

MAKROskop Lite

Za oknem mróz, a gospodarka grzeje

■ W przemyśle europejskim widzimy sygnały ożywienia, sugerujące, że krajowi eksporterzy w tym roku będą mogli liczyć na delikatny wiatr w plecy, m.in. w związku z przyspieszeniem gospodarki niemieckiej. Krajowe dane potwierdzają wzrost aktywności w większości sektorów. Wyraźnie rośnie popyt na kredyt. Liczymy wciąż na utrzymanie solidnego wzrostu konsumpcji i mocne przyspieszenie inwestycji. Z drugiej strony, wyjątkowo sroga zima generuje dodatkowe koszty dla budżetów domowych i samorządów, które z czasem mogą się odbić na ich wydatkach, a opóźnienie w wydatkowaniu środków z KPO powoduje, że już nawet rząd wskazuje na ryzyko niewykorzystania grantów w całości. W efekcie, **utrzymujemy prognozę PKB na ten rok bez większych zmian, ze wzrostem średnio na poziomie 3,9%.**

■ Nowy rok rozpoczął się jednak od wzrostu niepewności, i to na kilku polach: zarówno w zakresie sytuacji geopolitycznej (w styczniu przejściowa eskalacja napięcia wokół Wenezueli i Grenlandii, ostatnio wokół Iranu), ekonomicznej (kolejne groźby USA dot. wyższych тариф celnych, wzrost cen surowców), jak i rynkowej (gwałtowna przecena metali, kryptowalut, spółek technologicznych). Pozostajemy umiarkowanymi optymistami, jeśli chodzi o scenariusz gospodarczy na najbliższe kwartały – z jednej strony wciąż wiele wskazuje na to, że rok 2026 będzie lepszy od poprzedniego, z drugiej na horyzoncie widać też czynniki ryzyka, które sugerują, żeby nie rozpędzać się z rewizjami prognoz.

■ Przesuwamy w dół prognozę inflacji, co ma związek z niższym niż zakładaliśmy wykonaniem końcówki ub.r. (2,4% w grudniu) i początku br. – w styczniu spodziewamy się spadku CPI do 1,7% r/r, m.in. dzięki niskim cenom paliwa. Niemniej, odbicie w górę cen ropy, gazu i kosztów ogrzewania, związane m.in. z sytuacją geopolityczną i srogą zimą, ograniczają szanse na dalszy spadek dynamiki CPI w krótkim horyzoncie. W dalszej części roku widzimy raczej stopniowy powrót inflacji do celu, ale tak czy inaczej niższy punkt startowy **przesuwa nam prognozę średniorocznej inflacji do 2,0%**, o pół pkt. proc. wobec raportu z grudnia (CPI na koniec roku z 3,0% na 2,6% r/r), przy prognozie średniej inflacji bazowej bez zmian, na poziomie 2,3% średniorocznie i 2,7% r/r na koniec roku.

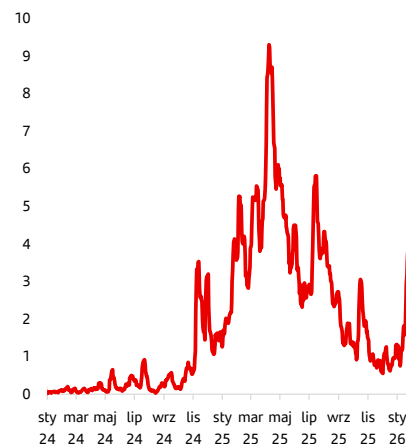
■ Bank centralny, tak jak zapowiadał, rozpoczął rok od paury w łagodzeniu polityki pieniężnej, w oczekiwaniu na nowe dane i informacje. Spadek inflacji poniżej 2% w I kwartale najprawdopodobniej skłoni Radę Polityki Pieniężnej do wznowienia obniżek stóp procentowych. **Nadal spodziewamy się, że stopa referencyjna NBP zatrzyma się na poziomie 3,5%** po jeszcze dwóch obniżkach o 25pb. Najbliższa z nich zapewne nastąpi już w marcu, kiedy RPP zapozna się z wynikami nowej projekcji NBP oraz pierwszym szacunkiem styczniowej inflacji. Kolejną obstawialiśmy do tej pory w maju, ale przesuwamy prognozę na kwiecień, uznając, że dwa miesiące z rzędu z dynamiką CPI wyraźnie poniżej 2% będą dla RPP wystarczającym argumentem, żeby dokończyć cykl. Droga do większej skali obniżek stóp mogłaby się odblokować, gdyby inflacja w kolejnych miesiącach dalej zaskakiwała niższymi odczytami, zamiast fluktuować w pobliżu celu NBP.

