

MAKROskop Lite

Wyboista droga do normalności

■ Zanim zdążyliśmy się nacieszyć mocniejszym od oczekiwań ożywieniem gospodarki w III kwartale, pora zacząć się poważnie martwić o perspektywy na kolejne miesiące. Nowa fala pandemii w Europie okazała się tak gwałtowna, że coraz więcej krajów decyduje się na ponowne zamykanie dużych obszarów gospodarki i ograniczenia mobilności społecznej. Płyną z tego przynajmniej dwa wnioski: Po pierwsze, w IV kwartale br. czeka nas drugie dno recesji. W tej chwili wygląda na to, że będzie ono wyraźnie płytsze niż na wiosnę, ponieważ zakres restrykcji jest mniejszy, a poza tym w odróżnieniu od pierwszej fali pandemii ograniczenia w Europie dotyczą niemal wyłącznie sektor usług; tymczasem kanały handlu zagranicznego są droższe, a europejski przemysł się rozwija (przy czym to może się z czasem zmienić). Po drugie, mocno rośnie niepewność dot. prognoz na kolejne kwartały. Trudno obecnie wykluczyć kolejne nawroty pandemii, a tego jak będą rozłożone w czasie, jak mocne – po prostu nie wiemy. W efekcie, wydaje się jasne, że droga do gospodarczej „normalności” będzie o wiele bardziej wyboista niż się zdawało, przy czym umiejscowienie tych wybojów na mapie nie jest proste.

■ Biorąc to pod uwagę korygujemy przewidywaną ścieżkę PKB: Prognoza na 2020 r. pozostaje na poziomie ok. -3% jako wypadkowa (a) podniesienia szacunku na III kw., (b) obniżenia IV kw., (c) rewizji danych historycznych. Prognozę na 2021 r. obniżamy o ok. 1 pkt. proc., do ok. 4%, uwzględniając ryzyko rozciągnięcia problemów z koronawirusem na I kw., co wyraźnie obniży „punkt startowy” dla całego roku. Bardziej gruntowną rewizję prognoz opublikujemy w połowie grudnia w raporcie szerzej omawiającym perspektywy gospodarcze na przyszły rok.

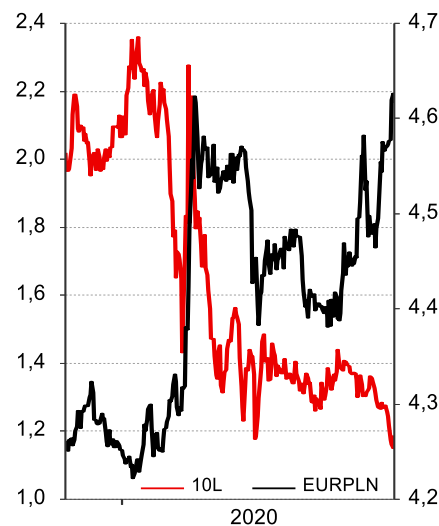
■ W ślad za pytaniem o to co z gospodarką podąża pytanie: co z odpowiedzią polityki gospodarczej. Ze strony banku centralnego widzimy sygnały (w wypowiedziach członków RPP), świadczące o braku skłonności do dalszych obniżek stóp procentowych, a jednocześnie o gotowości dalszego wspierania polityki rządu przez program QE. Rząd deklaruje bardziej selektywne i „punktowe” wsparcie dla firm i w pierwszej kolejności może sięgnąć po środki niewykorzystane do tej pory z pierwotnie planowanych tarcz antykrzysowych (w PFR ok. 30 mld zł, w BGK ok. 24 mld zł), więc na tym etapie nie zakładamy powiększenia skali impulsu fiskalnego ponad to co już wcześniej zatwierdzono. Sytuacja może się zmienić jeśli konsekwencje dla gospodarki okażą się jednak poważniejsze.

