

Komentarz ekonomiczny

Cła na towary z USA nie byłyby groźne dla inflacji

Bartosz Białas, tel. 517 881 807, bartosz.bialas@santander.pl

Marcin Luziński, tel. 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl

Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, grzegorz.ogonek@santander.pl

Początek prezydentury Donalda Trumpa w USA przyniósł duże zmiany w polityce handlowej, w tym szersze zastosowanie ceł. D. Trump ogłosił cła na produkty europejskie – od 12 marca stawką 25% objęte są produkty stalowe i aluminiowe, od 3 kwietnia obowiązuje stawka 25% na produkty przemysłu samochodowego, a od 9 kwietnia mają obowiązywać „cła odwetowe” w wysokości 20% na pozostałe towary z UE (przy czym niektóre są z ceł wyłączone, np. leki i nośniki energii). UE zapowiedziała odpowiedź na pierwszy z tych elementów, ale prawdopodobnie odpowie również na pozostałe.

Skutki wprowadzenia ceł na szeroką skalę są niewątpliwie złożone. W niniejszym raporcie zastanawiamy się nad pewnym wycinkiem tej problematyki – potencjalnym krótkookresowym wpływem ceł na produkty amerykańskie importowane do Polski na poziom krajowych cen konsumpcyjnych. Raport ten nie wyczerpuje tematu przełożenia ceł na inflację, ponieważ cła mogą też wpływać na oczekiwania inflacyjne, pogarszać perspektywy wzrostu gospodarczego oraz wpływać na kierunki wymiany handlowej. Nie można wykluczyć, że ten bezpośredni efekt ceł na USA może być skompensowany w całości, a może nawet z nadwyżką, efektem tańszego importu z innych krajów.

Według naszych szacunków, wpływ ceł już zapowiedzianych przez UE na inflację CPI jest pomijalny, gdyż dotyczy jedynie ok. 10% produktów importowanych przez Polskę z USA. Natomiast potencjalne cła w wysokości 10% obejmujące wszystkie towary importowane z USA dodałyby w krótkim okresie 0,2 punktu procentowego do wskaźnika CPI, przy założeniu dość silnego przełożenia cen importu na detaliczne. Potencjalnie największy efekt pochodziłby z sektora energetycznego (ok. połowa), przy czym ocenie nośników energii oceniamy jako bardzo mało prawdopodobne.

Co importujemy ze Stanów Zjednoczonych?

W 2024 r. zaimportowaliśmy ze Stanów Zjednoczonych towary o wartości niemal 76 mld zł, co stanowiło ok. 5% łącznego krajowego importu. Przed 2022 r. udział USA w polskim imporcie towarowym oscylował w okolicy 3%, po czym gwałtownie wzrósł w związku ze zwiększonymi zakupami amerykańskich surowców energetycznych w obliczu zmniejszenia importu z Rosji.

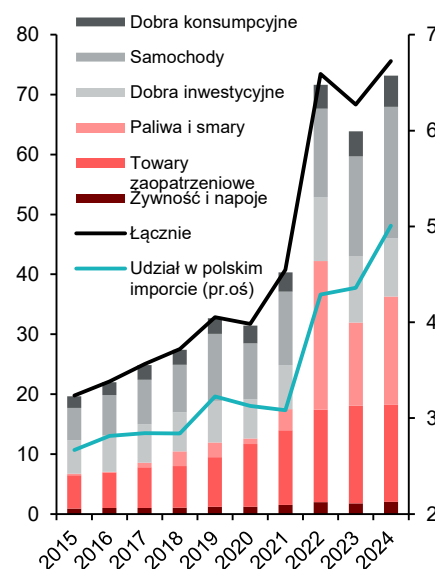
Według danych w podziale BEC (Broad Economic Categories) lwią część importu z USA stanowią środki transportu, towary zaopatrzeniowe, paliwa i smary oraz dobra inwestycyjne. Kategorie te stanowią niemal 90% polskiej wymiany ze Stanami Zjednoczonymi. W porównaniu do struktury całego polskiego importu, w wymianie z USA na plus wyróżnia się udział środków transportu (import samochodów z USA stanowi 9,5% całości polskiego importu samochodów i 29,1% polskiego importu z USA) oraz paliw/smarów (odpowiednio 13,2% i 23,9%).

