

## MAKROskop Lite

### Huśtawka nastrojów

■ Mijają właśnie trzy miesiące od ponownego wyboru Donalda Trumpa na prezydenta USA, a niepewność dotycząca skutków zmian w amerykańskiej polityce dla światowej gospodarki i globalnego bezpieczeństwa nie tylko znacząco się nie obniżyła, ale wręcz wkroczyła na nowy poziom: okazało się bowiem, że nawet decyzje już ogłoszone i podjęte (jak w przypadku nałożenia 25-proc. ceł na Kanadę i Meksyk) niewiele nam mówią o tym, co faktycznie się wydarzy, ponieważ mogą zostać błyskawicznie wstrzymane lub cofnięte. Z jednej strony wciąż utrudnia nam to przewidywanie zmian w gospodarce i nastrojów na rynkach finansowych, z drugiej strony pozostawia szanse na to, że np. obawy dotyczące ostrego skreślenia w stronę protekcjonizmu handlowego, który mógłby zaszkodzić światowej koniunkturze, ostatecznie zrealizują się tylko w ograniczonym zakresie. **Nadal jednak widzimy politykę handlową USA jako czynnik ryzyka dla rysującego się nieśmiało w danych ożywienia w europejskim przemyśle**, co powoduje, że trudno nam obstawiać mocną poprawę w krajowym handlu zagranicznym. Może to być naszym zdaniem kluczowy czynnik wstrzymujący polską gospodarkę przed mocniejszym przyspieszeniem.

■ Wg wstępnych danych wzrost PKB w 2024 r. wyniósł 2,9%, co jest spójne z ożywieniem wzrostu w IV kwartale do ok. 3,5% r/r. Dane wskazują, że za poprawą dynamiki PKB stał popyt krajowy, w tym konsumpcja prywatna. Na razie wygląda więc na to, rozwój sytuacji ekonomicznej jest wciąż zgodny z oczekiwanym przez nas scenariuszem. **Przewidujemy, że w tym roku wzrost konsumpcji utrzyma się w okolicy 3% r/r i z każdym kwartałem będą przyspieszać inwestycje, w efekcie czego tempo wzrostu gospodarczego jeszcze lekko się poprawi, do ok. 3,5%.**

■ Mimo solidnego tempa rozwoju krajowej gospodarki, na rynku pracy widzimy oznaki schłodzenia, co objawia się zarówno w danych dot. zatrudnienia (w szczególności, postępująca redukcja etatów w przemyśle), jak i wynagrodzeń (których wzrost w grudniu po raz pierwszy od roku zszedł do poziomu jednocyfrowego). Oczekiwane przez nas ożywienie inwestycyjne powinno nieco zwiększyć popyt na pracowników, chociaż sytuacja będzie zróżnicowana sektorowo – przemysł, w szczególności jego gałęzie eksportowe nadal mogą redukować etaty, w obliczu słabej koniunktury za granicą; zatrudnią będą z kolei usługi i budownictwo. **Wzrost płać powinien w kolejnych miesiącach stopniowo hamować, schodząc w okolice 7% r/r.**

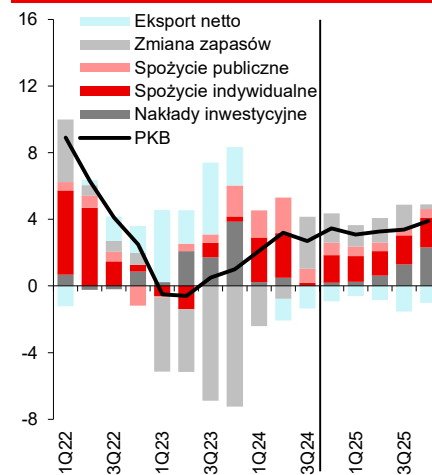
■ Mniejsza presja płacowa będzie sprzyjać dezinflacji, chociaż zanim ten trend się utrwali, dynamika CPI jeszcze wzrośnie w I kwartale, m.in. pod wpływem efektów bazy, dalszych wzrostów cen żywności, podwyżek podatków pośrednich. **Spodziewamy się spadku inflacji od kwietnia, najpierw stopniowego, a od lipca mocnego, w efekcie czego pod koniec roku dynamika CPI może oscylować w pobliżu górnej granicy tolerancji wokół celu inflacyjnego.** Cała tegoroczna ścieżka prognozowanej inflacji przesunęła nam się w dół o 0,4-0,5pb od publikacji grudniowego MAKROskopu, m.in. za sprawą niższego punktu startowego (zaskakująco niski odczyt za grudzień). Ryzyka dla aktualnej prognozy CPI oceniamy jako symetryczne: po jednej stronie ewentualne większe i trwałe umocnienie złotego, niższe ceny ropy i gazu, po drugiej niepewność co do taryf energetycznych w II półroczu i potencjalnych skutków ewentualnej eskalacji wojen celnych.

