

# Komentarz ekonomiczny

## Redystrybucja zamiast rozluźnienia

Marcin Luziński, tel. +48 22 534 18 85, marcin.luzinski@santander.pl

Grzegorz Ogonek, tel. +48 22 534 19 23, grzegorz.ogonek@santander.pl

Rząd znalazł sposób na sfinansowanie kosztownych obietnic wyborczych bez łamania reguły wydatkowej, a nawet bez rezygnacji z dalszej konsolidacji fiskalnej. Zostało to osiągnięte dzięki (1) wskazaniu nowych źródeł dochodów (gdzie jedną z kluczowych ról odgrywa opodatkowanie oszczędności emerytalnych), (2) ograniczeniu przestrzeni do wzrostu wydatków innych niż tych związanych z realizacją przedwyborczych obietnic, może poza kilkoma obszarami, gdzie wzrost nakładów jest wymagany obowiązującymi przepisami. Trajektoria fiskalna przedstawiona w Aktualizacji Programu Konwergencji sugeruje, że (nasze) obawy o poluzowanie polityki fiskalnej i zwiększoną podaż długu były przedwczesne. Trzeba jednak zaznaczyć, że realizacja założonej ścieżki, zarówno po stronie dochodów, jak i wydatków, będzie wymagała podjęcia szeregu działań legislacyjnych, co może być wyzwaniem przed zbliżającymi się jesiennymi wyborami. Istotną część planu to nie są działania, które wyborcy powitają z otwartymi ramionami (nowe/podwyższone podatki, ograniczenie przestrzeni do wydatków na służbę zdrowia, edukację, wynagrodzenia w budżetówce). Widzimy ryzyko, że przynajmniej część tych planów rząd może jeszcze porzucić, szczególnie gdyby majowe wybory do PE nie były korzystne dla PiS i trzeba było walczyć mocniej o elektorat. Niemniej, najnowsza Aktualizacja Programu Konwergencji niweluje dużą część niepewności odnośnie do perspektyw polityki fiskalnej. Nawet jeśli nadwyżka finansów publicznych w 2020 nie jest naszym scenariuszem bazowym, to ryzyko znaczącego rozluźnienia fiskalnego raczej odchodzi w zapomnienie, ponieważ deficyt nawet w scenariuszu negatywnym nie powinien znacząco przekroczyć 1% PKB.

Aktualizacja Programu Konwergencji 2019 (APK) opublikowana 16 kwietnia pokazała ścieżkę mocniejszej konsolidacji fiskalnej niż dokument z ubiegłego roku. Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2019 r. uległo lekkiemu pogorszeniu, do -1,7% PKB (z -1,5%), ale ścieżka na kolejne lata została podniesiona: do +0,2% PKB w 2020 r. (poprzednio pokazywano -1,1%) i -0,3% PKB w 2021 (poprzednio -0,7%). Niższy deficyt przekłada się na niższy profil długu publicznego. W APK relacja długu brutto do PKB spada do 47,9% PKB w 2019 r. (poprzednio wskazywano na 50,4%), 46,0% w 2020 r. (48,7% poprzednio), 42,9% w 2021 r. (46% poprzednio) i 40,6% w 2022. Założenia makroekonomiczne, na których opiera się plan, są dość konserwatywne, ze wzrostem PKB 4% w 2019 r., 3,7% w 2020 r., 3,4% w 2021 r. i 3,3% w 2022 r. Inflacja ma średnio wynieść 1,8% w 2019 r. oraz 2,5% w kolejnych trzech latach.