■ W pierwszej fazie pandemii pakiety antykrzysowe wyraźnie ograniczyły skalę zniszczeń w gospodarce, w szczególności na rynku pracy. Zakładamy, że teraz będzie podobnie, choć skuteczność pakietów osłonowych może być mniejsza jeśli zmieni się sposób myślenia firm o naturze szoku (nie jednorazowy i krótkotrwały, ale seria powracających zaburzeń w trudnym do określenia horyzoncie czasowym).

■ Kurs EURPLN oderwał się od EURUSD czy od indeksów giełdowych, co może oznaczać, że czynniki ryzyka typowe dla kraju zaczęły odgrywać większą rolę. Gorsze perspektywy gospodarcze, wzrost niepewności, możliwe zwiększenie skali programu QE przez NBP, ale też pogorszenie nastrojów na rynkach globalnych przemawiają za przesunięciem prognoz walutowych na najbliższe miesiące w kierunku słabszego złotego. Nie spodziewamy się jednak, aby PLN miał się istotnie wyróżniać na niekorzyść spośród innych walut rynków wschodzących – przeciw temu przemawiają m.in. relatywnie dobre (w porównaniu do innych krajów) prognozy PKB, szybko rosnąca nadwyżka obrotów bieżących, malejące uzależnienie od finansowania zagranicznego.

■ Rentowności obligacji pozostaną zapewne nisko w najbliższym czasie, pod wpływem obaw o perspektywy gospodarki, gołębiego przekazu EBC, wysokiej nadpłynności sektora bankowego wzmocnionej niedawną sporą zapadalnością (DS1020) oraz płatnościami kuponowymi. Gdyby rynek zaczął wyceniać wzrost szans na kolejny pakiet fiskalny w USA po wyborach prezydenckich, może się pojawić lekka korekta, ale jej skala ograniczana będzie zapewne przez aktywność NBP w zakresie skupu aktywów (najbliższa aukcja skupu zaplanowana jest na 18 listopada) a także wciąż ograniczoną podaż obligacji rządowych – w listopadzie Ministerstwo Finansów zaplanowało jedynie dwie aukcje zamiany (6 oraz 26 listopada).

EURPLN i rentowność obligacji 10-letniej



Źródło: Refinitiv Datastream

Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

- [Żółte i czerwone strefy a konsumpcja](#)
- [Więcej dobrych wrześniowych danych](#)
- [Przemysł w formie, ale jak długo?](#)

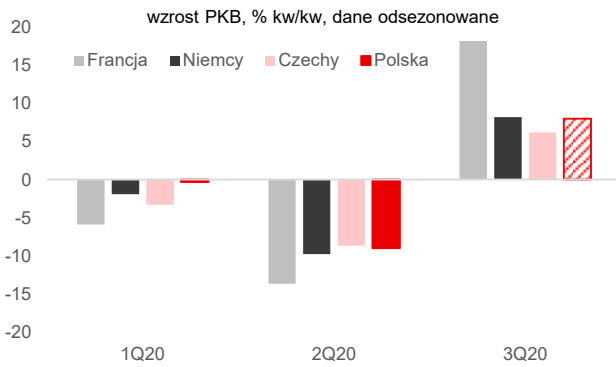
Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
Maciej Reluga – Główny Ekonomista
tel. 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87
Marcin Luziński 22 534 18 85
Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86
Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

