnąć o ok. 3%, a jego głównymi motorami będą konsumpcja i inwestycje**. Źródłem przyspieszenia konsumpcji będzie silny strumień dochodów gospodarstw domowych, który pozwoli na realny wzrost wydatków, nawet przy odbudowie stopy oszczędności. Z kolei inwestycjom będzie sprzyjać odblokowane fundusze UE oraz kontynuacja procesów związanych z automatyzacją, transformacją energetyczną, reorganizacją łańcuchów dostaw. Nadal pozostajemy ostrożni jeśli chodzi o perspektywy polskiego eksportu, choć warto odnotować pojawiające się coraz liczniej sygnały stopniowej poprawy nastrojów w światowym przemyśle.

■ Tezy o zapaści konsumpcji wydają się przedwczesne, za czym przemawiają naszym zdaniem: po pierwsze niezmiennie poprawiające się wskaźniki optymizmu konsumentów, po drugie rosnąca w niezłym tempie sprzedaż kredytów detalicznych, w tym konsumpcyjnych, po trzecie sytuacja na rynku pracy i mocny wzrost realnej siły nabywczej dochodów osobistych.

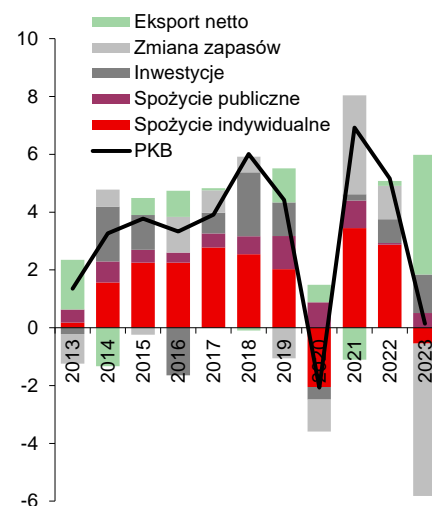
■ Scenariusz dotyczący tegorocznej inflacji, który zaprezentowaliśmy w [grudniowym raporcie](#), pozostaje mniej więcej aktualny: **już w styczniu dynamika CPI zbliży się do 4%, w marcu ma szansę zejść niemal do celu inflacyjnego 2,5%, po czym w kolejnych miesiącach odbije w górę, kończąc rok w pobliżu 7%**. Inflacja bazowa będzie się z kolei stabilizować w przedziale 4,5%-5,0%.

■ Bank centralny pozostaje w trybie wyczekiwania, sugerując, że kluczowe będzie marcowe posiedzenie, na którym wg prezesa Głapińskiego „wszystko będzie jasne”, co pozwoli rozważyć kolejne decyzje w zakresie polityki pieniężnej. Naszym zdaniem na początku marca stan wiedzy o perspektywach inflacji nie będzie wcale dużo większy niż teraz – najprawdopodobniej wciąż nie będzie pewności co z dalszymi losami tarcz antyinflacyjnych, znane będą zaledwie wstępne dane o inflacji styczniowej, ale bez wpływu rewizji wag w koszyku CPI. Nowa projekcja NBP wciąż będzie więc oparta w dużym stopniu o arbitralne założenia. Nie wiemy jakie dokładnie te założenia będą, ale intuicja podpowiada, że **zaprezentowane wyniki pozwolą uzasadnić utrzymanie stóp procentowych bez zmian**. Co ważne, RPP nie powinna być bardzo rozczarowana ostatnimi danymi o PKB, ponieważ w listopadowej projekcji założono wzrost w 2023 o zaledwie 0,3%.