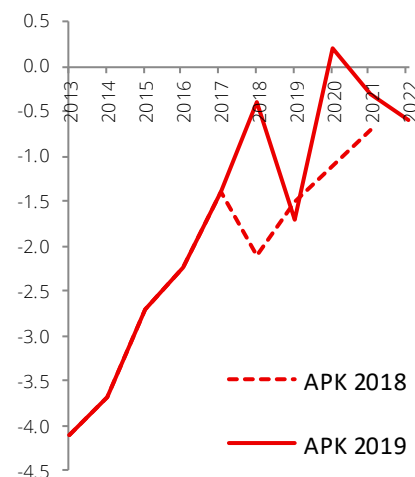
To co najbardziej zaskakuje w APK to nadwyżka budżetowa wykazana w 2020 r., pomimo wdrożenia kosztownego zestawu obietnic wyborczych („Piątki PiS”), choć jeszcze kilka dni temu wydawało się dość prawdopodobne, że zapowiedziane działania poskutkują wyraźnym powiększeniem się deficytu fiskalnego do niemal 3% PKB w 2020 r. Nawet premier Mateusz Morawiecki przyznawał wcześniej, że saldo budżetu najprawdopodobniej pogorszy się w kolejnych latach (jednocześnie zapewniając, że raczej nie dojdzie do przebicia limitu 3%). Przed publikacją APK widzieliśmy również ryzyko, że stabilizująca reguła wydatkowa będzie musiała być zmodyfikowana, żeby pozwolić rządowi na wypełnienie propozycji przedwyborczych. Jednak opublikowany dokument pokazuje, że rządowi udało się ten problem obejść.

### Jak osiągnąć nadwyżkę finansów publicznych w 2020 r.?

Jak sugerowaliśmy w naszym ostatnim [MAKROskopie](#), stabilizująca reguła wydatkowa nie zapewniała wystarczającej przestrzeni dla realizacji pakietu fiskalnego PiS ogłoszonego w lutym. Jednym z możliwych rozwiązań tego problemu mogła być zmiana (lub zawieszenie) reguły, innym znalezienie nowych źródeł dochodów i/lub cięcie wydatków. Wygląda na to, że Minister Finansów Teresa Czerwińska była zdeterminowana, by utrzymać regułę bez zmian i Aktualizacja Programu Konwergencji jest efektem jej uporu.

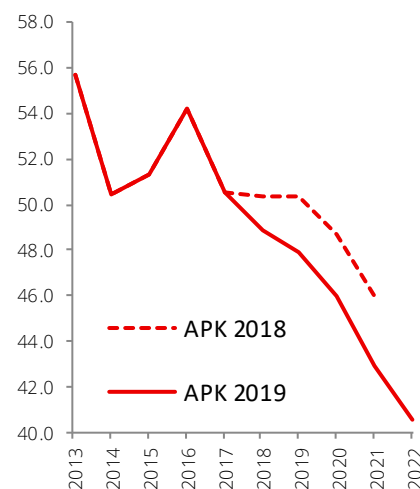
Dochody sektora finansów publicznych, planowane na 2020 r. zostały zrewidowane na 43,0% PKB z 39,9% PKB w szesnastym APK. Oznacza to, że dochody są wyżej nominalnie o ok. 73,5 mld zł niż wcześniej zakładano (przy założeniach MF dot. nominalnego PKB). Wyższy punkt startowy w 2019 r. wyjaśnia naszym zdaniem ok. 33 mld zł z tego wzrostu, a resztę można rozłożyć na zapisane w APK 2019 zmiany dyskrecjonalne i jednorazowe o wartości ok. 41,5 mld zł. Są to:

### Wynik sektora finansów publicznych, zestawienie prognoz rządowych, % PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

### Dług publiczny, zestawienie prognoz rządowych, % PKB



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 Strona www: skarb.santander.pl  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23  
 Konrad Soszyński 22 534 18 86  
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

- 1) Likwidacja OFE (22,8 mld zł)
- 2) Zniesienie 30-krotności podstawy składek emerytalnych (5,2 mld zł)
- 3) Lepsza ściągłość podatków (15,6 mld zł)
- 4) Nowe podatki i podwyżki istniejących (2,5 mld zł)
- 5) Sprzedaż pozwoleń na emisję CO2 (5,7 mld zł)
- 6) Sprzedaż częstotliwości 5G (poniżej 3,5-5,0 mld zł)
- 7) Obniżka PIT, wpływająca ujemnie na dochody (-10,4 mld zł)

Więcej na temat tych rozwiązań piszemy w dalszej części dokumentu. Warto od razu zauważyć, że opodatkowanie oszczędności emerytalnych jest kluczowym elementem tej układanki.

Wyższe dochody to tylko jedna strona medalu. Nadwyżka w 2020 r. jest możliwa także dzięki dość niskim szacunkom wydatków, które mają obniżyć się do 42,8% PKB w 2020 r. z 43,3% PKB w 2019 r. W ujęciu nominalnym oznacza to wzrost łącznych wydatków o ok. 47 mld zł. I jest to wartość dość niska, biorąc pod uwagę (1) Piątkę PiS, (2) wzrost wydatków w innych sektorach wynikający z istniejących już zapisów prawnych.