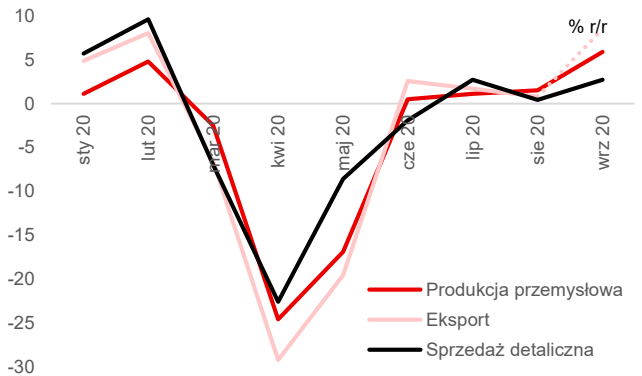
Gospodarka na wykresach

Gospodarki europejskie przeszły z impetem przez III kw



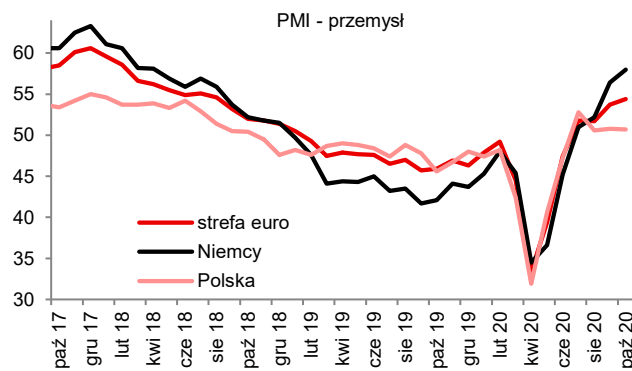
Źródło: Eurostat, Santander

W Polsce pozytywnie zaskakiwała produkcja i eksport...



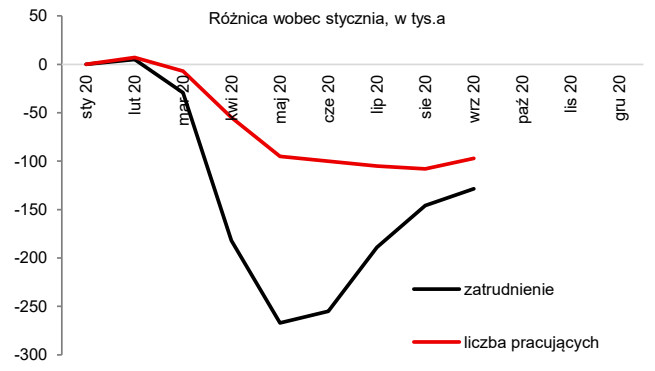
Źródło: GUS, NBP, Santander

...wspierane odpornością Niemiec na kryzys



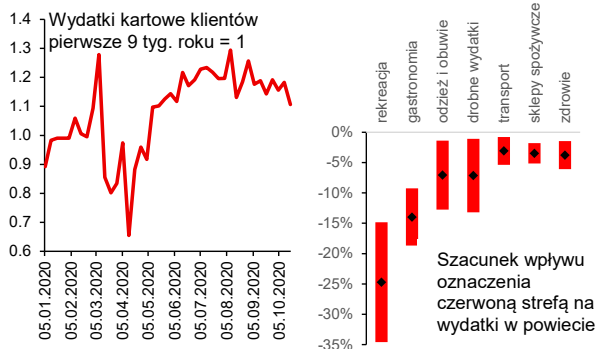
Źródło: Markit, Santander

Nawet liczba pracujących przestała spadać



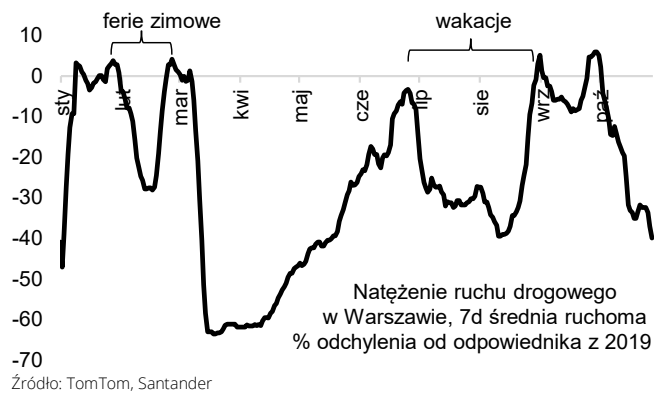
Źródło: GUS, Santander

W IV kw. ruszyła II fala Covid-19 a restrykcje szkodzą konsumpcji...