Bardziej szczegółowa analiza, wg podziału CN (Combined Nomenclature – unijna klasyfikacja towarów w handlu zagranicznym) pokazuje, że pomimo małego udziału USA na poziomie szerokich kategorii, import zza oceanu ma bardzo duże znaczenie w przypadku pojedynczych towarów. Przykładem są między innymi metale i artykuły z metali takich jak nikiel czy tytan, kupowane przez nas w ponad połowie z USA, a także samoloty oraz ich części, w których przypadku około połowa importu pochodzi z USA. Poza tym, dobra z USA stanowią około 20% importowanych przez Polskę odcinkowych włókien chemicznych i trochę ponad 10% importu instrumentów muzycznych, produktów farmaceutycznych, a także urządzeń i aparatury medycznej.

Jak na inflację wpłyną już zapowiedziane cła?

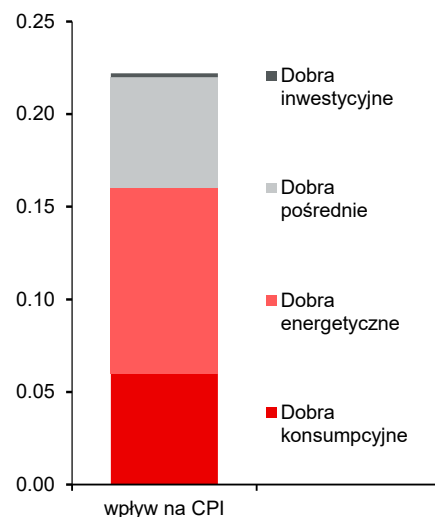
Po wprowadzeniu przez USA ceł na europejską stal i aluminium Komisja Europejska zapowiedziała podjęcie działań odwetowych. Według dotychczasowych komunikatów

Struktura polskiego importu z USA, mld zł



Źródło: GUS, Santander

Szacowany przez nas wpływ 10-procentowych ceł na wszystkie towary amerykańskie na CPI, punkty procentowe



Źródło: GUS, Santander

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 Białas 517 881 807
Marcin Luziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Komisji Europejskiej odpowiedź Unii miała składać się z dwóch elementów: przywrócenia pakietu ceł wprowadzonych w 2018 i 2020 r., a także nałożenia nowego zestawu ceł, który w momencie publikacji tego artykułu jest przedmiotem konsultacji wśród państw członkowskich. Oba zestawy ceł miały zostać nałożone w połowie kwietnia. Należy zwrócić uwagę, że opisane powyżej działania zostały zapowiedziane w pierwszej połowie marca i miały stanowić odpowiedź tylko na wprowadzenie ceł na europejską stal i aluminium (i ich produkty pochodne). Od tego czasu administracja USA nałożyła nowe, dwudziestoprocentowe cła na import z Unii Europejskiej. Sugeruje to, że odpowiedź Komisji Europejskiej może być mocniejsza niż planowano. Według zapowiedzi prezydenta Francja Emmanuela Macrona Unia ma odpowiedzieć na nowo zapowiedziane cła pod koniec kwietnia.

Aby ocenić wpływ zapowiedzianych dotychczas europejskich ceł na polski import z USA, wyodrębniliśmy z danych o strukturze polskiego importu w 2024 r. produkty, które zostały umieszczone na europejskich listach ceł (zarówno tych z 2018 i 2020 r., jak i tych, które dopiero podlegają konsultacji), a następnie obliczyliśmy ich wartość. Tak przeprowadzone szacunki sugerują, że zapowiedziane dotąd europejskie cła mogłyby dotknąć niecałych 9% naszego importu z USA, tj. dóbr wartych około 6,5 mld złotych. Stanowiłoby to około 0,4% całości polskiego importu. Szacujemy, że wpływ tych ceł na krajową inflację CPI byłby mniejszy niż 0,1 punktu procentowego, a zatem pomijalny.