■ Luty rozpoczął się od wzrostu zmienności na rynkach finansowych. Ceny metali szlachetnych i kryptowalut zaliczyły potężną korektę. Mocna przecena dotknęła też akcje niektórych spółek na światowych giełdach (m.in. z sektora IT). Na razie nie jest to jednak typowa, szeroko rozlewająca się fala awersji do ryzyka, a raczej przewartościowanie wybranych klas aktywów. W szczególności, krajowy rynek walutowy i długu oraz polska giełda pozostały wyjątkowo odporne na zmienność nastrojów.

■ Złoty umocnił się w pierwszych tygodniach roku, po czym ustabilizował w pobliżu 4,22 za euro. **Na dalszą część roku nadal zakładamy względną stabilizację kursu**, z tendencją raczej do powrotu EURPLN w stronę 4,25 niż schodzenia niżej, m.in. za sprawą lekko malejącej realnej stopy procentowej, rozszerzania deficytu w handlu zagranicznym.

■ **Przestrzeń do spadku rentowności obligacji na długim końcu krzywej nadal wydaje nam się wyczerpana**, w związku z oczekiwanym dalszym wzrostem rentowności na rynkach bazowych i brakiem na horyzoncie perspektywy konsolidacji fiskalnej w kraju. Najbliższe przeglądy polskiego ratingu (Fitch 27 lutego, Moody's 20 marca) zapewne nie przyniosą żadnych zmian, ale już jesień runda obciążona będzie większym ryzykiem obniżenia ocen ratingowych, o ile rząd nie przedstawi planów ograniczenia deficytu – a to wydaje się mało prawdopodobne w kontekście zbliżającej się kampanii wyborczej.

Bloomberg US Trade Policy Uncertainty Index



Źródło: Bloomberg, Santander

Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

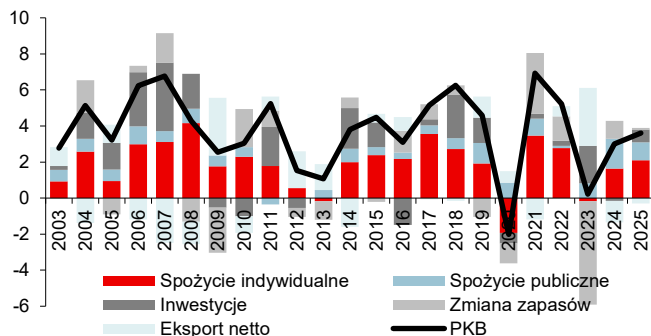
- [Stopy bez zmian z braku nowych danych o inflacji](#)
- [PKB dalej w trendzie wzrostowym](#)
- [Dobry koniec roku sprzedaży detalicznej](#)
- [Mocna końcówka roku w polskiej gospodarce](#)
- [Eksport usług: Europa może pomóc, AI zaskądzi](#)
- [Inflacja zakończyła rok poniżej celu](#)

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
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