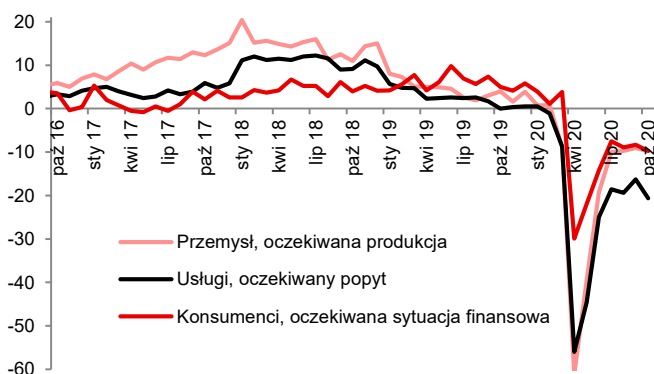
Źródło: Santander

...i mobilności Polaków.



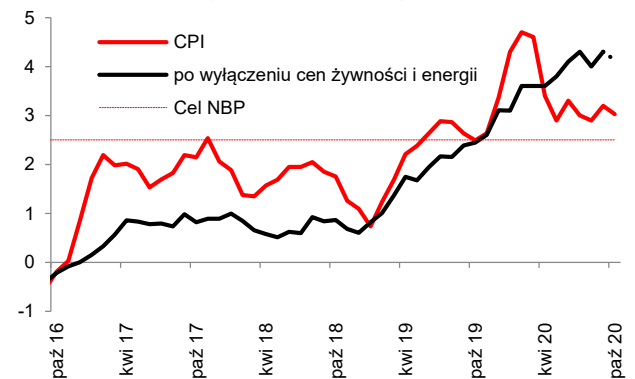
Źródło: TomTom, Santander

Wskaźniki oczekiwań biznesu i konsumentów już nie rosną.



Źródło: Komisja Europejska, Santander

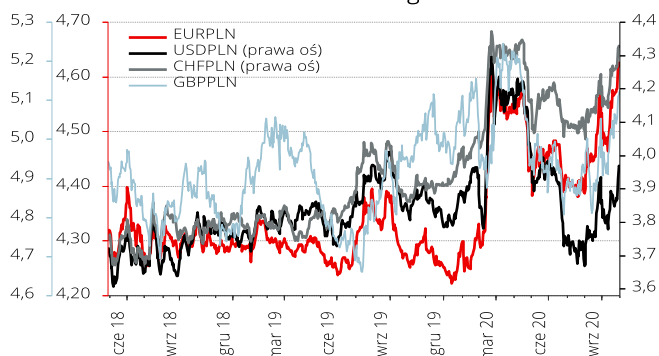
Spadek inflacji się opóźnił



Źródło: GUS, NBP, Santander

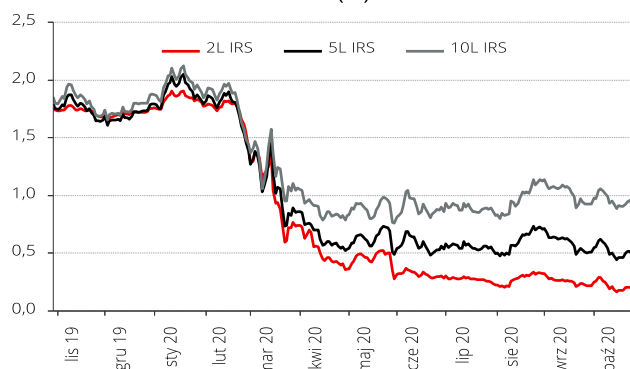
Rynek na wykresach

Notowania złotego



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

IRS (%)