■ Rada Polityki Pieniężnej od grudnia utrzymuje mniej więcej spójną komunikację, sygnalizując, że perspektywa łagodzenia polityki pieniężnej na razie się oddaliła, m.in. za sprawą niepewności dot. cen energii w końcówce roku, uporczywie wysokiej dynamiki płać i ekspansywnej polityki fiskalnej. **Nadal zakładamy, że pierwsza obniżka stóp procentowych jest możliwa w lipcu, przy założeniu, że do tego czasu wyraźnie zarysuje się odwrócenie wzrostowego trendu w inflacji, dynamika płać osłabnie i uprawdopodobni się brak znaczącego wzrostu cen prądu po wygaśnięciu ich zamrożenia we wrześniu. Zakładamy, że do końca br. stopa referencyjna NBP może zostać obniżona o 100-125pb, a w kolejnym roku nastąpi jej dalszy spadek do poziomu 3,5-4,0%.**

■ EURPLN przełamał właśnie poziom 4,20, schodząc najniżej od 2018 r., realny efektywny kurs złotego jest najwyższy od 2008 r. Złotemu sprzyja zapewne jastrzębia postawa RPP i niezły wzrost gospodarczy, ale **główną przyczyną umocnienia upatrujemy w czynnikach zewnętrznych, w tym informacjach mediów o możliwym planie pokojowym dla Ukrainy.** Nasz scenariusz kursowy zakłada na razie brak przetomu w tej sprawie i w efekcie powrót EURPLN do 4,30-4,35 w II półroczu, ale gdyby wiarygodny plan porozumienia Ukraina-Rosja pojawił się na stole, złoty byłby zapewne trwale mocniejszy, z konsekwencjami m.in. dla prognoz inflacji i bilansu płatniczego.

■ Wzrost rentowności długu na początku roku póki co się zatrzymał i zakładamy w kolejnych miesiącach lekki trend spadkowy, nasilający się w połowie roku wraz z rozpoczęciem obniżek stóp NBP (wtedy powinno też nastąpić wystromienie krzywej).

Wzrost gospodarczy i jego struktura, % r/r



Źródło: GUS, Santander

#### Ostatnio publikowane

#### Komentarze ekonomiczne:

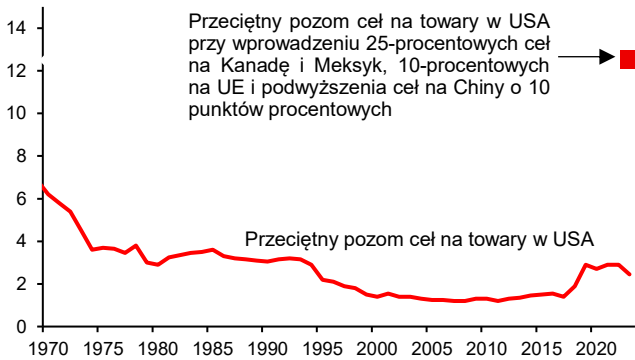
- [Nie ma przesłanek do obniżek stóp](#)
- [Gospodarka wróciła na tory wzrostowe](#)
- [Mały wzrost sprzedaży, poprawa w budownictwie](#)
- [Grudzień pełen zaskoczeń w dół](#)
- [Prezes NBP jeszcze bardziej zaostrzył ton](#)
- [Grudniowa inflacja ponownie zaskoczyła w dół](#)
- [Sprzedaż detaliczna dużo powyżej oczekiwań](#)
- [Mocniejszy rynek pracy, produkcja wciąż szarpana](#)

#### Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa  
 email: ekonomia@santander.pl  
 www: [santander.pl/serwis-ekonomiczny](http://santander.pl/serwis-ekonomiczny)  
 Piotr Bielski 691 393 119  
 Bartosz Biały 517 881 807  
 Marcin Luziński 510 027 662  
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