Potencjalne stawki ceł dla zapowiedzianych działań są znane tylko w przypadku dóbr objętych działaniami odwetowymi w ramach regulacji z 2018 i 2020 r. Wartość tych dóbr, obliczona na podstawie struktury polskiego importu w 2024 r., wynosi około 1,5 mld zł, a średnia stawka cła, ważona wielkością importu, jest równa około 28%. Działanie to mogłoby zatem przynieść ok. 400 mln zł wpływów z ceł (które jednak w większej części trafiają do wspólnego budżetu UE), i podnieść średnią stawkę celną na towary spoza UE o 0,05 punktu procentowego (z 0,9%). Stawki ceł, które mogłyby zostać nałożone na pozostałe, warte 5 mld zł produkty, nie zostały ogłoszone.

Największy udział wśród dóbr, na które według dotychczasowych zapowiedzi mogłyby zostać nałożone cła, mają w przypadku Polski tworzywa sztuczne. Cła mogłyby w ich przypadku objąć produkty warte blisko 1,6 mld złotych (4,0% całego importu tworzyw sztucznych do Polski w ich oclonych kategoriach i 1,6% importu tworzyw sztucznych ogółem), w tym m.in. polietyleny, silikony, a także artykuły z tworzyw sztucznych takie jak folie czy taśmy.

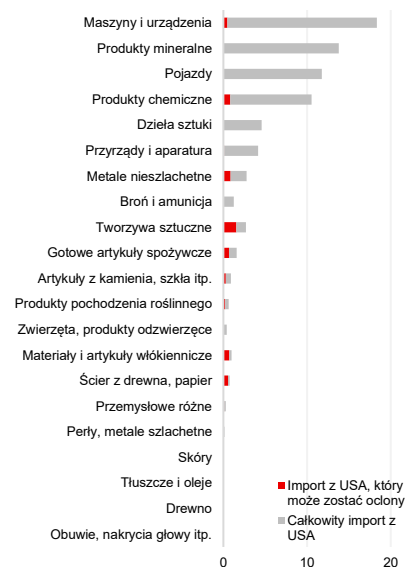
Kolejne pod względem wielkości są dobra z kategorii metali nieszlachetnych warte około 0,9 mld złotych (obejmujące m.in. żeliwo i stal, nikiel, aluminium i artykuły z nich), a także produkty przemysłu chemicznego warte około 0,8 mld złotych (głównie produkty kosmetyczne). Udziały tych dóbr w ich całkowitym imporcie do Polski wynoszą odpowiednio około 2,0% i 4,7%.

W przypadku produktów spożywczych zapowiedziane przez Komisję Europejską cła nie powinny mieć znacznego wpływu na ceny w polskich sklepach. Jedynymi wyjątkami są świeże migdały, importowane przez Polskę w około 58% z USA, warte 170 mln złotych, a także przetworzona żurawina, importowana w około 48% z USA, warta około 60 mln złotych (ale stanowiąca jedynie 6% całkowitego importu żurawiny, łącznie z żurawiną nieprzetworzoną).

Inne produkty żywnościowe importowane przez Polskę i znajdujące się na unijnych lisach ceł pochodzą w jedynie niewielkiej części z USA. Dla przykładu, choć niemal cały polski import mięsa z USA może zostać objęty cłami, to jego udział w ogólnym imporcie mięsa do naszego kraju nie wynosi nawet promila.