Według naszych oszacowań, zakładany przez rząd wzrost sumy wydatków ledwie starczy na pokrycie dwóch czynników wymienionych powyżej (dodatkowe wydatki na 500+, autobusy, wyższe nakłady na emeryturę, służbę zdrowia, obronę, naukę wynikające z ustaw, plus założenie, że wydatki samorządów pozostaną stałe w ujęciu do PKB – patrz tabela obok), więc na wzrost w innych kategoriach w zasadzie nie ma już miejsca. Co ciekawe, Ministerstwo Finansów potwierdza ten fakt, a w APK 2019 zapisano: „W rezultacie wzrost wydatków rezydualnych budżetu państwa będzie możliwy na poziomie 1-3% r/r. **Oznacza to konieczność przesunięcia w czasie ścieżek wydatków zdeterminowanych w niektórych ustawach sektorowych (sztywno powiązanych z parametrami makroekonomicznymi), a także priorytetyzacji wydatków.**” APK2019 zakłada zresztą obniżające się ścieżki wydatków (w relacji do PKB) na płace, inwestycje (poza niewielkim wzrostem w 2020 r.) oraz konsumpcję publiczną.

W skrócie, Ministerstwo przyznaje, że założona ścieżka konsolidacji fiskalnej będzie trudna do osiągnięcia bez zmian istniejących już ustaw, tak aby znaleźć miejsce na „Piątkę PiS” kosztem innych dziedzin.

#### Obniżka PIT skromniejsza niż obiecano

Koszty obniżenia PIT okazały się niższe od naszych pierwotnych szacunków, gdyż propozycje podatkowe zostały zaprezentowane w „oszczędniejszej” wersji. Zerowy PIT dla młodych (do 26 roku życia) dotyczyć ma tylko dochodów do 42 764 zł. Ta kwota będzie też nowym progiem podatkowym dla wszystkich podatników – zamiast zastąpienia stawki PIT 18% przez 17%, obecny pierwszy przedział dochodowy zostanie podzielony na pół i stawka 18% nadal będzie obowiązywać dla dochodów z zakresu 42 764 zł do 85 328 zł.

W rezultacie szacunki MF dla kosztów tych propozycji wyraźnie odbiegają w dół od naszych wyliczeń. Zerowy PIT miałby kosztować 1,7 mld zł na rok, podczas gdy według nas mogłoby to być 2,5 mld zł; w 2020 r. wprowadzenie stawki PIT 17% to koszt 5,3 mld zł (nasz szacunek oparty na założeniu o pełnym zastąpieniu stawki 18% wynosił 8 mld zł), ponad dwukrotne zwiększenie kosztów uzyskania przychodów w PIT wyceniono na 3,4 mld zł (szacowaliśmy ten koszt na 3,5 mld zł). W sumie podatkowa część pakietu fiskalnego kosztować może **10,4 mld zł** (0,45% PKB) zamiast wyliczonych przez nas 14 mld zł (0,6% PKB).

#### Zniesienie limitu podstawy składek (30-krotność)

Obecnie składki na ubezpieczenie społeczne przestają być pobierane gdy roczne dochody przekroczą 30-krotność średniej pensji. Rząd próbował usunąć to ograniczenie w 2019 r., ale ustawę podważył Trybunał Konstytucyjny. Dokładniej mówiąc, Trybunał wyraził sprzeciw wobec sposobu przeprowadzenia procesu legislacyjnego a nie wobec idei ustawy, więc rząd zapewne spróbuje jeszcze raz ją przeforsować. Szacunkowy wpływ z tego tytułu dla sektora finansów publicznych to **5,2 mld zł** na rok. Należy jednak podkreślić, że zmiana zwiększy przyszłe zobowiązania systemu emerytalnego, co bije w jego stabilność długookresową.