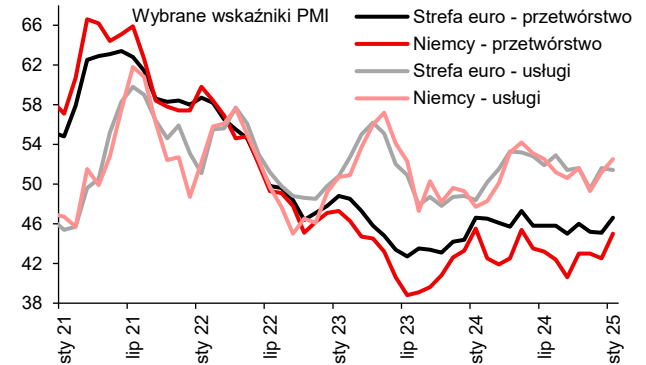
## Gospodarka na wykresach

### Głównym tematem jest kwestia polityki celnej USA



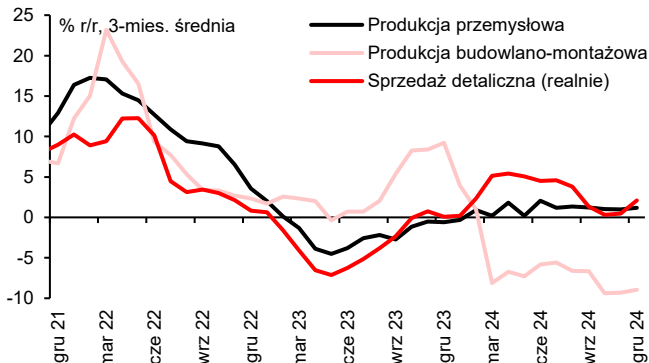
Źródło: Bloomberg, Santander

### Wskaźniki wyprzedzające w Europie zaczynają się poprawiać...



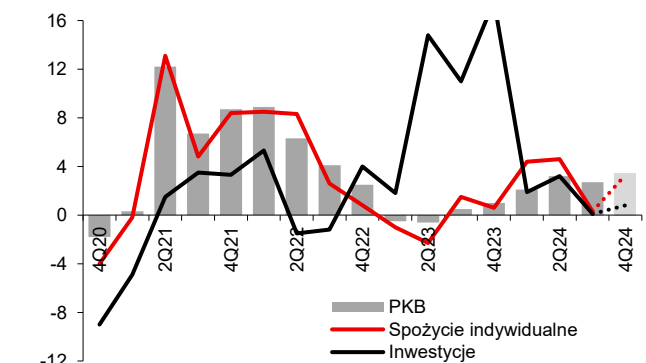
Źródło: S&P Global, Santander

### Krajowe miesięczne wskaźniki za IV kw. nie były rewelacyjne...



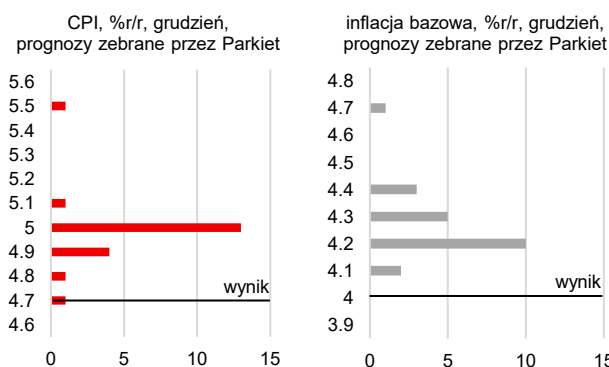
Źródło: GUS, Santander

### ...Ale mimo to roczne dane o PKB implikują solidny wzrost w IV kw.



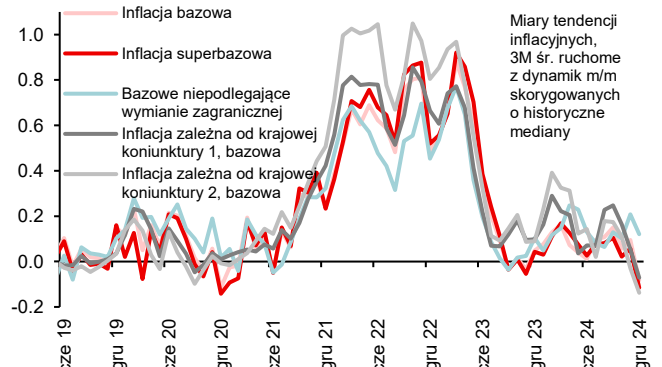
Źródło: GUS, Santander

### Niższy od oczekiwań był za to w końcu ub.r. wzrost CPI...



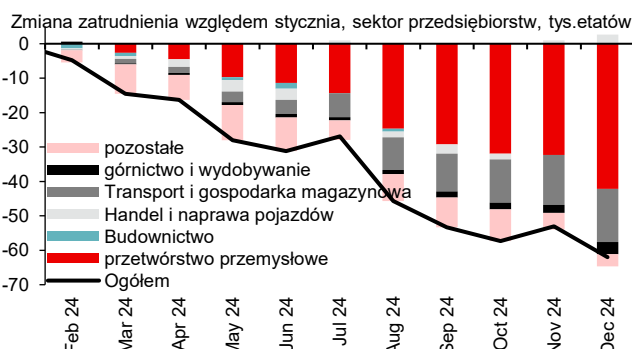