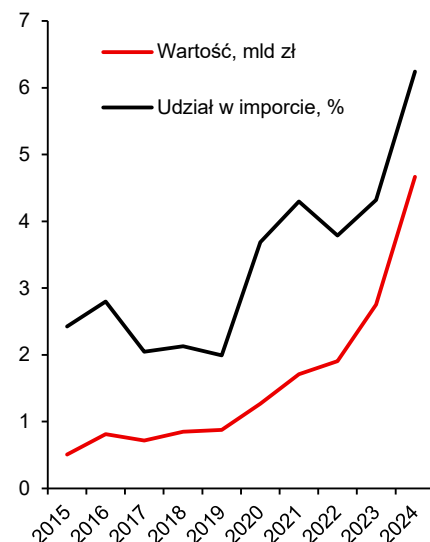
Osobną kwestią są ceny alkoholu. Europejskie cła mogą objąć ponad 90% polskiego importu alkoholu z USA, czyli około 490 mln złotych. Stanowi to około 8% całego polskiego importu alkoholu. Cła mogą dotknąć przede wszystkim whiskey wartej ponad 360 mln złotych (około 23% całkowitego importu w tej kategorii), a także win wartych blisko 100 mln złotych (co stanowi około 7% polskiego importu wina). Udział napojów spirytusowych (które obejmują nie tylko whiskey, ale również inne mocne alkohole) i wina z winogron w koszyku inflacyjnym wynosi lekko ponad 2%. Jednak alkohol z USA stanowi tylko ok. 1% rynku alkoholowego w Polsce. Zatem obłożenie tych produktów pięćdziesięcioprocentowym cłem (równym całkowitej stawce, którą nałożono na whiskey w unijnej regulacji z 2018 r.) mogłoby spowodować wzrost inflacji CPI o około 0,02 pkt proc.

Wartość importu z USA, który może zostać objęty cłami zgodnie z dotychczasowymi zapowiedziami, i całkowitego importu z USA, mld zł



Źródło: GUS, KE, Santander

Import samochodów osobowych z USA, mld zł



Źródło: GUS, Santander

Jak na inflację mogą wpłynąć cła na wszystkie towary?

Naszym zdaniem możliwe jest, że w ramach wymiany ciosów w wojnie handlowej, UE może zdecydować się na objęcie cłami większej gamy towarów z USA. Scenariusz maksimum to oclenie wszystkich towarów, choć naszym zdaniem jest on bardzo mało prawdopodobny. Nie sądzimy, by UE zdecydowała się np. na oclenie produktów energetycznych, gdyż mocno uderzyłoby to w koszty prowadzenia biznesu, zwłaszcza w obliczu odciążenia importu z Rosji. Poniżej – dla ustalenia uwagi – przedstawiamy skutki podwyżki cła na towary z USA o 10 punktów procentowych. Cła o innym rozmiarze wymagałyby proporcjonalnego przeskalowania szacowanych skutków. Taka podwyżka ceł oznaczałaby podwojenie średniej stawki celnej na towary spoza UE w Polsce (0,9% obecnie), oraz przychody budżetowe z tytułu cła maksymalnie o wartości ok. 7 mld zł (większość trafia do budżetu UE). Natomiast wpływ na inflację CPI w krótkim okresie szacujemy na ok. 0,2 punktu procentowego.

Dobra konsumpcyjne

Ok. 15% towarów importowanych z USA (12 mld zł) trafia bezpośrednio do konsumentów jako produkty finalne (pomijamy paliwa). Produkty konsumpcyjne z USA stanowią ok. 0,6% krajowej konsumpcji, zatem maksymalny wpływ ceł 10-procentowych na inflację CPI można szacować na ok. 0,06 punktu procentowego. Zakładamy, że w przypadku produktów tego typu przełożenie ceł na ceny powinno być szybkie i niemal całkowite. A ponieważ koszyk inflacyjny nie zmienia się w ciągu roku, to nawet potencjalna rezygnacja konsumentów z produktów amerykańskich nie powinna mieć wpływu na poniższe szacunki.