■ Kurs EURPLN przesunął się po wyborach wyraźnie w dół, do przedziału 4,30-4,40. **Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach jest jeszcze trochę miejsca na umocnienie złotego i w perspektywie I półrocza kurs może zbliżyć się do 4,20-4,25**. Impulsem do tego będzie po pierwsze weryfikacja rynkowych oczekiwań dot. obniżek stóp procentowych, po tym jak na kolejnych posiedzeniach RPP nie będzie łagodziła polityki pomimo spadającej inflacji, a po drugie zakładane przez nas uruchomienie wypłat z KPO i funduszy spójności. W końcówce roku możliwa jest lekka korekta złotego, do czego z jednej strony może się przyczynić wzrost premii za ryzyko geopolityczne (m.in. w związku z wyborami w USA), z drugiej strony rozpoczęcie przez RPP cyklu obniżek stóp.

■ Rynek długu jak dotąd dość dobrze reagował na zwiększone podaż SPW od początku roku, ale mogło to być związane z wysokimi zapadalnościami w pierwszym miesiącu roku i budowaniu pozycji przez inwestorów. **W lutym i marcu zakładamy znacznie większe emisje netto, co mimo utrzymania poziomu na dłużej na globalnych rynkach może finalnie przełożyć się na lekką korektę spreadów kredytowych i wystromienie krzywej**. W perspektywie kolejnych miesięcy powinna się utrzymać tendencja stopniowych spadków rentowności.

Wzrost PKB i jego główne składowe, %



Źródło: GUS, Santander

Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

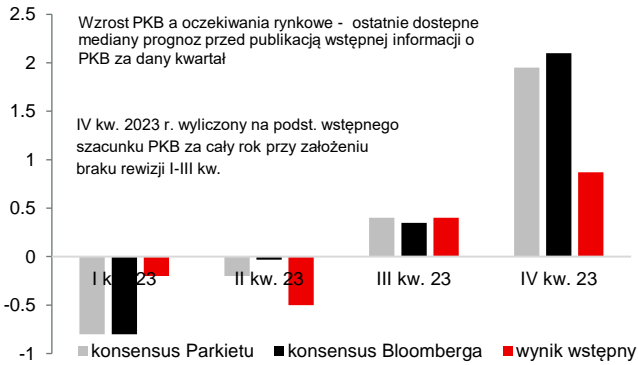
- [Staby PKB w IV kw., konsumpcja rozczarowała](#)
- [Słaba sprzedaż i płace, mocna produkcja](#)
- [Złagodzenie presji cenowej w grudniu](#)
- [Inflacji nie ma... ale wróci](#)
- [Kolejne dane słabsze od prognoz](#)

Departament Analiz Ekonomicznych:

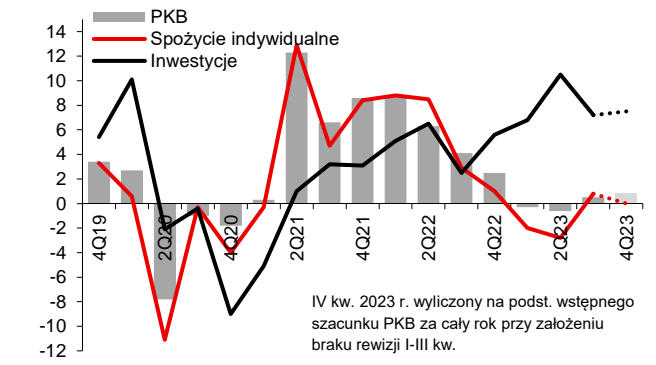
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 691 393 119
 Bartosz Biały 517 881 807
 Cezary Chrapek, CFA 887 842 480
 Marcin Luziński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

Gospodarka na wykresach

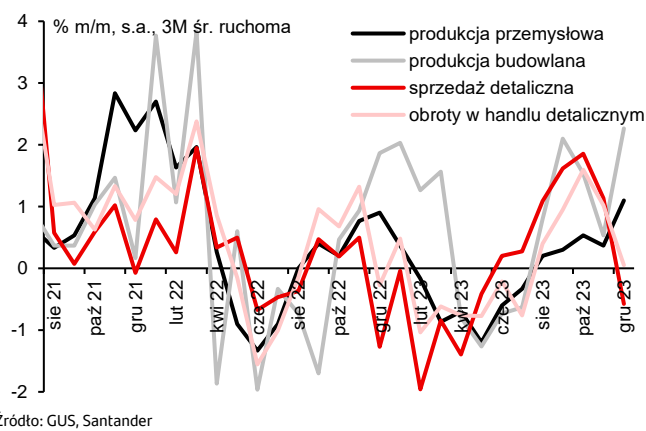
Wzrost PKB w IV kw. mógł być dużym rozczarowaniem