Źródło: Parkiet, GUS, Santander

### ...niezwykle nisko znalazły się też miary presji inflacyjnej



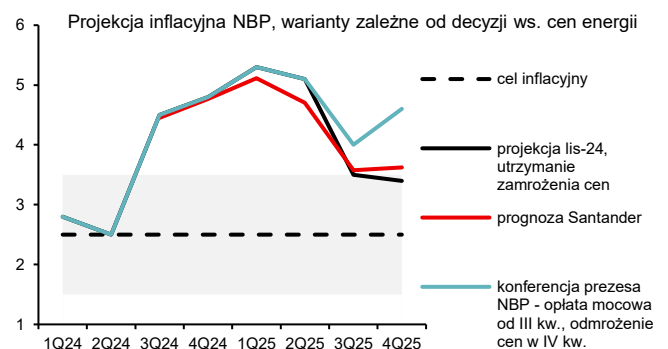
Źródło: GUS, Eurostat, Santander

### Do tego w dół zaskoczyły płace (ich wzrost r/r zszedł poniżej 10%) i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Santander

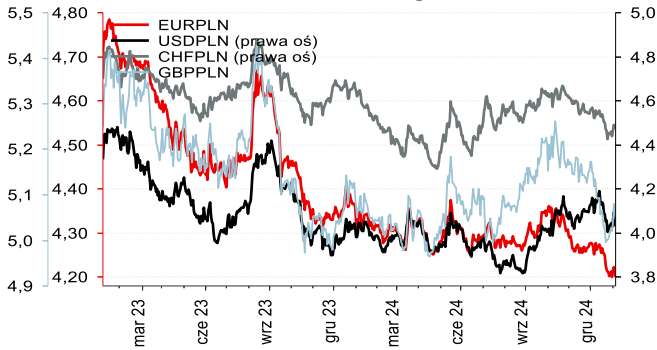
### Większość RPP zdaje się być jednak skupiona na ewentualnym wzroście inflacji po odmrożeniu cen prądu w październiku



Źródło: GUS, NBP, Santander

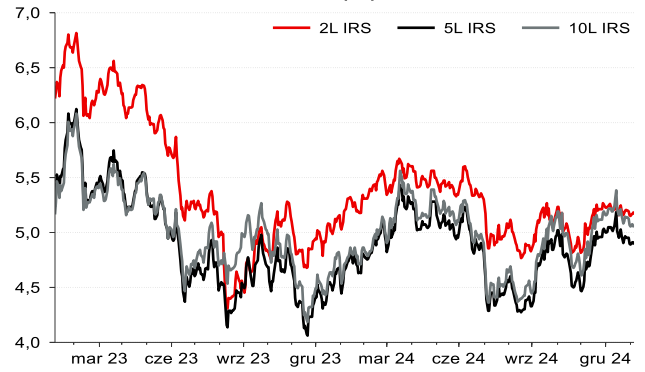
Rynek na wykresach

Notowania złotego



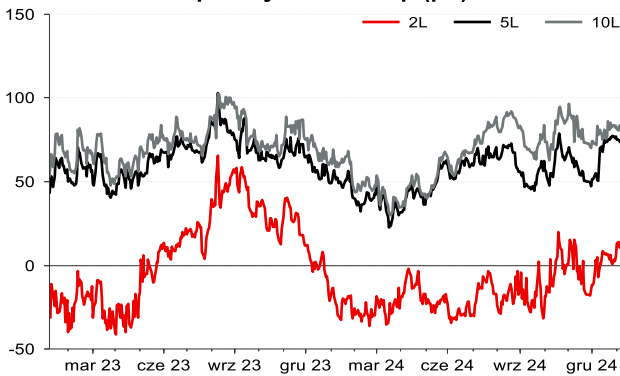
Source: LSEG Datastream, Santander

IRS (%)