#### Poprawa ściągłości podatków

Poprawa ściągłości podatków była głównym źródłem wzrostu dochodów budżetowych w poprzednich latach. W 2020 r. rząd planuje dalszy wzrost dochodów o **15,6 mld zł**, głównie dzięki poprawie w zakresie ściągłości podatku VAT (7,9 mld zł), składek na ubezpieczenia społeczne (4,3 mld zł), podatków związanych z działalnością transgraniczną

#### Wzrost wydatków prawnie zdeterminowanych w 2020 – nasze szacunki

	2020
Samorządy	15.9
Emerytury	14.7
500+	10.0
Służba zdrowia	9.8
Obrona	4.7
Pozostałe	7.8
13-sta emerytura	-10.8
Wyrównanie za energię	-4.5
<b>Razem</b>	<b>47.6</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

#### Koszt obietnic przedwyborczych, mld zł

	2019	2020
Rozszerzenie 500+	9.6	20.0
13-sta emerytura	10.8	-
0 PIT dla młodych	0.4	1.7
PIT 17%	-	5.3
Wyższe koszty uzyskania przychodu	-	3.4
Autobusy	0.5	1.0
<b>Razem brutto</b>	<b>21.3</b>	<b>31.4</b>
Wraca w podatkach	3.0	3.8
<b>Razem netto</b>	<b>18.3</b>	<b>27.6</b>
<b>Razem netto (% GDP)</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.2%</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander Bank Polska

(WHT, MDR, GAAR - 1,3 mld zł) oraz dzięki "testowi przedsiębiorcy". Ten ostatni ma na celu przekwalifikowanie niektórych osób „pozornie” samozatrudnionych z powrotem na pracowników etatowych PIT (1,2 mld zł). Naszym zdaniem Ministerstwo jest zbyt optymistyczne, jeśli chodzi o dalsze wzrosty ściągalności podatku VAT.

### Nowe podatki i podwyżki dotychczasowych

Nowe podatki i podwyżki już obowiązujących mają przynieść **2,5 mld zł** w 2020. Składają się na to: „podatek solidarnościowy” – 4% od dochodu osoby fizycznej powyżej 1 mln zł rocznie (wpływ do budżetu 1,2 mld zł); podwyżka akcyzy na tytoń i alkohol o 3%, wprowadzenie akcyzy na papierosy elektroniczne (1,1 mld zł); podatek nałożony na międzynarodowe firmy IT (0,2 mld zł).

### Sprzedaż niewykorzystanych praw do emisji CO2

Rząd planuje sprzedać niewykorzystane w zeszłych latach prawa do emisji CO2 i zyskać na tym **5,7 mld zł**. Pomysł na ich sprzedaż pojawił się kiedy pod koniec 2018 szukano źródeł sfinansowania zamrożenia cen energii. Tegoroczna APK zawiera konserwatywne założenia odnośnie do prognozy cen praw do emisji CO2 (poniżej 15% bieżącej ceny) i przyjmuje, że średnio kurs EURPLN (po którym środki będą przewalutowane na złote) będzie 2% poniżej naszych prognoz.

### Sprzedaż praw do częstotliwości 5G

Ministerstwo zamierza również sprzedać prawa do częstotliwości 5G. Będzie to wymagało pewnych zmian w prawie i szacuje się, że przyniesie ok. **3,5-5,0 mld zł** dochodów w 2020. Naszym zdaniem, tylko częściowo wpłynie to jednak na deficyt GG (tak jak to było w przypadku aukcji LTE), więc na razie pomijamy ten dochód w obliczeniach.

### Likwidacja OFE

15 kwietnia polski rząd zaprezentował propozycję zmian w systemie emerytalnym, które mają zostać wprowadzone w styczniu 2020 roku. Domyślnie środki z Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) będą przekazane na indywidualne konta emerytalne (IKE), a same fundusze emerytalne (PTE) zostaną przekształcone w fundusze inwestycyjne. Transfer do IKE zostanie obciążony „opłatą przekształceniową” w wysokości 15%. Przedstawiciele rządu argumentują, że taka opłata jest uzasadniona faktem, że wypłata środków z IKE po osiągnięciu wieku emerytalnego nie będzie obciążona podatkiem dochodowym, w przeciwieństwie do emerytury płaconej z FUS. Opłata będzie pobierana w dwóch równych transzach, w roku 2020 i 2021. Alternatywnie, członkowie mogą wnioskować o przeniesienie środków z OFE do pierwszego filaru, do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (FUS), bez 15-procentowej opłaty. W tym wypadku jednak fundusze te zostaną obciążone podatkiem dochodowym PIT od wypłaty emerytury. Ponadto, po transferze do FUS oszczędzone środki nie będą już podlegały dziedziczeniu, co będzie argumentem zniechęcającym do tej opcji.