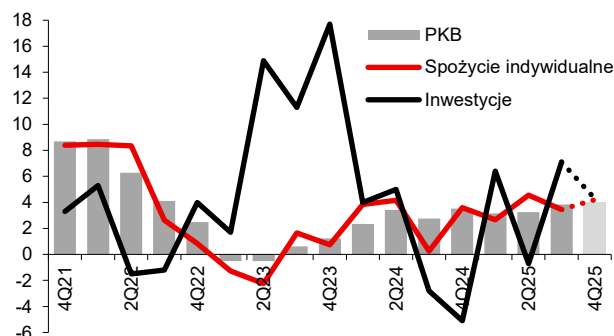
Gospodarka na wykresach

W 2025 r. PKB urość o 3,6%, głównie dzięki mocniej konsumpcji prywatnej i publicznej



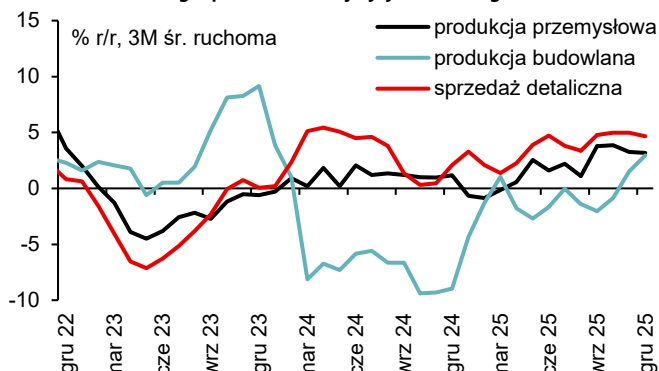
Źródło: GUS, Santander

Dane roczne sugerują, że w IV. kw PKB mógł pokazać 4,0% r/r, z mocną konsumpcją i umiarkowanymi inwestycjami



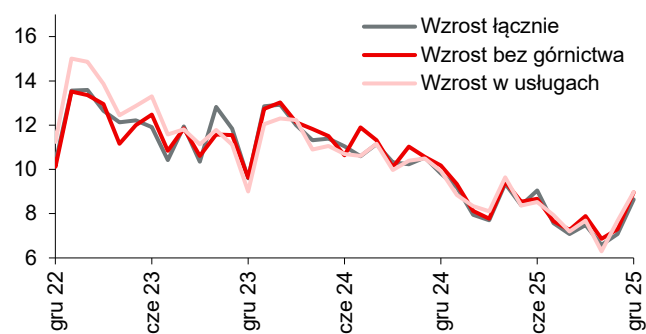
Źródło: GUS, Santander

Dane z gospodarki realnej były mocne w grudniu



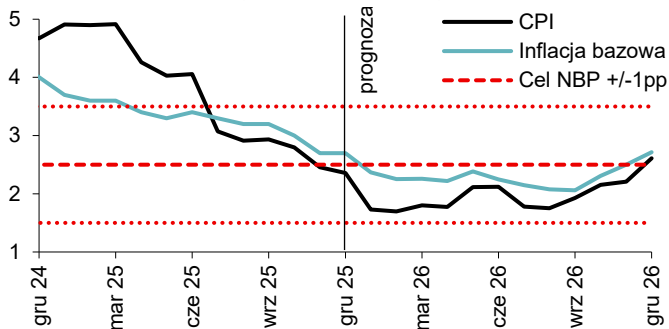
Źródło: GUS, Santander

Płace wyraźnie przyspieszyły pod koniec roku, naszym zdaniem przejściowo



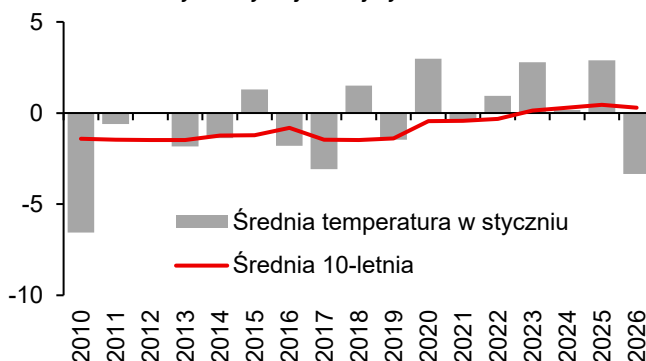
Źródło: GUS, Santander

Co pomogło RPP pozostawić stopy bez zmian w lutym. Później jednak inflacja może spaść poniżej 2%



