

MAKROskop Lite

Im dłużej tym gorzej

■ W połowie marca opublikowaliśmy raport z trzema scenariuszami rozwoju sytuacji w gospodarce, uzależnionymi od tego jak długo trwały i poważny okaże się szok surowcowy wywołany wojną w Iranie. Trzy tygodnie później możemy stwierdzić, że scenariusz pierwszy, który uznawaliśmy wówczas za najbardziej prawdopodobny, był jednak nadmiernie optymistyczny, a wariant bazowy przesuwają się w stronę scenariusza numer 2: konflikt nie eskaluje bardziej, ale przedłużona niepewność i poczynione już zniszczenia w infrastrukturze powodują, że ceny surowców mogą przez większą część tego roku utrzymać się co najmniej 15-20% powyżej poziomów z lutego. Informacje z ostatnich dni o porozumieniu w sprawie dwutygodniowego zawieszenia broni traktujemy jako wyraźny sygnał, że ani USA, ani Iranowi nie zależy na dalszym zaostrzeniu i przedłużeniu wojny. Niemniej, sytuacja nadal jest daleka od wyjaśnienia i gdyby jednak doszło do eskalacji konfliktu i dalszych wzrostów cen surowców, konieczne byłyby zapewne mocniejsze korekty prognoz.

■ Dostosowujemy prognozy ekonomiczne zgodnie z zarysowanym w poprzednim raporcie schematem. Podwyższone ceny paliw odbijają się negatywnie na wzroście gospodarczym, ale w niewielkim stopniu. **Prognozę tegorocznego wzrostu PKB przesuwamy z 3,9% na 3,8%**. Wciąż uważamy, że istotnym stabilizatorem aktywności ekonomicznej w tym roku będą inwestycje finansowane ze środków z KPO, które powinny być mało wrażliwe na ceny paliw i niepewność geopolityczną. Minimalne ostabienie tempa wzrostu gospodarczego objawi się zapewne głównie poprzez pogorszenie salda wymiany z zagranicą, a konsumpcja prywatna nie powinna widocznie ucierpieć, skoro rząd zdecydował się już na wczesnym etapie chronić gospodarstwa domowe przed szokiem cenowym.

■ Prognoza inflacji przesuwają się w górę, ale w mniejszym stopniu niż zakładaliśmy w scenariuszu 2 z marcowego raportu, ze względu na działania rządu mitygujące wzrost cen paliw. Zakładamy, że czasowa obniżka VAT i akcyzy na paliwa zostanie utrzymana do końca br., dzięki czemu **dynamika CPI do końca roku utrzyma się w pobliżu 3% r/r**. Bez tych działań inflacja byłaby niemal 1 pkt. proc. wyższa. Nie zakładamy również wzrostu cen gazu ziemnego od lipca, kiedy to wygasają obecnie obowiązujące taryfy (ich wzrost o 10% mógłby dodać do CPI kolejne 0,3 pp). Część inflacyjnych skutków zamknięcia Cieśniny Ormuz objawi się z opóźnieniem, m.in. w postaci wyższych cen żywności, półprzewodników, wtórnych efektów wzrostu kosztów produkcji i transportu towarów. To oraz podbicie dynamiki CPI wraz z wygaszeniem rządowych działań osłonowych może oznaczać, że **również w 2027 r. inflacja może pozostać powyżej celu 2,5%**.

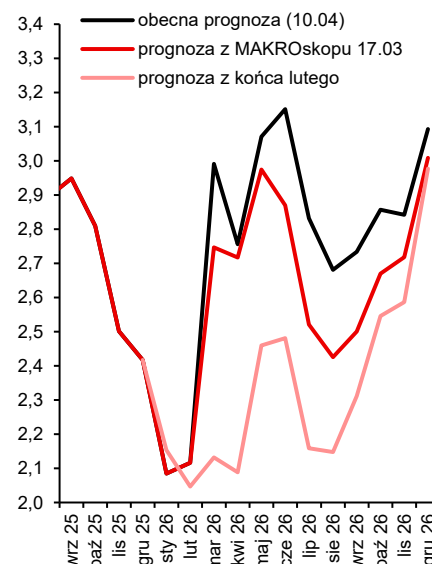
■ W efekcie, **nie spodziewamy się zmian stóp procentowych NBP w tym ani przyszłym roku**. Drogę do obniżki stóp, ale raczej w przyszłym roku niż w tym, mogłaby otworzyć znacznie większa niż zakładamy skala spowolnienia gospodarczego. Z kolei zaostrzenie polityki pieniężnej mogłoby mieć miejsce w przypadku dalszego mocnego wzrostu cen surowców, który pchnąłby inflację w rejon 5% i powyżej.