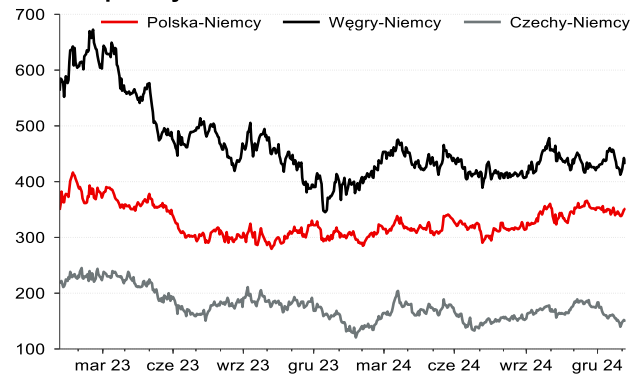
Source: LSEG Datastream, Santander

Spready asset swap (pb)



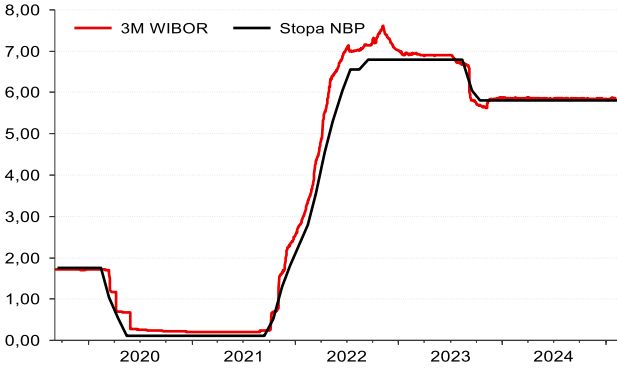
Source: LSEG Datastream, Santander

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



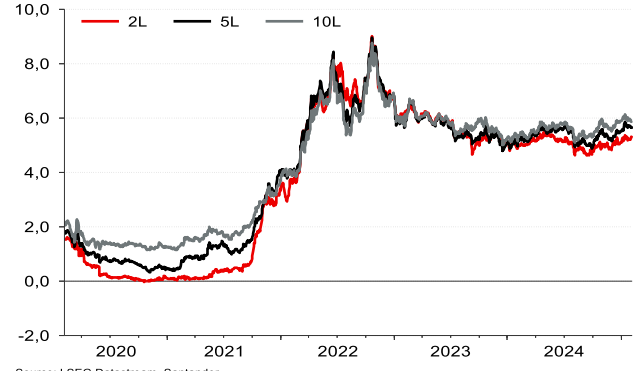
Source: LSEG Datastream, Santander

Stopy procentowe



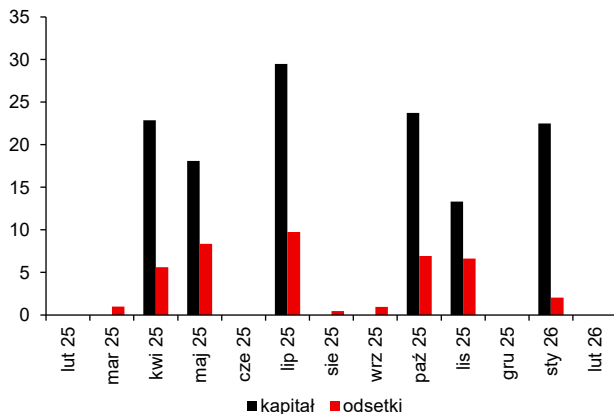
Source: LSEG Datastream, Santander

Rentowności polskich obligacji (%)



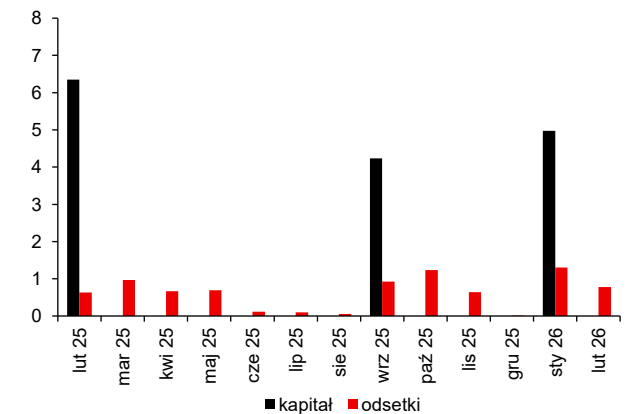
Source: LSEG Datastream, Santander

Wykupy papierów skarbowych i spłaty odsetek w PLN, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