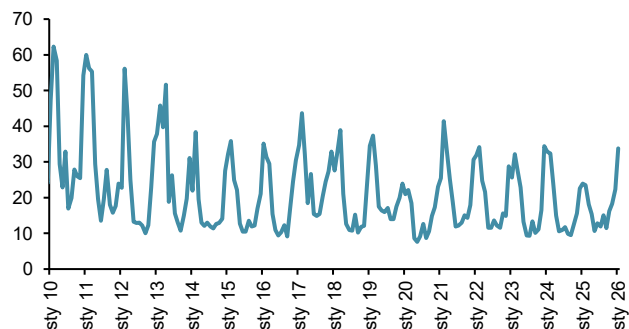
Źródło: GUS, NBP, Santander

Styczeń był najzimniejszy od 2010 r.



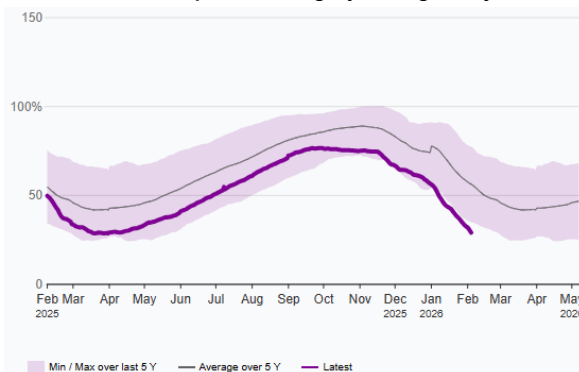
Źródło: IMGW, Santander

Firmy budowlane wskazywały warunki atmosferyczne jako barierę wzrostu znacznie częściej niż rok temu, ale podobnie jak wcześniej



Źródło: GUS, Santander

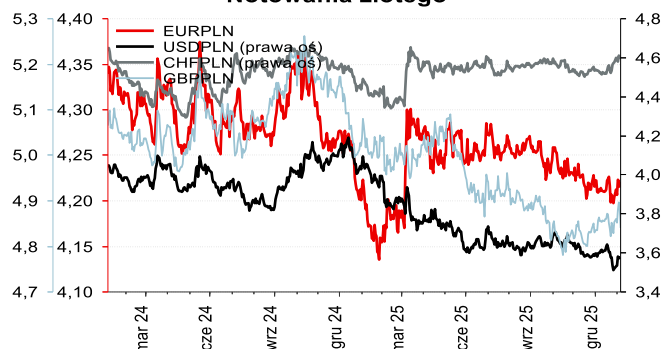
Ale w Niemczech zapętnienie magazynów z gazem jest niskie