■ Jak pisaliśmy w poprzednim raporcie, wpływ wojny w Iranie na finanse publiczne może być nieliniowy: nieco wyższa inflacja przy niewielkiej skali spowolnienia gospodarki nie powinna silnie odbić się na wynikach budżetu i dopiero mocniejszy i trwały szok prowadziłby do znacznego pogłębienia deficytu. Koszt obniżek podatków na paliwa (ok. 0,35% PKB przy założeniu ich utrzymania do końca br.) czy ewentualnego zamrożenia taryfy gazowej będzie w części przerzucony na państwowe spółki (m.in. z pomocą planowanego podatku od nadzwyczajnych zysków), a **deficyt fiskalny nie powinien przekroczyć 7% PKB**.

■ Po gwałtownym wzroście rentowności obligacji w pierwszych tygodniach konfliktu na Bliskim Wschodzie, nastąpiło mocne odreagowanie po ogłoszeniu dwutygodniowego zawieszenia broni między USA a Iranem. W naszej ocenie w najbliższych miesiącach krzywe pozostaną wyraźnie powyżej poziomów ze stycznia-lutego z racji tego, że po pierwsze rynek nie wróci szybko do wycenienia dalszych obniżek stóp procentowych NBP, a po drugie skłonność rządu do spieszenia konsumentom na pomoc zwiększy zapewne spready ryzyka kredytowego wymagane przez inwestorów. Pod koniec roku zakładamy jednak powrót rentowności do poziomów zbliżonych do tych, jakie przewidywaliśmy w poprzednim raporcie.

■ Rynek walutowy pozostawał umiarkowanie stabilny w ostatnich tygodniach i zakładamy, że ta sytuacja się nie zmieni. W kolejnych miesiącach **spodziewamy się stabilizacji kursu EURPLN w pobliżu 4,25**, o ile nie dojdzie do nowej eskalacji ryzyka geopolitycznego.

Inflacja CPI – nasze prognozy, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Ostatnio publikowane Komentarze ekonomiczne:

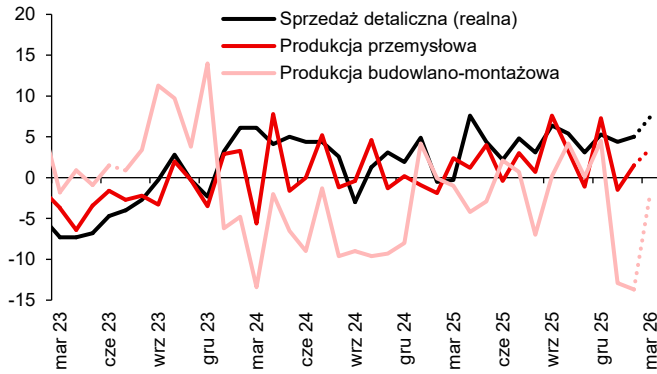
- [Geopolityka ucisza gotębie](#)
- [Paliwa podniosły inflację do 3%](#)
- [Sprzedaż 5% większa r/r, odbicie inwestycji w IV kw.](#)
- [Dobry wynik przemysłu, płace poniżej prognoz](#)
- [Inflacja 2,1% i w styczniu, i w lutym](#)
- [Czarne chmury nad scenariuszem obniżek stóp](#)

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 Biały 517 881 807
 Adrian Domitrz 571 664 004
 Marcin Luźniński 510 027 662
 Grzegorz Ogonek 609 224 857