Kategorią produktów finalnych, która miałyby największe przełożenie na ceny konsumenckie, są naszym zdaniem samochody osobowe. Udział samochodów z USA w rynku polskim szacujemy na ok. 5%. 10-procentowa stawka celna podbiłaby zatem inflację CPI o ok. 0,015 punktu procentowego (waga samochodów w CPI to 3,21%). W przypadku wyrobów alkoholowych szacujemy wpływ na poziomie 0,004 punktu procentowego. Przy kolejnych produktach wchodzimy na coraz dalsze miejsca po przecinku, więc nie przedstawiamy szczegółowych wyliczeń.

Warto jednak mieć na uwadze, że istnieją pojedyncze kategorie produktowe, gdzie USA mają duży udział w naszym imporcie, stanowią one jednak mały ułamek koszyka inflacyjnego. Przykładem są pistacje. W obliczu wyraźnego wzrostu cen kakao w ostatnim czasie, amatorzy czekolady dubajskiej mogą liczyć się ze znacznymi wzrostami cen.

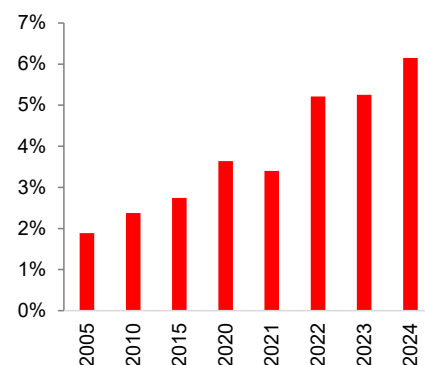
Dobra pośrednie

Produkty z USA klasyfikowane jako dobra pośrednie – zużywane lub przetwarzane w procesie krajowej produkcji – stanowiły w ostatnich latach ok. 60% całego importu z USA (pomijamy paliwa), a ich wartość była rzędu 40 mld zł. W ub.r. 5,0% importowanych do Polski dóbr pośrednich pochodziło z USA. Taki udział importu z USA w kategorii kosztów firm „surowce, materiały i półprodukty” jest w naszej ocenie niski. Co więcej, wsad produkcyjny pochodzi z importu w około jednej czwartej (23% wynosi relacja importu dóbr pośrednich do zużycia pośredniego w całej gospodarce). Do tego koszty materiałowe, choć pozostają dominującą kategorią, w ostatnim czasie wykazują malejący udział w kosztach ogółem (z ponad 45% w okresie odbicia po pandemii, do historycznie niskich 38% pod koniec ub.r., wg danych o podmiotach zatrudniających 50+ pracowników).

W rezultacie wartość dóbr pośrednich pochodzących z USA stanowiła 1,2% zużycia pośredniego w gospodarce. Dokładniejsze oszacowanie znaczenia tego importu w kosztach firm wymaga uwzględnienia kosztów wynagrodzeń, co sprowadza odsetek do 0,9%. Z kolei odniesienie do produkcji globalnej (gdzie dodatkowo zawierają się też marże firm) daje 0,7%. Zatem to w zakresie wyznaczonym przez te dwie ostatnie liczby należy szukać odsetka wyrażającego znaczenie amerykańskich dóbr pośrednich dla kosztów przedsiębiorstw (przyjmujemy 0,8%). W skali całej gospodarki ewentualna presja kosztowa na polskie firmy nie powinna być zatem duża. Nałożenie ceł 10% na całość importu dóbr pośrednich ze Stanów Zjednoczonych podbiłoby zatem koszty firm o 0,08%. Popyt gospodarstw domowych jest pokrywany w ok. 80% towarami i usługami wytworzonymi w kraju, co daje szacunek wpływu szerokich ceł na towary z USA na inflację kanałem dóbr pośrednich na poziomie 0,06-0,07%.