Wykupy papierów skarbowych i spłaty odsetek walutowych, mld zł



Źródło: Ministerstwo Finansów, Santander

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

PONIEDZIAŁEK	WTOREK	ŚRODA	CZWARTEK	PIĄTEK
<b>3 lutego</b> <b>PL: PMI przemysł (Sty)</b> DE: PMI przemysł – fin. (Sty) EZ: PMI przemysł – fin. (Sty) EZ: Inflacja HICP (Sty) US: ISM przemysł (Sty)	4 US: Zamówienia dóbr trwałych (Gru) US: Zamówienia przemysłowe (Gru)	5 <b>PL: Decyzja RPP ws. stóp proc.</b> DE: PMI usługi – fin. (Sty) EZ: PMI usługi – fin. (Sty) US: Raport ADP (Sty) US: ISM usługi (Sty)	6 CZ: Decyzja CNB ws. stóp proc. CZ: Inflacja CPI (Sty) EZ: Sprzedaż detaliczna (Gru)	7 <b>PL: Minutes RPP (Sty)</b> DE: Eksport (Gru) DE: Produkcja przemysłowa (Gru) US: Wsk. Michigan (Lut) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Sty)
10 Brak publikacji	11 Brak publikacji	12 CZ: Inflacja CPI - fin. (Sty) US: Inflacja CPI (Sty)	13 <b>PL: PKB IV kw. - wstępne</b> <b>PL: Bilans płatniczy (Gru)</b> DE: Inflacja CPI (Sty) EZ: Produkcja przemysłowa (Gru) US: Inflacja PPI (Sty)	14 <b>PL: Inflacja CPI (Sty)</b> EZ: PKB IV kw. US: Sprzedaż detaliczna (Sty) US: Produkcja przemysłowa (Sty)
17 CZ: Inflacja PPI (Sty)	18 DE: Wsk. ZEW (Lut)	19 <b>PL: Koniunktura konsumencka (Lut)</b> US: Pozwolenia na budowę (Sty) US: Rozpoczęte budowy (Sty) US: Minutes FOMC (Sty)	20 <b>PL: Płace (Sty)</b> <b>PL: Zatrudnienie (Sty)</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (Sty)</b> <b>PL: Produkcja budowlana (Sty)</b> <b>PL: PPI (Sty)</b>	21 DE: PMI przemysł (Lut) DE: PMI usługi (Lut) EZ: PMI przemysł (Lut) EZ: PMI usługi (Lut) US: Wsk. Michigan – fin. (Lut)
24 <b>PL: Sprzedaż detaliczna (Sty)</b> <b>PL: Podaż pieniądza (Sty)</b> EZ: Inflacja HICP – fin. (Sty)	25 <b>PL: Stopa bezrobocia (Sty)</b> DE: PKB IV kw. HU: Decyzja MNB ws. stóp proc. US: Wsk. Conference Board (Lut)	26 US: Sprzedaż domów (Sty) US: Pozwolenia na budowę – fin. (Sty)	27 <b>PL: PKB IV kw.</b> EZ: Wsk. ESI (Lut) US: PKB IV kw. US: Zamówienia dóbr trwałych (Sty) US: Niezakończona sprzedaż domów (Sty)	28 CZ: PKB IV kw. DE: Inflacja HICP (Lut) US: Dochody osobiste (Sty) US: Wydatki osobiste (Sty) US: Inflacja PCE (Sty)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2025 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Decyzja EBC	30		6	17		5	24		11	30		18
Decyzja Fed	29		19		7	18	30		17	29		10
Decyzja RPP	16	5	12	2	7	4	2		3	8	5	3
Minutes RPP	20	7	14	4	9	6	4	28		10	7	5
Szybki szacunek PKB*		13			15			13			13	
PKB*		27				2			1			1
Inflacja CPI	15	14	14	15	15	13	15	14	15	15	14	15
Inflacja bazowa	16											
Ceny producenta	22	20	20	22	21	23	21	21	18	20	24	18
Produkcja przemysłowa	22	20	20	22	21	23	21	21	18	20	24	18
Sprzedaż detaliczna	23	24	24	23	26	24	22	25	22	22	25	22
Płace brutto, zatrudnienie	22	20	20	22	21	23	21	21	18	20	24	18
Handel zagraniczny	14	14	14	14	15	13	15	14	15	14	14	15
Bilans płatniczy*			31									
Bilans płatniczy	13	13	17	11	14							
Podaż pieniądza	24	24	24	23	23							