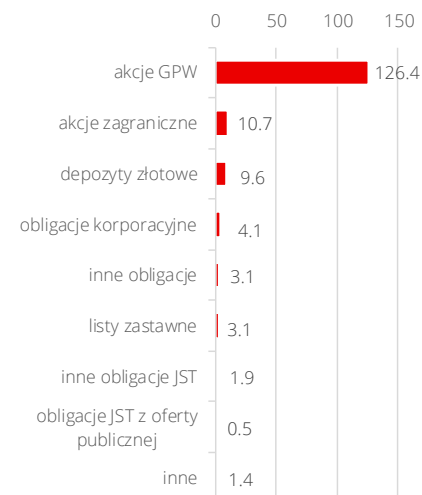
**Skutki fiskalne przebudowy OFE:** Z punktu widzenia przyszłorocznego wyniku sektora finansów publicznych, kluczowym elementem reformy systemu emerytalnego jest opłata transformacyjna, która będzie traktowana jako przychód jednorazowy. Istotną korzyścią dla budżetu będzie również skierowanie wszystkich składek emerytalnych w całości do pierwszego filaru.

Wpływ z opłaty przekształceniowej mogą osiągnąć maksymalnie 24 mld zł (jeśli wszyscy wybiorą IKE, bo aktywa OFE to ok. 160 mld zł). Ministerstwo Finansów założyło w APK2019, że 80% ubezpieczonych wybierze transfer do IKE, co przekłada się na opłatę w wysokości **19,3 mld zł**. Będzie to dochód sektora finansów publicznych płatny w dwóch równych transzach – w 2020 i 2021 r. Wskutek tego działania deficyt fiskalny będzie niższy. Warto pamiętać, że w ujęciu ESA2010 płatność ta w całości wejdzie w wynik 2020 r.

Innym plusem dla finansów publicznych jest likwidacja przepływu składki emerytalnej do OFE, co da FUSi ok. **3,5 mld zł** w 2020 r. Z drugiej strony, zniknie mechanizm tzw. suwaka, który odpowiada za przenoszenie kapitału osób zbliżających się do wieku emerytalnego z OFE do FUS (ok. 7 mld zł rocznie). Nie jest on jednak traktowany jako dochód sektora w ujęciu ESA2010.

Poza tym, środki pozyskane z opłaty powiększą przestrzeń fiskalną dla budżetu centralnego i FUS wyznaczaną przez regułę wydatkową. Podobny wpływ będą miały działania jednorazowe i dyskrecyjne dotyczące podatków i składek wymienione wcześniej (dla ścisłości: powiększają one limit dla całego sektora finansów publicznych). W efekcie, **nie widzimy już konieczności zmiany reguły wydatkowej, aby zmieścić pakiet fiskalny w limicie na przyszły rok** (zakładając, że rząd faktycznie wprowadzi w życie większość zmian legislacyjnych, koniecznych do uruchomienia wskazanych nowych źródeł dochodów i do ograniczenia wydatków).

Struktura portfela OFE, marzec 2019, mld zł



Źródło: KNF, Santander Bank Polska

**Skutki rynkowe likwidacji OFE:** Dochód z opłaty przekształceniowej zmniejszy deficyt budżetowy i potrzeby pożyczkowe w 2020 i 2021, co oznacza odpowiednio niższą podaż obligacji. Przekierowanie wszystkich składek emerytalnych do pierwszego filara systemu poprawi kondycję budżetu w ujęciu kasowym, ale zlikwidowanie mechanizmu suwaka oznacza, że po 2021 przepływy netto wynikające z przebudowy OFE będą dla FUS negatywne i wyniosą ok. 3,5-4,0 mld zł.