... głównie przez brak odbicia konsumpcji prywatnej



... słabo wypadła pod koniec roku też sprzedaż detaliczna



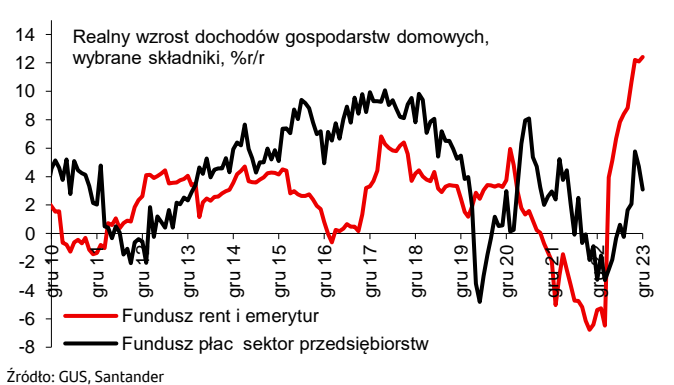
Obraz stagnacji w konsumpcji kłóci się z postępującą poprawą nastrojów konsumentów,



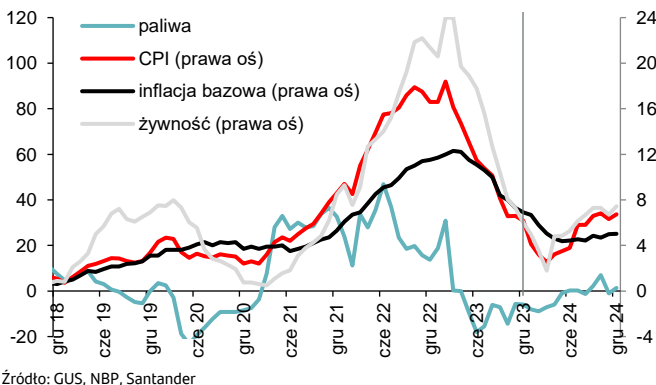
... ożywieniem w kredycie konsumpcyjnym



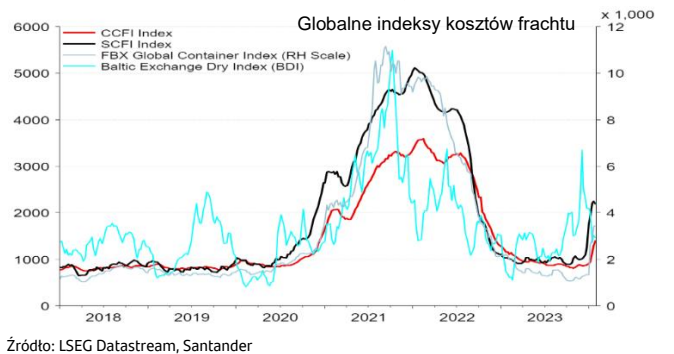
... i solidnym wzrostem realnych dochodów