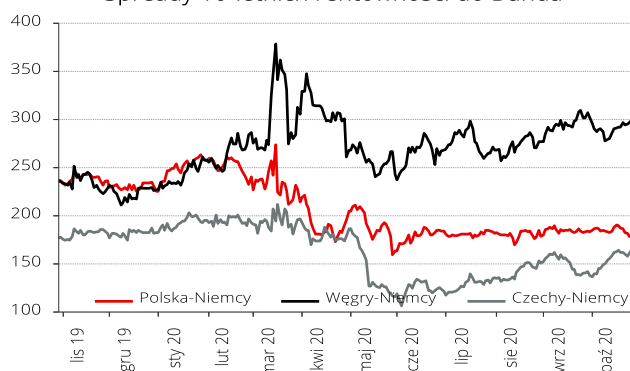
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready asset swap (pb)



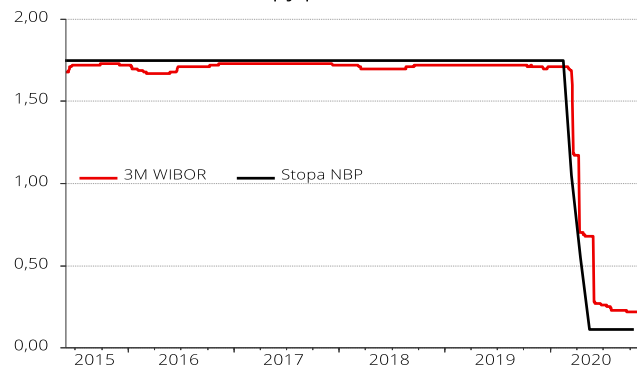
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



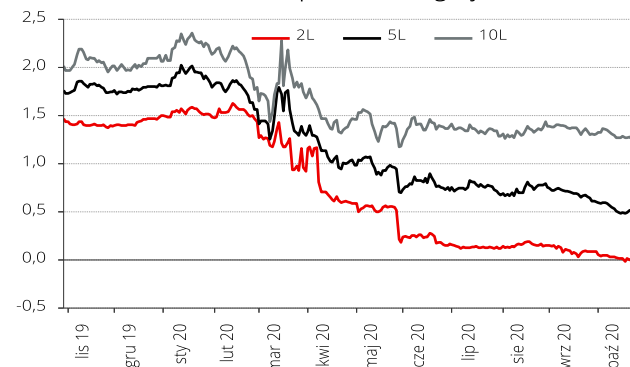
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Stopy procentowe



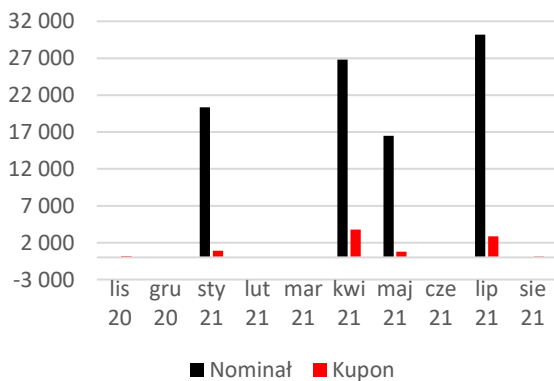
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności polskich obligacji (%)



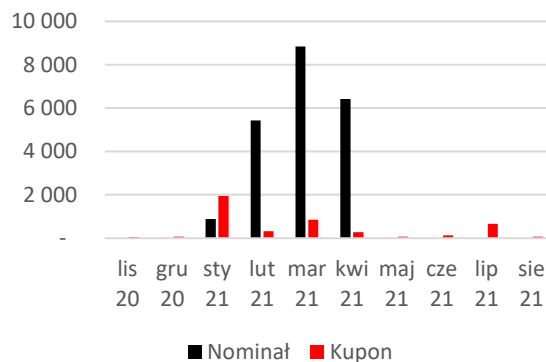
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Wykupy obligacji i spłaty odsetek w PLN, mln zł