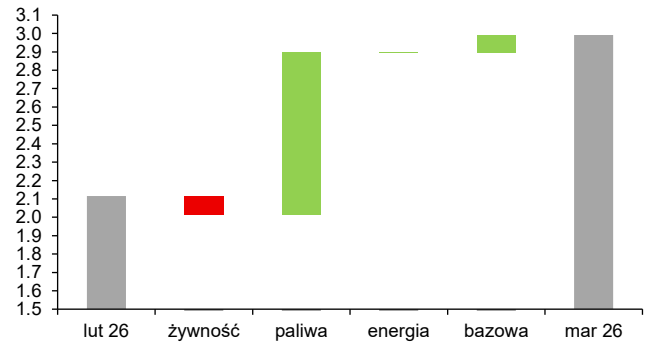
Gospodarka na wykresach

Aktywność gospodarcza odbiła wg nas w marcu po 2 m-cach mrozów



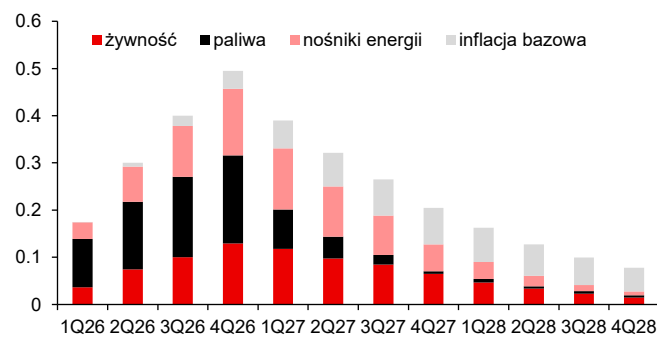
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Marcowy wzrost inflacji opierał się na paliwach, ale szok rozleje się wkrótce na inne kategorie



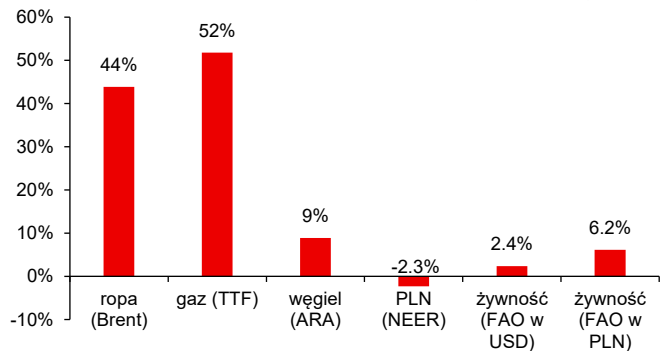
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Struktura reakcji CPI na wzrost cen ropy naftowej o 10% w 1Q26, wg modelu BVAR (% r/r)



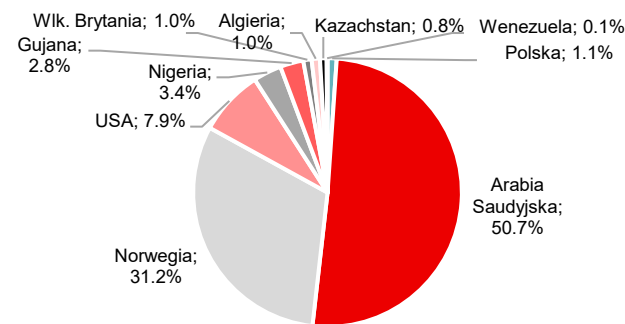
Źródło: GUS, Santander Bank Polska

Obecna skala szoku: zmiana odnotowana względem lutego



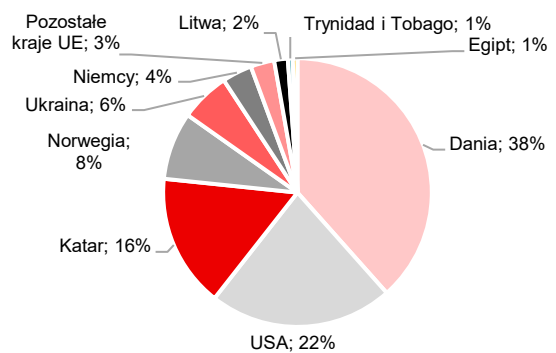
W przypadku surowców energetycznych: średnia 1-10 kwietnia odniesiona do średniej za luty
Źródło: Bloomberg, FAO, Santander Bank Polska