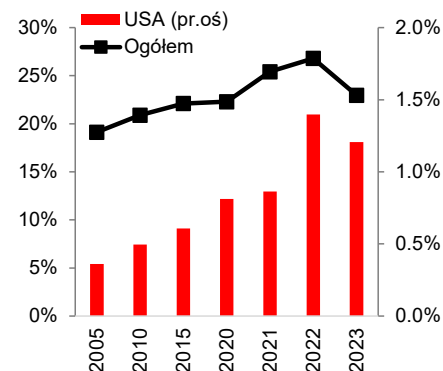
Ponadto, jeśli dojdzie do wzrostu kosztu pozyskiwania dóbr pośrednich z USA, to zapewne firmy przyjrzą się możliwości ich zastąpienia i potencjalnie zmniejszą w ten sposób wpływ ceł na własne koszty. W krótkim okresie, gdy ta wywołana cłami presja kosztowa może się ujawnić a

Udział USA w imporcie dóbr pośrednich (bez paliw)



Źródło: GUS, Santander

Relacja importu dóbr pośrednich do zużycia pośredniego w gospodarce



Źródło: GUS, Santander

zanim dojdzie do ewentualnej zmiany dostawców, również nie jest oczywiste, że firmy przerzucą dodatkowy koszt na odbiorcę końcowego, m.in. na konsumentów. Podpowiada to umiarkowana siła relacji inflacji CPI i PPI, oraz historia fluktuacji w przeciętnych marżach przedsiębiorstw. Kanat pośredni oddziaływania cła na CPI – przez koszty firm – raczej nie będzie więc miał istotnego znaczenia, a jego wpływ może się zamknąć w 0,1 punktu procentowego.

Na poziomie sektorów gospodarki wzrost kosztów wskutek ocłenia dóbr pośrednich z USA może być zróżnicowany ale nadal, w naszym odczuciu, niewielki. Żeby go oszacować, rzutowaliśmy dane o imporcie z USA wg klasyfikacji wyrobów i usług na polską tablicę przepływów międzygałęziowych. W ten sposób, dysponując wskaźnikami całkowitego wkładu importu w jednostkę produktu wg branż mogliśmy ocenić na ile zróżnicowana może być reakcja kosztów na wprowadzenie szerokich cła. Wrażliwością na cła wyraźnie wyróżniły się działy przemysłu „pozostały sprzęt transportowy” i „koks i produkty rafinacji ropy naftowej”, jednak nawet w ich przypadku siła przełożenia wzrostu cen importowych wskutek cła byłaby niewielka (import z USA odpowiada w nich za ok. 5% całkowitej wartości produktów). W przypadku leków, farmaceutyków, chemikaliów i wyrobów chemicznych ten wskaźnik jest nieco poniżej 2%. Spośród 77 przebadanych kategorii dla blisko połowy wskaźnik trafia w przedział 0,5-1,5% a średnia arytmetyczna ze wszystkich to 0,7%.

Nośniki energii – czy jest ryzyko nowego szoku podażowego?

Znaczenie USA jako dostawcy nośników energii dla Polski wyraźnie wzrosło w ostatnich trzech latach, ale nadal jest ograniczone. Udział dostaw surowców energetycznych z USA w ich łącznym imporcie wyniósł 0,5% w 2021 r., za to w 2024 r. już 11,9%. W 2024 r. ściągaliśmy z USA m. in. oleje napędowe o wartości 7,7 mld zł i ropę naftową o wartości 4,4 mld zł. Zza oceanu sprowadzamy także m. in. gaz LPG i LNG czy węgiel kamienny.

Dywersyfikacja źródeł surowców energetycznych przez ostatnie dziesięć lat, którą uruchomiła agresja rosyjska, spowodowała, że obecna struktura jest bardziej odporna na problemy z jednym dostawcą. Polsce udało się sprawnie odejść od surowców rosyjskich, jednak w sytuacji gdyby cała UE musiała poszukać alternatywy dla dostaw z USA, ich zastąpienie nie byłoby łatwe i szybkie. Informacje oznaczające podrożenie dostaw gazu z USA dla UE prawdopodobnie wywołałyby zapewne natychmiastowy skokowy wzrost cen gazu dla Europy z każdego możliwego alternatywnego źródła, co podbiłoby koszty energii i paliw w kraju.