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów \*dane kwartalne

## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		sty 24	lut 24	mar 24	kwi 24	maj 24	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25
PMI	pkt.	47,1	47,9	48,0	45,9	45,0	45,0	47,3	47,8	48,6	49,2	48,9	48,2	48,8	48,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,9	3,3	-5,6	7,8	-1,6	0,0	5,2	-1,2	-0,4	4,6	-1,3	0,2	-1,0	-0,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-6,2	-4,8	-13,4	-2,0	-6,5	-9,0	-1,3	-9,6	-9,0	-9,6	-9,3	-8,0	-2,7	-3,6
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	3,2	6,1	6,1	4,1	5,0	4,4	4,4	2,6	-3,0	1,3	3,1	1,9	1,3	0,1
Stopa bezrobocia	%	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	12,8	12,9	12,0	11,3	11,4	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,4	8,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Eksport (w euro)	% r/r	-3,1	2,0	-8,7	8,1	-5,4	-6,7	5,3	-2,7	1,0	2,1	-4,7	-0,3	5,4	3,3
Import (w euro)	% r/r	-4,1	2,1	-7,2	5,6	0,9	1,4	9,8	5,5	5,7	6,6	-0,4	3,9	10,5	7,9
Bilans handlowy	mln EUR	1 274	298	485	822	-1 019	-454	-1 304	-2 246	-693	-571	-1 646	-2 261	3	-944
Rachunek bieżący	mln EUR	1 575	1 752	1 239	658	-605	441	-649	-2 494	-1 133	1 220	-521	-1 774	440	125
Rachunek bieżący	% PKB	1,7	1,7	1,6	1,7	1,5	1,3	1,3	0,8	0,5	0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,4
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	2,8	2,0	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	5,1	5,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,9	3,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-10,6	-10,0	-9,9	-8,5	-7,0	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,6	-0,4	-0,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,7	7,4	6,6	7,4	8,0	8,4	8,3	7,8	6,5	7,8	8,7	9,3	9,0	8,2
Zobowiązania	% r/r	8,7	8,1	7,4	7,8	8,6	8,6	8,4	7,6	5,9	7,3	8,0	8,7	10,2	9,0
Należności	% r/r	0,1	-0,2	0,3	1,1	1,7	2,7	2,6	3,8	2,9	4,5	5,7	5,0	5,4	5,5
EUR/PLN	PLN	4,36	4,33	4,31	4,30	4,28	4,32	4,28	4,29	4,28	4,32	4,33	4,27	4,25	4,21
USD/PLN	PLN	4,00	4,01	3,96	4,01	3,96	4,02	3,95	3,90	3,85	3,96	4,08	4,08	4,10	4,04
CHF/PLN	PLN	4,66	4,57	4,46	4,41	4,36	4,49	4,42	4,54	4,55	4,60	4,63	4,57	4,51	4,44
Stopa referencyjna *	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
WIBOR 3M	%	5,87	5,86	5,86	5,86	5,86	5,85	5,86	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85
Rentowność obligacji 2L	%	5,00	5,00	5,14	5,29	5,36	5,19	5,12	4,84	4,71	4,93	4,96	5,07	5,24	5,27
Rentowność obligacji 5L	%	5,07	5,20	5,29	5,53	5,55	5,58	5,56	5,09	5,04	5,31	5,33	5,40	5,69	5,61
Rentowność obligacji 10L	%	5,28	5,37	5,42	5,67	5,69	5,73	5,69	5,31	5,34	5,64	5,69	5,78	5,97	5,81