Źródło: GIE AGSI <https://energiedashboard.admin.ch/gas/eu-gasspeicher>

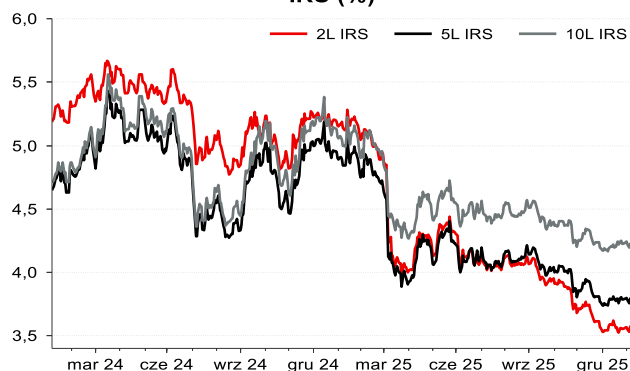
Rynek na wykresach

Notowania złotego



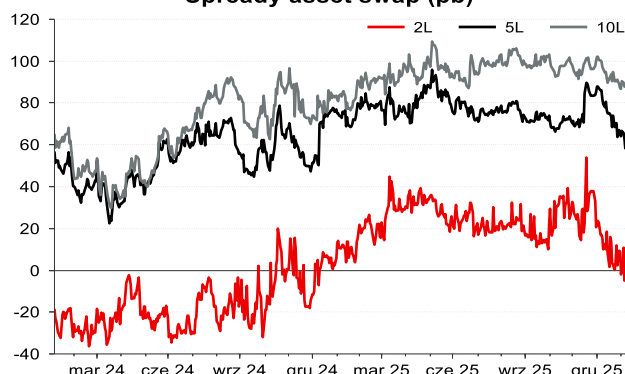
Źródło: LSEG Datastream, Santander

IRS (%)



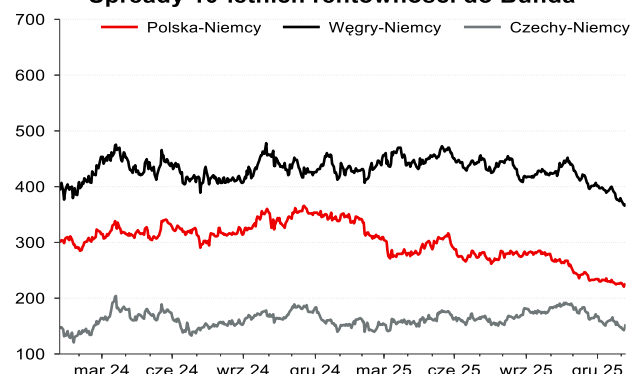
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Spready asset swap (pb)



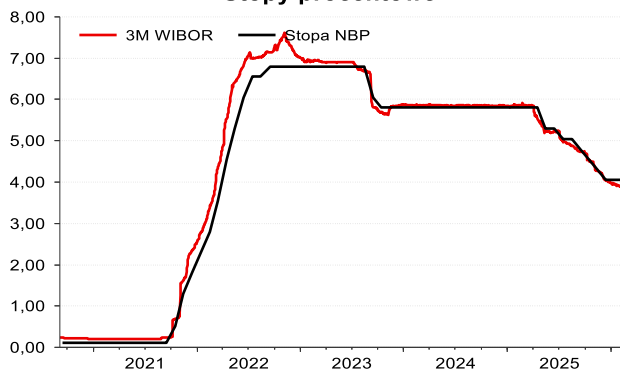
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



Źródło: LSEG Datastream, Santander

Stopy procentowe



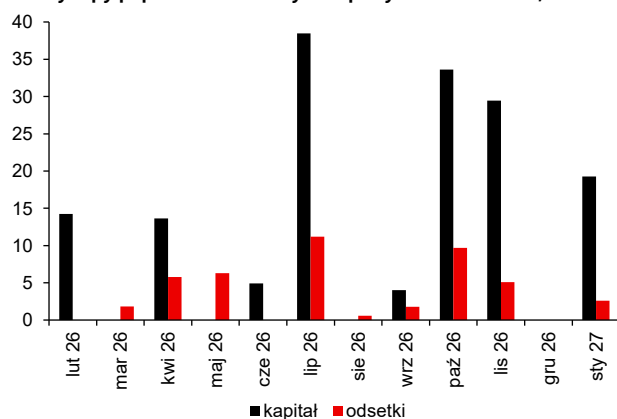
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Rentowności polskich obligacji (%)