Szacujemy, że nałożenie 10-procentowego cła na tę kategorię produktową mogłoby zatem dodać do krajowej inflacji ok. 0,1 punktu procentowego. Jak jednak napisaliśmy powyżej, uważamy nałożenie cła na nośniki energii za bardzo mało prawdopodobne: nośniki energii są wyjęte z cła nałożonych przez USA, a UE raczej nie będzie dążyć do eskalacji i tak już napiętej sytuacji energetycznej. Potrzeba odcięcia się od dostaw z Rosji wywołała poważny szok podażowy, który zaprowadził inflację na rekordowe poziomy i wywołał znaczne zaburzenie w łańcuchu polskiego PKB. Nie wydaje nam się jednak, żeby w sytuacji, gdyby nagle ustały dostawy gazu, ropy i węgla z USA (np. wskutek zaporowych cła lub strategicznej rezygnacji ze współpracy) mogłoby dojść do gospodarczych perturbacji na podobną skalę, nie byłby to jednak zaniedbywalny efekt.

Dobra inwestycyjne

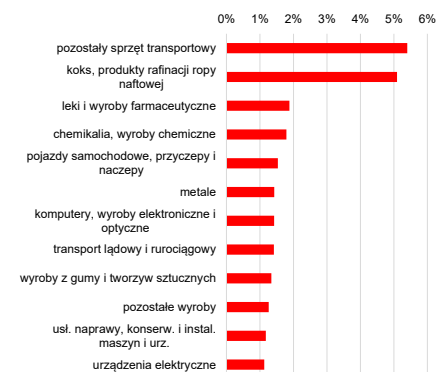
Import dóbr inwestycyjnych z USA jest wart ok. 11 mld zł, co stanowi ok. 1,7% inwestycji w Polsce i ok. 2,5% inwestycji w sektorze prywatnym. Cła w tym segmencie towarów również powinny mieć dodatnie przełożenie na stopę inflacji, ale bardziej rozłożone w czasie.

Po pierwsze, inwestycje nie stanowią dla przedsiębiorstw kosztu, zatem wyższe wydatki inwestycyjne nie mają bezpośredniego przełożenia na zyski. Wydatki inwestycyjne pojawiają się w bilansie jako amortyzacja, która – w zależności od aktywa – jest rozłożona na dłuższy okres, np. 5 lat w przypadku samochodów, 7 lat w przypadku maszyn. Gdyby zatem firmy podniosły ceny, by zapobiec spadkom marż wskutek wyższych cen dóbr inwestycyjnych, to można by spodziewać się wzrostu inflacji o ok. 0,002 punktu procentowego.

Po drugie, inwestycje są dość zmiennym składnikiem PKB i naszym zdaniem przedsiębiorstwa na wzrost cen dóbr inwestycyjnych w pierwszej kolejności reagowałyby rezygnacją z inwestycji, ich opóźnianiem lub przeskalowaniem.

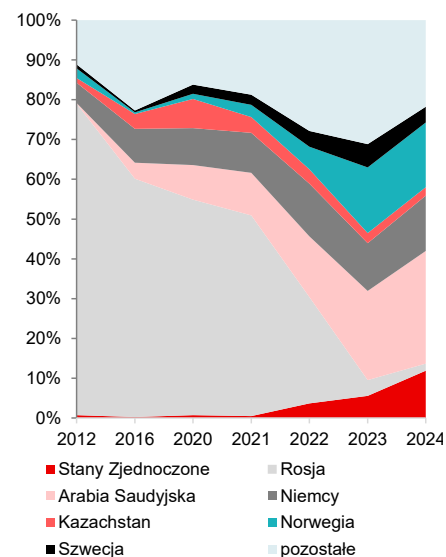
Gdyby zaś palcem wskazać, który sektor najmocniej jest powiązany z dobrami inwestycyjnymi z USA, to jest to lotnictwo. Polski krajowy przewoźnik bazuje na samolotach amerykańskich, przy