Źródło: MF, Santander

Wykupy obligacji i spłaty odsetek walutowych, mln zł



Źródło: MF, Santander

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
2 listopada PL: PMI - przemysł (X) US: ISM przemysł (X) EZ: PMI przemysł (X) DE: PMI przemysł (X)	3 US: Zamówienia przemysłowe (IX) US: Zamówienia na dobra trwałe (IX)	4 PL: Decyzja RPP US: Raport ADP (X) US: ISM - usługi (X) EZ: PMI - usługi (X) DE: PMI - usługi (X)	5 US: Decyzja FOMC EZ: Sprzedaż detaliczna (IX) DE: Zamówienia przemysłowe (IX) CZ: Sprzedaż detaliczna CZ: Decyzja banku centralnego	6 PL: NBP minutki US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) DE: Produkcja przemysłowa (IX) CZ: Produkcja przemysłowa (IX) RU: CPI (X)
9 DE: Eksport (IX)	10	11	12 US: CPI (X) EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	13 PL: PKB (III kw.) PL: Bilans płatniczy (IX) PL: CPI (IX) US: Nastroje konsumentów (XI)
16 PL: bazowa CPI (X)	17 US: Produkcja przemysłowa (X) US: Sprzedaż detaliczna (X) HU: Decyzja banku centralnego	18 US: Rozpoczęte budowy domów (X)	19 PL: Zatrudnienie (X) PL: Wynagrodzenia (X) US: Indeks Philly Fed (XI) US: Sprzedaż domów (X)	20 PL: Produkcja przemysłowa (X) PL: PPI (X)
23 PL: Produkcja budowlana (X) PL: Sprzedaż detaliczna (X) DE: Wstępny PMI - przemysł (XI) DE: Wstępny PMI - usługi (XI) EZ: Wstępny PMI - przemysł (XI) EZ: Wstępny PMI - usługi (XI)	24 PL: Podaż pieniądza M3 (X) DE: Indeks Ifo (XI)	25 US: Dochody i wydatki osobiste (X) US: PKB (III kw.) US: Sprzedaż nowych domów (X) US: Indeks Michigan (XI)	26	27
30 PL: PKB (III kw.) finalne US: Niezakończona sprzedaż domów (X)	1 grudnia PL: Wstępny CPI (XI) PL: PMI - przemysł (XI) wstępny EZ: Wstępny HICP (XI) CZ: PMI - przemysł (XI) wstępny	2 PL: Decyzja RPP	3	4

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2020 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	23	-	12	30	-	4	16	-	10	29	-	10
Decyzja Fed	29	-	18	29	-	10	29	-	16	-	5	16
Decyzja RPP	8	5	4	8	28	16	14	-	15	7	4	2
Minutes RPP	23	20	19	-	-	1, 18	16	27	-	9	6	4
Szybki szacunek PKB*	-	14	-	-	15	-	-	14	-	-	13	-
PKB*	-	28	-	-	29	-	-	31	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	14	13	15	15	15	15	14	15	15	13	15
Inflacja bazowa	-	-	16	16	18	16	16	17	16	16	16	16
Ceny producenta	22	20	19	21	21	19	20	20	18	20	20	18
Produkcja przemysłowa	22	20	19	21	21	19	20	20	18	20	20	18
Sprzedaż detaliczna	23	21	20	22	22	22	21	21	21	21	23	21
Place brutto, zatrudnienie	21	19	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Handel zagraniczny	Około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-				
Bilans płatniczy	13	13	16	14	14	15	14	13				
Podaż pieniądza	24	24	23	23	25	23	22	24				