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
PKB	mld PLN	3 100,8	3 401,6	3 609,5	3 878,7	835,8	863,3	905,0	1 005,4	892,1	928,6	972,1	1 086,0
PKB	% r/r	5,3	0,1	2,9	3,4	2,1	3,2	2,7	3,5	3,1	3,3	3,4	3,9
Popyt krajowy	% r/r	4,8	-3,1	4,1	4,6	2,3	4,8	4,4	4,6	3,9	4,3	5,1	5,0
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	-0,3	3,1	2,9	4,4	4,6	0,3	3,3	2,5	2,5	3,0	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	1,7	12,6	1,3	6,7	1,9	3,2	0,1	0,8	2,0	4,0	8,0	9,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,4	-2,1	1,1	3,1	-0,1	2,0	1,1	1,3	0,9	3,6	4,0	4,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	7,7	4,8	-7,6	2,1	-8,6	-6,0	-6,8	-8,8	-0,5	1,5	3,8	2,5
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	5,5	-3,6	3,2	2,4	5,0	4,5	1,3	2,2	0,4	-0,1	3,5	5,2
Stopa bezrobocia *	%	5,2	5,1	5,1	5,0	5,3	4,9	5,0	5,1	5,4	5,0	4,9	5,0
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12,1	12,8	13,3	7,5	14,4	14,7	13,4	10,7	9,0	8,4	7,6	7,4
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	2,0	0,6	-0,2	0,2	0,2	0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,2	-0,1
Eksport (w euro)	% r/r	23,0	3,5	-1,3	4,6	-3,6	-1,5	1,1	-1,1	4,8	3,8	4,5	5,5
Import (w euro)	% r/r	27,7	-4,5	2,3	7,6	-3,3	2,6	6,9	3,2	9,4	6,9	7,1	7,0
Bilans handlowy	mldn EUR	-22 019	4 738	-7 310	-17 654	2 061	-649	-4 244	-4 478	-1 600	-3 345	-6 625	-6 085
Rachunek bieżący	mldn EUR	-14 872	13 485	-284	-8 921	4 567	501	-4 277	-1 075	1 140	-2 231	-4 903	-2 928
Rachunek bieżący	% PKB	-2,2	1,8	0,0	-1,0	1,6	1,3	0,5	0,0	-0,4	-0,7	-0,8	-1,0
Wynik general government	% PKB	-3,4	-5,1	-5,7	-5,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	14,3	11,6	3,6	4,3	2,9	2,5	4,5	4,8	5,1	4,7	3,6	3,7
Inflacja (CPI) *	% r/r	16,6	6,2	4,7	3,8	2,0	2,6	4,9	4,7	5,2	4,8	3,7	3,8
Inflacja bazowa po wył cen żywności i energii	% r/r	9,1	10,2	4,3	3,5	5,4	3,8	3,9	4,1	3,7	3,6	3,3	3,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	22,4	2,8	-6,7	0,5	-10,2	-7,1	-5,6	-3,8	-0,5	0,0	1,2	1,3
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	5,4	8,5	9,3	6,2	6,6	8,4	6,5	9,3	9,2	7,6	7,0	6,2
Zobowiązania *	% r/r	0	9,8	8,7	6,2	7,4	8,6	5,9	8,7	9,9	9,1	9,1	6,2
Należności *	% r/r	1,4	0,0	5,0	5,4	0,3	2,7	2,9	5,0	5,0	4,5	5,6	5,4
EUR/PLN	PLN	4,69	4,54	4,31	4,29	4,33	4,30	4,28	4,31	4,23	4,28	4,33	4,35
USD/PLN	PLN	4,46	4,20	3,98	3,97	3,99	4,00	3,90	4,04	4,04	3,96	3,95	3,94
CHF/PLN	PLN	4,67	4,68	4,52	4,41	4,57	4,42	4,50	4,60	4,46	4,41	4,39	4,37
Stopa referencyjna *	%	6,75	5,75	5,75	4,50	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	4,50
WIBOR 3M	%	6,02	6,52	5,86	5,50	5,86	5,86	5,85	5,85	5,85	5,77	5,48	4,91
Rentowność obligacji 2L	%	6,35	5,67	5,05	4,70	5,05	5,28	4,89	4,99	5,26	5,03	4,47	4,04
Rentowność obligacji 5L	%	6,36	5,66	5,33	5,18	5,19	5,55	5,23	5,34	5,62	5,31	5,00	4,80
Rentowność obligacji 10L	%	6,10	5,83	5,55	5,37	5,36	5,70	5,45	5,70	5,82	5,46	5,20	5,00

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 07.02.2025 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>

<b>Piotr Bielski</b>	– Dyrektor	691 393 119
<b>Bartosz Biatas</b>	– Ekonomista	517 881 807
<b>Marcin Luziński</b>	– Ekonomista	510 027 662
<b>Grzegorz Ogonek</b>	– 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.