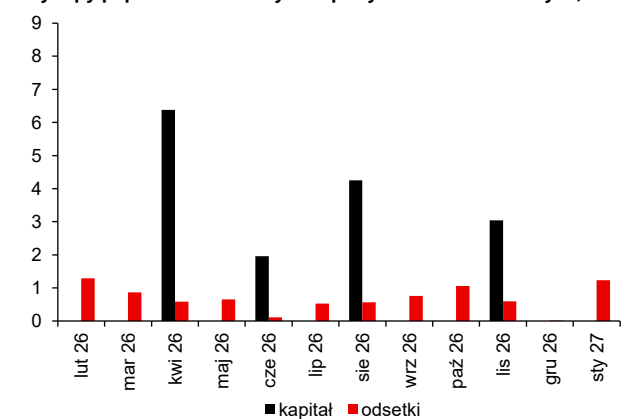
Źródło: LSEG Datastream, Santander

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
2 lutego PL: PMI przemysł (Sty) DE: PMI przemysł – fin. (Sty) EZ: PMI przemysł – fin. (Sty) US: ISM przemysł (Sty)	3 Brak publikacji	4 PL: Decyzja RPP ws. stóp proc. DE: PMI usługi – fin. (Sty) EZ: PMI usługi – fin. (Sty) EZ: Inflacja HICP (Sty) US: ISM usługi (Sty)	5 DE: Zamówienia przemysłowe (Gru) EZ: Sprzedaż detaliczna (Gru) EZ: Decyzja EBC ws. stóp proc.	6 PL: Minutes RPP DE: Produkcja przemysłowa (Gru) DE: Eksport (Gru) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Sty) US: Stopa bezrobocia (Sty) US: Wsk. Michigan (Lut)
9 Brak publikacji	10 US: Sprzedaż detaliczna (Gru)	11 US: Inflacja CPI (Sty)	12 PL: PKB IV kw. HU: Inflacja CPI (Sty) US: Sprzedaż domów (Sty)	13 PL: Inflacja CPI (Sty) PL: Bilans płatniczy (Gru) CZ: Inflacja CPI – fin. (Sty) EZ: PKB IV kw.
16 EZ: Produkcja przemysłowa (Gru)	17 DE: Inflacja CPI – fin. (Sty) DE: Wsk. ZEW (Lut) US: Sprzedaż detaliczna (Sty)	18 PL: Koniunktura konsumencka (Lut) US: Zamówienia dóbr trwałych (Gru) US: Rozpoczęte budowy domów (Gru) US: Pozwolenia na budowę (Gru) US: Produkcja przemysłowa (Sty) US: Minutes FOMC	19 PL: Płace (Sty) PL: Zatrudnienie (Sty) PL: Produkcja przemysłowa (Sty) PL: Produkcja budowlana (Sty) PL: PPI (Sty) EZ: Produkcja budowlana (Gru) US: Niezakończona sprzedaż domów (Sty)	20 DE: PMI przemysł (Lut) DE: PMI usługi (Lut) EZ: PMI przemysł (Lut) EZ: PMI usługi (Lut) US: Dochody osobiste (Gru) US: Wydatki osobiste (Gru) US: Indeks PCE (Gru) US: PKB IV kw. US: Sprzedaż nowych domów (Gru) US: Wsk. Michigan – fin. (Lut)
23 PL: Sprzedaż detaliczna (Sty) PL: Podaż M3 (Sty) DE: Wsk. Ifo (Lut) US: Zamówienia przemysłowe (Gru) US: Zamówienia dóbr trwałych – fin. (Gru)	24 PL: Stopa bezrobocia (Sty) HU: Decyzja MNB ws. stóp proc. US: Wsk. Conf. Board (Lut)	25 DE: PKB IV kw. EZ: Inflacja HICP – fin. (Sty)	26 EZ: Wsk. ESI (Lut)	27 PL: Przegląd ratingu przez Fitch DE: Inflacja CPI (Lut)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2026 roku