Inflacja zeszała niżej od oczekiwań, ale odbije gdy znikną tarcze

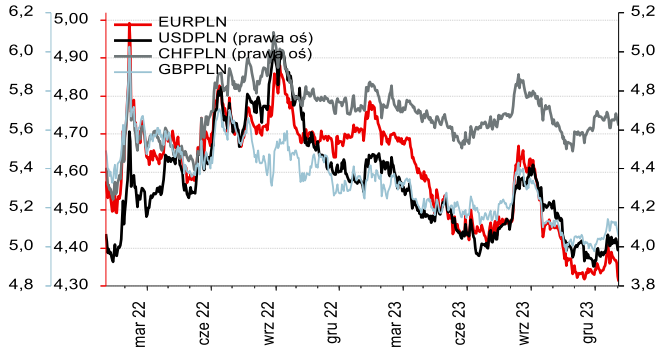


Do tego pojawił się nowy impuls kosztowy przez blokadę Morza Czerwonego



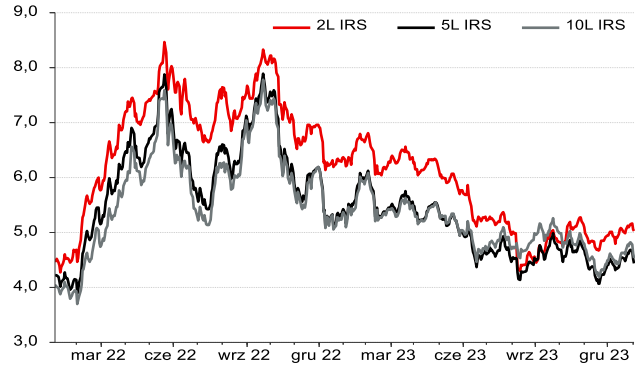
Rynek na wykresach

Notowania złotego



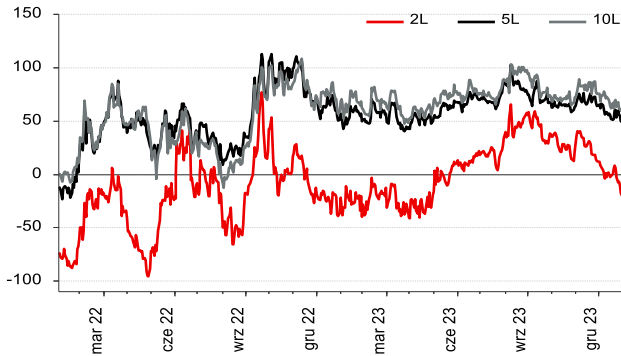
Source: LSEG Datastream, Santander

IRS (%)



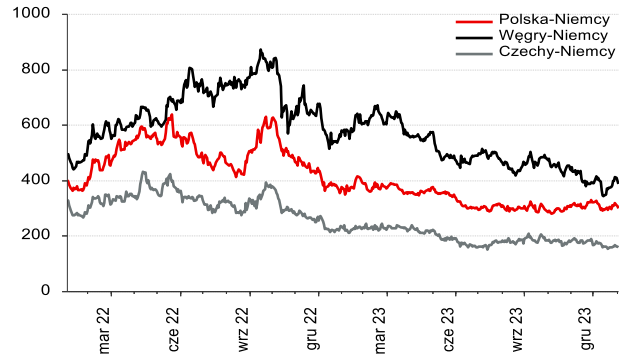
Source: LSEG Datastream, Santander

Spready asset swap (pb)