Wartość importu z USA jako % produkcji globalnej danego działu na bazie tablic przepływów międzygałęziowych, kategorie o największym udziale



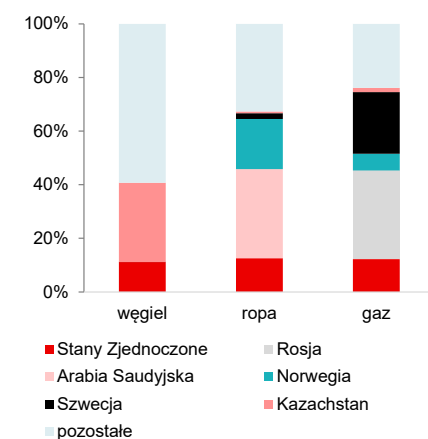
Źródło: GUS, Santander

Struktura dostaw surowców energetycznych do Polski wg krajów, w oparciu o wartość importu w zł, SITC, wybrane lata



Źródło: GUS, Santander

Struktura dostaw surowców energetycznych do Polski wg krajów, w oparciu o wartość importu w zł, SITC, 2024 r.



Źródło: GUS, Santander

czym w przemyśle lotniczym samoloty są często leasingowane (zresztą w innych branżach leasing dóbr inwestycyjnych też jest rozpowszechniony), co potencjalnie może jeszcze ostabić efekt wyższych cen.

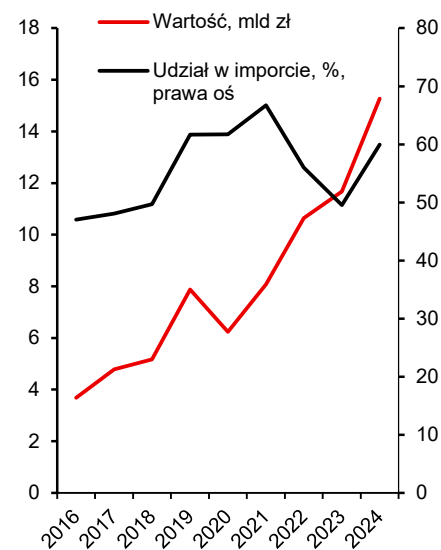
Przestrzeń do dalszych analiz

Jak napisaliśmy na samym początku, wpływ cen na gospodarkę to skomplikowany proces, a my próbujemy przyjrzeć się pewnemu jego wycinkowi – potencjalnemu krótkookresowemu wpływowi na ceny w Polsce przy założeniu silnego przełożenia na ceny detaliczne.

W tym miejscu chcielibyśmy jednak podkreślić znaczenie innych procesów, które mogą mieć wpływ na nasze wyliczenia. Cła amerykańskie mogą wpłynąć na ceny produktów importowanych przez Polskę z innych krajów świata, jeśli np. wykorzystują one amerykańskie dobra pośrednie. Wzmocniłoby to efekt na krajową inflację. Podobnie zadziałać może spadek popytu na amerykańskie produkty, co mogłoby stymulować popyt zastępczy, w tym na produkty z Polski. Poza tym, wojna celna ma wpływ m. in. na kurs walutowy, a zatem wpływa na ceny wszystkich towarów importowanych, oraz na ceny surowców.

Szerokie ocenie importu przez USA może mieć też skutek antyinflacyjny (poza USA). Powszechne utrudnienie w dostępie do rynku amerykańskiego spowoduje pojawienie się puli przeznaczonych na ten rynek a niesprzedanych towarów, która będzie musiała zostać przekierowana na inne rynki zagraniczne lub zatrzymana na wewnętrznych rynkach ich producentów. Konsekwencją powinna być zatem nadpodaż potoczona z koniecznością szybkiego znalezienia rynku zbytu a to dobre warunki do wystąpienia presji w dół na ceny.

Import statków powietrznych z USA, mld zł



Źródło: GUS, Santander

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. i 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