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

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów *dane kwartalne

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 25	lut 25
PMI	pkt.	48,8	50,6	50,7	50,2	47,1	44,8	45,9	46,6	48,0	48,8	49,1	48,5	48,8	49,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-0,9	-1,9	2,4	1,2	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,3	-1,1	7,3	2,8	3,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,2	-0,1	-1,0	-4,2	-2,9	2,1	0,7	-7,0	0,2	4,2	0,1	4,5	-2,5	-0,7
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	4,9	-0,5	-0,3	7,6	4,4	2,2	4,8	3,1	6,4	5,4	3,1	5,3	2,0	3,1
Stopa bezrobocia	%	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	7,2	7,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
Eksport (w euro)	% r/r	2,7	1,2	3,9	-0,6	5,5	3,3	3,5	-0,9	6,2	5,5	2,7	7,8	5,9	3,8
Import (w euro)	% r/r	10,4	4,0	10,5	7,6	7,3	1,9	2,7	-1,0	7,4	2,9	3,1	8,6	6,5	4,9
Bilans handlowy	mln EUR	-868	-620	-1 551	-1 509	-1 617	-113	-982	-2 075	-943	443	-1 087	-2 371	-1 105	-933
Rachunek bieżący	mln EUR	-35	115	-1 136	88	-711	-262	-1 571	-2 239	-408	2 053	-460	-2 534	-216	-156
Rachunek bieżący	% PKB	0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Inflacja (CPI)	% r/r	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	1,7	1,7
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,4	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,5	-2,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,4	9,1	10,3	10,4	10,3	10,5	10,8	11,1	11,1	10,6	10,6	10,4	10,5	10,2
Zobowiązania	% r/r	9,1	8,8	10,2	10,1	9,8	10,3	10,3	10,6	10,4	9,8	9,7	9,6	10,1	9,7
Należności	% r/r	4,7	5,2	5,1	5,5	5,4	4,7	5,1	5,1	4,9	4,8	5,9	5,7	6,5	6,2
EUR/PLN	PLN	4,25	4,17	4,18	4,27	4,25	4,27	4,25	4,26	4,26	4,25	4,24	4,23	4,21	4,22
USD/PLN	PLN	4,10	4,01	3,87	3,80	3,77	3,70	3,64	3,67	3,63	3,65	3,67	3,61	3,59	3,57
CHF/PLN	PLN	4,51	4,43	4,38	4,55	4,55	4,55	4,56	4,54	4,56	4,58	4,56	4,53	4,54	4,59
Stopa referencyjna *	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00
WIBOR 3M	%	5,85	5,87	5,85	5,57	5,26	5,22	5,02	4,88	4,75	4,56	4,28	4,05	3,94	3,91
Rentowność obligacji 2L	%	5,24	5,27	5,21	4,48	4,55	4,59	4,37	4,26	4,31	4,15	4,15	3,96	3,67	3,58
Rentowność obligacji 5L	%	5,69	5,63	5,59	4,86	4,96	5,11	4,89	4,83	4,90	4,80	4,68	4,64	4,53	4,47
Rentowność obligacji 10L	%	5,97	5,87	5,91	5,35	5,45	5,57	5,41	5,44	5,51	5,44	5,32	5,23	5,15	5,13