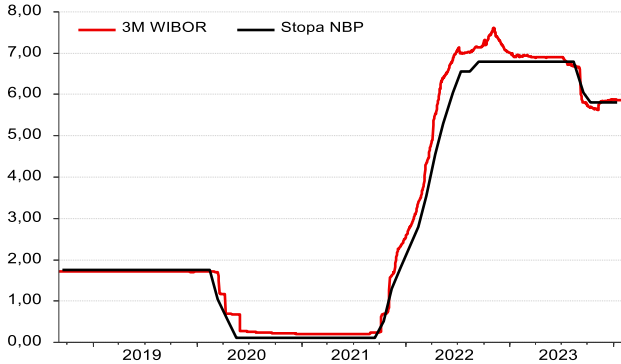
Source: LSEG Datastream, Santander

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



Source: LSEG Datastream, Santander

Stopy procentowe



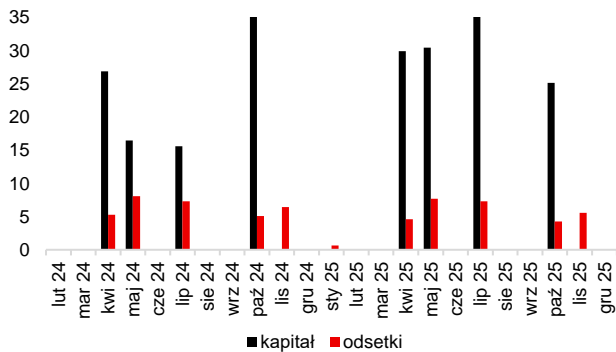
Source: LSEG Datastream, Santander

Rentowności polskich obligacji (%)