W dalszej perspektywie reforma wpłynie też na nieco wyższy popyt na papiery rządowe, gdyż OFE nie mogły ich kupować, a fundusze zarządzające IKE będą miały taką możliwość. Jednak naszym zdaniem efekt ten nie będzie duży. Po pierwsze, w ramach opłaty przekształceniowej zostaną zapewne w pierwszej kolejności przekazane najbardziej płynne aktywa OFE – depozyty i ewentualnie później upłynniona część akcji zagranicznych i/lub papierów komercyjnych. Na koniec lutego 2019 OFE miały w portfelach 9,6 mld zł depozytów, ale warto zauważyć, że zanim dojdzie do transferu fundusze zasili jeszcze spory napływ gotówki z dywidend i nowych składek (przynajmniej 5 mld zł w br. i 3 mld zł w 2020). Tak czy inaczej, po przekazaniu opłaty transformacyjnej fundusze IKE pozostaną zapewne z bardzo wysoką ekspozycją w akcje GPW (powyżej 90% aktywów). Naturalna w tej sytuacji tendencja do rebalansowania portfeli będzie jednak ograniczana przez narzucony przez rząd limit – nowe IKE nie będą mogły w ciągu roku sprzedać więcej niż 2,5% posiadanych akcji. W efekcie szacujemy, że **popyt OFI na obligacje może sięgnąć ok. 2 mld zł rocznie**. Innych informacji na temat polityki inwestycyjnej na razie brak. Naszym zdaniem zakupy obligacji w pierwszej kolejności skupią się na papierach rządowych (80%), a później ich udział w zakupach spadnie do ok. 60%, gdyż rosnąc będzie podaż obligacji korporacyjnych wysokiej jakości (np. emitowanych przez banki).

Aktywa tych uczestników OFE, którzy zrezygnują z IKE i zdecydują się przekazać środki do ZUS (rząd zakłada, że będzie to 20% całości, tj. 32 mld zł) zostaną przekazane do Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD), a następnie będą zarządzane przez ten fundusz. Jeśli aktywa będą przenoszone proporcjonalnie do ich struktury w OFE, wówczas ok. 80% z nich będą stanowić akcje polskich spółek giełdowych. Tym samym można sądzić, że dodatkowy apetyt FRD na obligacje rządowe prawdopodobnie nie przekroczy w początkowej fazie 7 mld zł.

**Harmonogram zmian:** Projekt ustawy o reformie systemu emerytalnego ma zostać przekazany do konsultacji społecznych w maju. Zatwierdzenie projektu przez rząd spodziewane jest w czerwcu-lipcu, zaś projekt ustawy powinien zostać poddany pod głosowanie w parlamencie we wrześniu-październiku. Wdrożenie powinno nastąpić w styczniu 2020 r.

## Wnioski

Rząd znalazł sposób na sfinansowanie kosztownych obietnic wyborczych bez łamania reguły wydatkowej, a nawet bez rezygnacji z dalszej konsolidacji fiskalnej. Zostało to osiągnięte dzięki (1) wskazaniu nowych źródeł dochodów (gdzie jedną z kluczowych ról odgrywa opodatkowanie oszczędności emerytalnych), (2) ograniczeniu przestrzeni do wzrostu wydatków innych niż tych związanych z realizacją przedwyborczych obietnic, może poza kilkoma obszarami, gdzie wzrost nakładów jest wymagany obowiązującymi przepisami. Trajektorja fiskalna przedstawiona w Aktualizacji Programu Konwergencji sugeruje, że (nasze) obawy o poluzowanie polityki fiskalnej i zwiększoną podaż długu były przedwczesne. Trzeba jednak zaznaczyć, że realizacja założonej ścieżki, zarówno po stronie dochodów, jak i wydatków, będzie wymagała podjęcia szeregu działań legislacyjnych, co może być wyzwaniem przed zbliżającymi się jesiennymi wyborami. Istotna część planu to nie są działania, które wyborcy powitają z otwartymi ramionami (nowe/podwyższone podatki, ograniczenie przestrzeni do wydatków na służbę zdrowia, edukację, wynagrodzenia w budżetówce). Widzimy ryzyko, że przynajmniej część tych planów rząd może jeszcze porzucić, szczególnie gdyby majowe wybory do PE nie były korzystne dla PiS i trzeba było walczyć mocniej o elektorat. Niemniej, najnowsza Aktualizacja Programu Konwergencji niweluje dużą część niepewności odnośnie do perspektyw polityki fiskalnej. Nawet jeśli nadwyżka finansów publicznych w 2020 r. nie jest naszym scenariuszem bazowym, to ryzyko znaczącego rozluźnienia fiskalnego raczej odchodzi z zapomnienia, ponieważ deficyt nawet w scenariuszu negatywnym nie powinien naszym zdaniem znacząco przekroczyć 1% PKB.

*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*