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów *dane kwartalne

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20
PMI	pkt.	45,6	46,7	48,0	47,4	48,2	42,4	31,9	40,6	47,2	52,8	50,6	50,8	50,8	48,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,7	1,4	3,8	1,1	4,8	-2,5	-24,6	-16,9	0,5	1,1	1,5	5,9	1,0	4,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-4,1	-4,7	-3,3	6,4	5,5	3,7	-0,9	-5,1	-2,3	-11,0	-12,1	-9,8	-5,3	-11,6
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-0,6	-7,4
Stopa bezrobocia	%	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,3
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,8	6,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,1	-1,4
Eksport (w euro)	% r/r	5,5	2,5	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,3	-19,6	2,6	1,7	0,8	8,5	-0,2	4,9
Import (w euro)	% r/r	2,1	-1,8	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,4	-28,2	-10,3	-4,4	-5,1	-0,5	-7,8	-2,6
Bilans handlowy	mln EUR	146	821	118	378	797	-77	-30	1 474	2 488	818	735	2 435	1 806	2 377
Rachunek bieżący	mln EUR	243	1 182	73	2 756	1 100	805	772	2 028	3 811	1 012	947	2 698	1 771	2 568
Rachunek bieżący	% PKB	-0,1	0,1	0,5	0,6	0,9	1,1	1,2	1,6	2,3	2,6	2,9	3,3	3,6	3,9
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-3,2	-1,9	-13,7	3,4	-3,3	-9,4	-18,9	-25,9	-17,1	-16,3	-13,3	-13,8	-21,0	-24,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	11,2	6,6	47,9	-	3,0	8,6	17,3	23,7	15,7	14,9	12,2	12,6	19,2	22,1
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,0	3,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,1	4,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,3	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,6	-0,8	-0,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,3	9,4	8,3	9,3	9,4	11,8	14,0	16,0	18,1	16,8	16,4	16,0	15,6	15,3
Zobowiązania	% r/r	9,4	9,5	8,5	9,7	9,7	10,6	12,1	14,1	15,8	14,4	13,9	14,5	13,7	12,8
Należności	% r/r	6,6	6,5	5,2	6,3	5,5	6,4	5,9	4,3	2,9	1,3	0,1	0,1	-1,4	-1,6
EUR/PLN	PLN	4,30	4,29	4,27	4,25	4,28	4,43	4,54	4,53	4,44	4,45	4,40	4,47	4,52	4,60
USD/PLN	PLN	3,89	3,88	3,84	3,83	3,92	4,01	4,18	4,16	3,94	3,88	3,72	3,79	3,84	3,92
CHF/PLN	PLN	3,92	3,91	3,91	3,95	4,02	4,19	4,31	4,28	4,15	4,15	4,09	4,14	4,21	4,30
Stopa referencyjna *	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M	%	1,72	1,71	1,70	1,71	1,71	1,45	0,83	0,66	0,27	0,25	0,23	0,23	0,22	0,21
Rentowność obligacji 2L	%	1,50	1,41	1,44	1,53	1,53	1,11	0,71	0,51	0,21	0,11	0,13	0,09	0,01	0,00
Rentowność obligacji 5L	%	1,73	1,79	1,78	1,90	1,76	1,49	1,10	0,94	0,78	0,74	0,72	0,67	0,51	0,40
Rentowność obligacji 10L	%	1,98	2,06	2,05	2,23	2,08	1,84	1,48	1,41	1,39	1,35	1,34	1,35	1,27	1,21

Źródło: GUS, NBP, MF, Santander Bank Polska;

* wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2018	2019	2020	2021	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
PKB	mld PLN	2 121,6	2 287,7	2 311,6	2 471,1	556,4	528,2	582,9	644,2	561,5	597,7	612,5	699,5
PKB	% r/r	5,4	4,5	-3,1	3,9	1,9	-8,4	-1,8	-3,8	-2,5	9,1	3,0	6,1
Popyt krajowy	% r/r	5,6	3,5	-4,5	4,4	1,0	-9,9	-3,3	-5,4	-3,4	9,3	3,7	7,8
Spożycie indywidualne	% r/r	4,3	4,0	-3,9	4,2	1,2	-10,8	-1,0	-5,0	-4,0	12,0	3,0	7,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,4	7,2	-9,6	6,3	0,9	-10,7	-12,0	-12,0	-7,0	8,0	11,0	9,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,9	4,2	-1,6	7,1	0,9	-13,6	3,2	3,4	1,6	22,8	2,8	3,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	19,7	3,6	-5,7	2,1	5,0	-2,8	-10,9	-9,3	-10,1	-3,3	5,0	11,8
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	6,5	5,1	-3,8	4,4	0,8	-10,7	1,0	-5,8	-5,7	10,6	1,9	11,1
Stopa bezrobocia *	%	5,8	5,2	6,7	7,0	5,4	6,1	6,1	6,7	7,3	6,8	6,8	7,0
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	7,2	7,2	5,5	5,9	7,7	3,8	4,7	5,9	5,1	8,1	5,8	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,6	2,2	-0,9	0,3	0,6	-1,7	-1,4	-1,2	-1,4	1,5	0,6	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	7,4	7,3	-1,6	10,8	1,7	-16,0	3,8	3,8	2,5	37,2	3,6	5,1
Import (w euro)	% r/r	10,3	3,8	-7,7	8,3	0,2	-22,7	-3,3	-4,9	-4,7	35,8	3,7	4,6
Bilans handlowy	mln EUR	-6 219	1 204	15 241	22 228	1 081	3 904	3 988	6 268	5 276	5 992	4 098	6 861
Rachunek bieżący	mln EUR	-6 518	2 611	21 959	17 838	4 623	6 576	4 657	6 103	5 665	737	4 967	6 469
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	0,5	4,2	3,2	1,0	2,3	3,3	4,2	4,5	3,3	3,3	3,2
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-0,2	-0,7	-10,3	-6,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	2,3	3,4	1,6	4,5	3,2	3,1	2,8	1,7	2,0	1,4	1,4
Inflacja (CPI) *	% r/r	1,1	3,4	2,5	1,4	4,6	3,3	3,2	2,5	1,7	2,0	1,4	1,4
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,7	2,0	3,9	1,7	3,4	3,8	4,2	3,9	3,0	1,9	1,1	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	1,2	-0,6	0,7	0,3	-1,3	-1,2	-0,4	-0,1	0,5	-0,4	-1,1
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	9,2	8,3	16,1	6,1	8,3	18,1	16,0	14,9	12,7	10,5	8,3	6,1
Zobowiązania *	% r/r	8,7	8,5	11,6	4,7	10,6	15,8	14,5	11,6	8,3	2,9	2,8	4,7
Należności *	% r/r	7,6	5,2	-1,5	4,3	6,4	2,9	0,1	-1,5	-3,3	-0,6	1,6	4,3
EUR/PLN	PLN	4,26	4,30	4,46	4,46	4,32	4,50	4,44	4,57	4,58	4,50	4,43	4,35
USD/PLN	PLN	3,61	3,84	3,92	3,75	3,92	4,09	3,79	3,89	3,88	3,80	3,70	3,61
CHF/PLN	PLN	3,69	3,86	4,17	3,98	4,05	4,24	4,13	4,24	4,14	4,02	3,92	3,83
Stopa referencyjna *	%	1,50	1,50	0,10	0,10	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
WIBOR 3M	%	1,71	1,72	0,66	0,20	1,62	0,59	0,24	0,21	0,20	0,20	0,20	0,20
Rentowność obligacji 2L	%	1,59	1,56	0,49	0,15	1,39	0,48	0,11	0,00	0,06	0,14	0,19	0,20
Rentowność obligacji 5L	%	2,51	1,99	0,95	0,62	1,72	0,94	0,71	0,44	0,46	0,64	0,69	0,70
Rentowność obligacji 10L	%	3,21	2,41	1,52	1,46	2,05	1,43	1,35	1,25	1,32	1,50	1,50	1,50

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 2.11.2020 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

Email: ekonomia@santander.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <https://www.santander.pl/serwis-ekonomiczny>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 5341888 Email: maciej.reluga@santander.pl

Piotr Bielski	– Dyrektor	22 534 1887
Marcin Luzziński	– Ekonomista	22 534 1885
Wojciech Mazurkiewicz	– Ekonomista	22 534 1886
Grzegorz Ogonek	– Ekonomista	22 534 1923
Marcin Sulewski CFA	– Ekonomista	22 534 1884



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