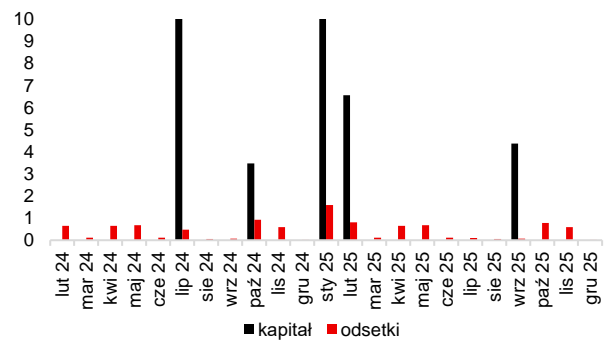
Source: LSEG Datastream, Santander

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
29 stycznia Brak publikacji	30 CZ: PKB IV kw. DE: PKB IV kw. EZ: PKB IV kw. EZ: Wsk. ESI (Sty) HU: Decyzja MNB ws. stóp proc. US: Wsk. Conference Board (Sty)	31 PL: PKB 2023 DE: Inflacja HICP – wst. (Sty) US: Raport ADP (Sty) US: Decyzja FOMC ws. stóp	1 lutego PL: PMI przemysł (Sty) DE: PMI przemysł – fin. (Sty) EZ: PMI przemysł – fin. (Sty) EZ: Inflacja HICP – wst. (Sty) EZ: Stopa bezrobocia (Gru) US: ISM przemysł (Sty)	2 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Sty) US: Stopa bezrobocia (Sty) US: Zamówienia przemysłowe (Gru) US: Zamówienia na dobra trwałe – fin. (Gru)
5 CN: Caixin PMI usługi (Sty) DE: Bilans handlowy (Gru) DE: PMI usługi – fin. (Sty) EZ: PMI usługi – fin. (Sty) US: ISM usługi (Sty)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (Gru) HU: Produkcja przemysłowa (Gru) CZ: Produkcja przemysłowa (Gru) EZ: Sprzedaż detaliczna (Gru)	7 PL: Decyzja NBP ws. stóp proc. DE: Produkcja przemysłowa (Gru) CZ: Sprzedaż detaliczna (Gru) US: Bilans handlowy (Gru)	8 CN: Inflacja CPI (Sty) CN: Inflacja PPI (Sty)	9 PL: NBP Minutes DE: Inflacja HICP – fin. (Sty) HU: Inflacja CPI (Sty)
12 Brak publikacji	13 PL: Bilans płatniczy (Gru) DE: Wsk. ZEW (Lut) US: Inflacja CPI (Sty)	14 PL: PKB IV kw. – wst. HU: PKB IV kw. – wst. EZ: PKB IV kw. – wst. EZ: Produkcja przemysłowa (Gru) HU: MNB Minutes	15 PL: Inflacja CPI (Sty) CZ: Inflacja CPI (Sty) EZ: Bilans handlowy (Gru) US: Sprzedaż detaliczna (Sty) US: Produkcja przemysłowa (Sty)	16 US: Pozwolenia na budowę (Sty) US: Rozpoczęte budowy domów (Sty) US: Wsk. Michigan – wst. (Lut)
19 Brak publikacji	20 PL: Płace brutto (Sty) PL: Zatrudnienie (Sty) PL: Inflacja PPI (Sty) PL: Produkcja sprzedana przemysłu (Sty)	21 PL: Nastroje konsumentów (Lut) PL: Produkcja budowlana (Sty) PL: Sprzedaż detaliczna (Sty) US: FOMC Minutes	22 PL: Podaż pieniądza M3 (Sty) DE: PMI przemysł – wst. (Lut) DE: PMI usługi – wst. (Lut) EA: PMI przemysł – wst. (Lut) EA: PMI usługi – wst. (Lut)	23 PL: Stopa bezrobocia (Sty) DE: PKB IV kw. – fin. DE: Wsk. IFO (Lut)
26 US: Sprzedaż nowych domów (Sty)	27 US: Zamówienia dóbr trwałych – wst. (Sty) US: Wsk. Conference Board (Lut)	28 EA: Wsk. ESI (Lut) US: PKB IV kw.	29 PL: PKB IV kw. – fin. DE: Inflacja HICP – wst. (Lut) US: Dochody osobiste (Sty) US: Wydatki osobiste (Sty)	1 marca PL: PMI przemysł (Lut) CN: Caixin PMI przemysł (Lut) DE: PMI przemysł – fin. (Lut) EA: PMI przemysł – fin. (Lut) US: Wsk. Michigan – fin. (Lut) US: ISM przemysł (Lut)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2024 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC			7	11		6	18		12	17		12
Decyzja Fed	31		20		1	12	31		18		7	18
Decyzja RPP	9	7	6	4	9	5	3	20	4	2	6	4
Minutes RPP	11	9	8	8	13	7	5	22		4	8	6
Szybki szacunek PKB*		14			15			14			14	
PKB*		29				3		29			28	
Inflacja CPI	15	15	15	15	15	14	15	14	13	15	15	13
Inflacja bazowa	16											
Ceny producenta	19	20	20	22	22	20	18	21	19	21	25	19
Produkcja przemysłowa	22	20	20	22	22	20	18	21	19	21	25	19
Sprzedaż detaliczna	22	22	21	23	23	24	22	22	23	22	26	20
Płace brutto, zatrudnienie	22	20	20	22	22	20	18	21	19	21	25	19
Handel zagraniczny	17	15	14	15	15	14	15	14	13	14	15	13
Bilans płatniczy*			29			28			30			30
Bilans płatniczy	12	13	15	12	14							
Podaż pieniądza	24	22	22	23	24	24	22	23	23	22	26	23