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

* wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2023	2024	2025	2026	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PKB	mld PLN	3 415,3	3 653,4	3 882,8	4 107,0	893,2	928,3	970,6	1 082,5	945,8	981,5	1 026,3	1 145,9
PKB	% r/r	0,2	3,0	3,6	3,9	3,2	3,3	3,8	3,9	4,1	3,9	4,0	3,8
Popyt krajowy	% r/r	-3,0	4,5	4,0	5,2	4,3	4,1	3,7	3,1	5,0	5,1	5,2	5,3
Spożycie indywidualne	% r/r	-0,3	2,9	3,7	3,5	2,6	4,5	3,5	3,5	3,5	3,0	4,0	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12,7	-0,9	4,2	11,0	6,4	-0,7	7,1	8,0	8,0	12,0	11,0	12,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2,1	1,1	2,1	4,3	-0,1	1,6	3,9	2,9	3,7	4,0	3,4	5,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,8	-7,6	0,4	9,9	0,9	-1,4	-1,7	3,2	3,0	10,0	14,6	9,9
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3,6	3,2	3,7	3,0	1,1	4,6	4,5	4,5	2,7	3,9	3,2	2,4
Stopa bezrobocia *	%	5,1	5,1	5,7	5,6	5,3	5,2	5,6	5,7	5,9	5,5	5,5	5,6
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12,8	13,7	8,6	6,2	10,0	8,8	7,5	8,1	7,0	6,2	6,3	5,5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2
Eksport (w euro)	% r/r	3,5	-0,7	3,4	3,0	2,6	2,7	3,0	5,1	4,2	2,2	0,9	4,6
Import (w euro)	% r/r	-4,5	2,6	5,4	5,4	8,3	5,6	3,1	4,7	5,3	4,6	3,7	8,1
Bilans handlowy	młn EUR	4 738	-6 184	-13 293	-22 523	-3 037	-3 238	-4 003	-3 015	-4 136	-5 510	-6 510	-6 367
Rachunek bieżący	młn EUR	11 591	2 616	-7 104	-16 638	-1 057	-885	-4 221	-941	-2 324	-3 066	-6 798	-4 450
Rachunek bieżący	% PKB	1,5	0,3	-0,8	-1,7	-0,4	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,1	-1,4	-1,7
Wynik general government	% PKB	-5,2	-6,5	-6,9	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	11,6	3,6	3,6	2,0	4,9	4,1	3,0	2,5	1,7	2,0	1,8	2,3
Inflacja (CPI) *	% r/r	6,2	4,7	2,4	2,6	4,9	4,1	2,9	2,4	1,8	2,1	1,9	2,6
Inflacja bazowa po wył cen żywności i energii	% r/r	10,2	4,3	3,3	2,3	3,6	3,4	3,2	2,8	2,3	2,3	2,1	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,8	-6,7	-1,6	-1,1	-1,1	-1,5	-1,3	-2,3	-2,3	-1,6	-0,8	0,3
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	8,5	9,3	10,4	7,7	10,3	10,5	11,1	10,4	10,1	8,6	7,8	7,7
Zobowiązania *	% r/r	9,8	8,7	9,6	8,0	10,2	10,3	10,4	9,6	10,3	8,8	9,2	8,0
Należności *	% r/r	0,0	5,0	5,7	5,8	5,1	4,7	4,9	5,7	6,4	6,2	6,6	5,8
EUR/PLN	PLN	4,54	4,31	4,24	4,24	4,20	4,26	4,26	4,24	4,22	4,24	4,25	4,25
USD/PLN	PLN	4,20	3,98	3,76	3,66	3,99	3,76	3,65	3,64	3,58	3,62	3,69	3,76
CHF/PLN	PLN	4,68	4,52	4,53	4,51	4,44	4,55	4,55	4,56	4,57	4,53	4,49	4,45
Stopa referencyjna *	%	5,75	5,75	4,00	3,50	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
WIBOR 3M	%	6,52	5,86	5,10	3,77	5,86	5,35	4,88	4,30	3,92	3,77	3,70	3,70
Rentowność obligacji 2L	%	5,67	5,05	4,55	3,84	5,24	4,54	4,31	4,09	3,62	3,81	3,96	3,96
Rentowność obligacji 5L	%	5,66	5,33	5,05	4,60	5,63	4,97	4,87	4,71	4,50	4,56	4,64	4,69
Rentowność obligacji 10L	%	5,83	5,55	5,54	5,26	5,92	5,46	5,45	5,33	5,15	5,27	5,33	5,31

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 6.02.2026 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 Białas	– Ekonomista	517 881 807
Adrian Domitrz	– Ekonomista	571 664 004
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. 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. i 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.