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów *dane kwartalne

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sty 23	lut 23	mar 23	kwi 23	maj 23	cze 23	lip 23	sie 23	wrz 23	paź 23	lis 23	gru 23	sty 24	lut 24
PMI	pkt.	47.5	48.5	48.3	46.6	47.0	45.1	43.5	43.1	43.9	44.5	48.7	47.4	47.1	47.7
Produkcja przemysłowa	% r/r	1.8	-1.0	-3.0	-6.0	-2.8	-1.1	-2.3	-1.9	-3.3	1.9	-0.3	-3.9	3.1	2.5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	2.0	6.6	-1.6	1.1	-0.6	1.6	1.1	3.5	11.5	9.8	3.9	14.0	5.5	3.3
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	0.1	-5.0	-7.3	-7.3	-6.8	-4.7	-4.0	-2.7	-0.3	2.8	-0.3	-2.3	1.0	1.7
Stopa bezrobocia	%	5.5	5.5	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	5.4	5.4
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	13.6	13.6	12.6	12.1	12.2	11.9	10.4	11.9	10.3	12.8	11.8	9.6	10.5	9.2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1.1	0.8	0.5	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.3	-0.1
Eksport (w euro)	% r/r	19.2	14.8	16.1	1.8	4.3	4.0	0.0	-2.3	-4.2	2.3	-2.1	-3.6	3.1	3.9
Import (w euro)	% r/r	10.4	-1.6	3.3	-9.6	-5.0	-5.8	-7.4	-11.9	-14.7	-7.7	-8.0	-9.9	4.7	6.6
Bilans handlowy	mln EUR	1,557	643	863	402	1,044	1,633	302	340	802	1,287	230	-321	1,169	-42
Rachunek bieżący	mln EUR	2,246	1,467	1,372	-230	589	1,272	157	556	1,176	2,119	1,325	99	1,766	710
Rachunek bieżący	% PKB	-2.0	-1.3	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.5	1.0	1.1	1.4	1.6	1.5	1.4
Inflacja (CPI)	% r/r	16.6	18.4	16.1	14.7	13.0	11.5	10.8	10.1	8.2	6.6	6.6	6.2	4.1	3.2
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	11.7	12.0	12.3	12.2	11.5	11.1	10.6	10.0	8.4	8.0	7.3	6.9	6.7	5.8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	20.1	18.2	10.3	6.2	2.8	0.3	-2.1	-2.9	-2.7	-4.2	-5.1	-6.4	-8.6	-8.3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6.9	7.4	6.5	6.7	7.1	7.9	8.0	7.3	8.3	8.2	7.6	8.5	7.9	7.0
Zobowiązania	% r/r	7.5	9.1	8.9	9.4	9.2	9.8	9.9	9.1	9.8	9.8	8.9	9.8	10.5	9.0
Należności	% r/r	1.5	0.7	0.4	-1.0	-0.8	-1.1	-1.8	-3.1	-1.7	-2.1	-1.6	0.0	1.2	1.3
EUR/PLN	PLN	4.70	4.74	4.69	4.64	4.54	4.46	4.44	4.46	4.60	4.51	4.40	4.33	4.36	4.33
USD/PLN	PLN	4.36	4.43	4.38	4.23	4.18	4.12	4.02	4.09	4.30	4.27	4.07	3.97	4.00	3.99
CHF/PLN	PLN	4.72	4.79	4.74	4.71	4.65	4.57	4.60	4.65	4.79	4.72	4.57	4.59	4.66	4.59
Stopa referencyjna *	%	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 3M	%	6.95	6.93	6.92	6.90	6.90	6.90	6.81	6.69	5.99	5.68	5.76	5.86	5.87	5.87
Rentowność obligacji 2L	%	6.10	6.26	6.12	6.13	5.93	5.93	5.51	5.40	5.03	5.23	5.32	5.10	5.00	4.89
Rentowność obligacji 5L	%	6.00	6.21	6.11	6.07	5.90	5.79	5.41	5.39	5.23	5.44	5.33	5.00	5.07	5.08
Rentowność obligacji 10L	%	6.06	6.26	6.17	6.09	5.94	5.94	5.57	5.61	5.70	5.86	5.57	5.24	5.28	5.35

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	mld PLN	2,631.3	3,067.5	3,382.0	3,599.9	799.9	816.7	845.4	920.0	832.6	863.3	931.0	1,002.2
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.0	-0.3	-0.6	0.5	0.9	2.2	3.1	3.3	3.5
Popyt krajowy	% r/r	8.5	5.2	-4.1	4.1	-4.8	-2.9	-5.2	-3.4	1.8	2.5	5.8	6.1
Spożycie indywidualne	% r/r	6.2	5.2	-1.0	3.0	-2.0	-2.8	0.8	0.0	2.5	2.5	3.0	4.0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1.2	4.9	8.0	4.2	6.8	10.5	7.2	7.5	6.0	3.5	4.0	4.0
Produkcja przemysłowa	% r/r	14.5	10.4	-1.9	3.9	-0.9	-3.3	-2.5	-0.7	1.2	4.7	5.1	4.6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	1.6	7.6	4.9	12.2	1.9	0.6	5.4	9.5	5.4	12.9	16.5	12.2
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	7.4	5.5	-3.6	2.7	-5.3	-6.8	-2.6	0.1	2.4	1.6	2.2	4.4
Stopa bezrobocia *	%	5.8	5.2	5.1	4.9	5.4	5.0	5.0	5.1	5.3	4.9	4.8	4.9
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	8.9	12.1	12.6	9.7	14.3	13.8	11.0	11.3	9.8	9.5	9.5	9.8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0.6	2.0	0.5	-0.1	1.0	0.8	0.4	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.1
Eksport (w euro)	% r/r	19.5	22.2	3.8	3.4	16.6	3.3	-2.1	-1.1	1.8	2.2	4.0	5.5
Import (w euro)	% r/r	27.0	27.7	-6.0	6.8	3.7	-6.8	-11.4	-8.5	4.3	6.2	7.9	9.0
Bilans handlowy	mldn EUR	-7,682	-24,274	8,768	-2,290	3,060	3,057	1,455	1,196	1,004	-49	-1,504	-1,740
Rachunek bieżący	mldn EUR	-7,398	-15,716	12,134	1,786	5,089	1,600	1,902	3,543	2,737	-1,605	-778	1,432
Rachunek bieżący	% PKB	-1.3	-2.4	1.6	0.2	-0.7	0.0	1.0	1.6	1.3	0.8	0.5	0.2
Wynik general government	% PKB	-1.8	-3.8	-5.3	-5.1	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	5.1	14.4	11.4	4.9	17.0	13.1	9.7	6.4	3.3	3.5	6.1	6.6
Inflacja (CPI) *	% r/r	8.6	16.6	6.2	6.7	16.1	11.5	8.2	6.2	2.5	3.8	6.6	6.7
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	4.1	9.1	10.2	4.9	12.0	11.6	9.7	7.4	5.8	4.5	4.6	4.9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7.9	22.4	2.9	-4.0	16.2	3.1	-2.6	-5.2	-8.3	-5.6	-2.7	0.5
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	8.9	5.4	8.5	8.9	6.5	7.9	8.3	8.5	7.5	8.3	6.2	8.9
Zobowiązania *	% r/r	8.8	5.8	9.8	9.2	8.9	9.8	9.8	9.8	9.3	10.0	8.0	9.2
Należności *	% r/r	5.1	1.4	0.0	8.1	0.4	-1.1	-1.7	0.0	1.0	2.9	5.0	8.1
EUR/PLN	PLN	4.57	4.69	4.54	4.31	4.71	4.55	4.50	4.42	4.34	4.28	4.28	4.35
USD/PLN	PLN	3.86	4.46	4.20	3.85	4.39	4.18	4.13	4.10	3.97	3.84	3.78	3.80
CHF/PLN	PLN	4.22	4.67	4.68	4.29	4.75	4.65	4.68	4.63	4.56	4.25	4.17	4.18
Stopa referencyjna *	%	1.75	6.75	5.75	5.25	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25
WIBOR 3M	%	0.54	6.02	6.52	5.72	6.93	6.90	6.50	5.77	5.86	5.84	5.75	5.42
Rentowność obligacji 2L	%	0.79	6.35	5.67	4.71	6.16	6.00	5.31	5.22	4.93	4.83	4.66	4.42
Rentowność obligacji 5L	%	1.39	6.36	5.66	4.91	6.11	5.92	5.34	5.26	5.09	5.04	4.84	4.68
Rentowność obligacji 10L	%	1.97	6.10	5.83	5.14	6.16	5.99	5.63	5.56	5.34	5.24	5.05	4.93

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 02.02.2024 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
Bartosz Biatas	– Ekonomista	517 881 807
Cezary Chrapek, CFA	– Ekonomista	887 842 480
Marcin Luziński	– Ekonomista	510 027 662
Grzegorz Ogonek	– Ekonomista	609 224 857



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