Import ropy do Polski, 2024



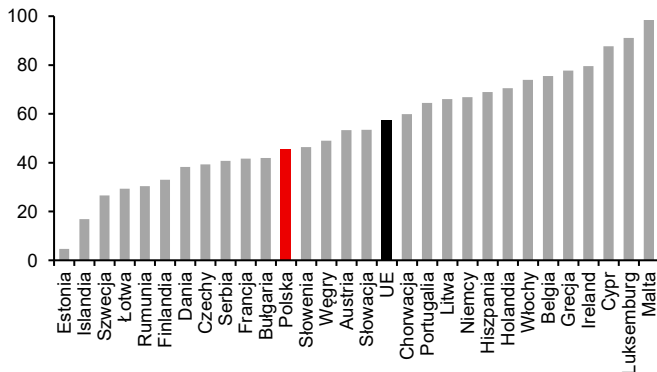
Źródło: POPIHN, Santander Bank Polska

Import gazu do Polski, 2024



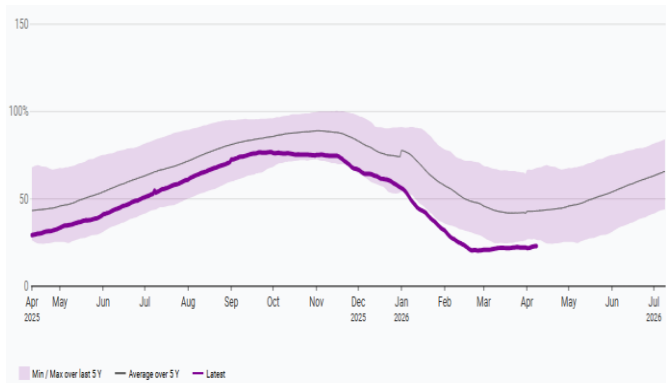
Źródło: Ministerstwo Przemysłu (obecnie Ministerstwo Energii), Santander Bank Polska

Uzależnienie krajów Europy od importu surowców energetycznych



Źródło: Eurostat, Santander Bank Polska

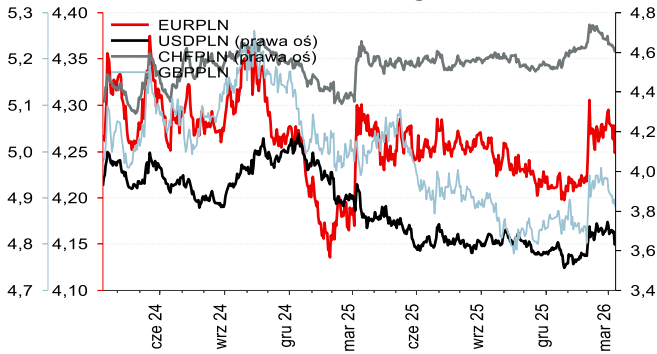
W Niemczech zapętnienie magazynów z gazem pozostaje niskie



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

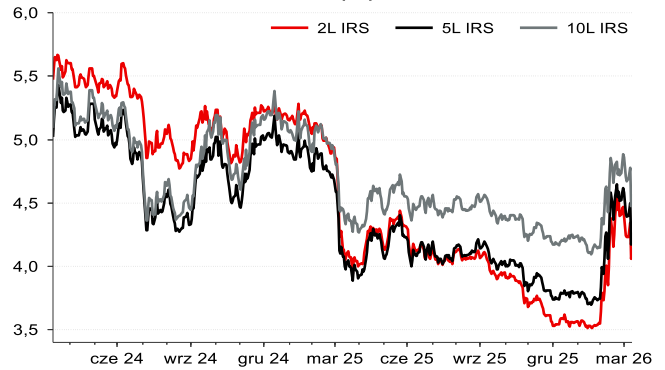
Rynek na wykresach

Notowania złotego



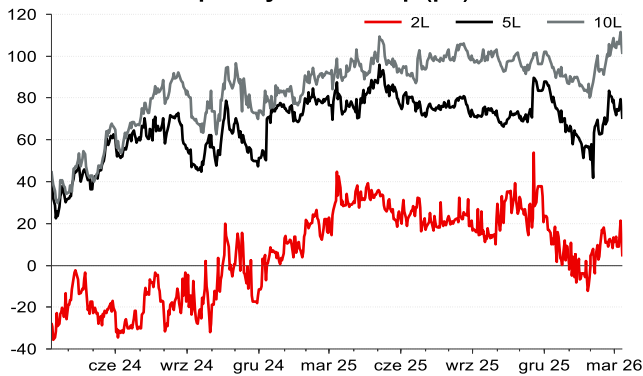
Źródło: LSEG Datastream, Santander

IRS (%)



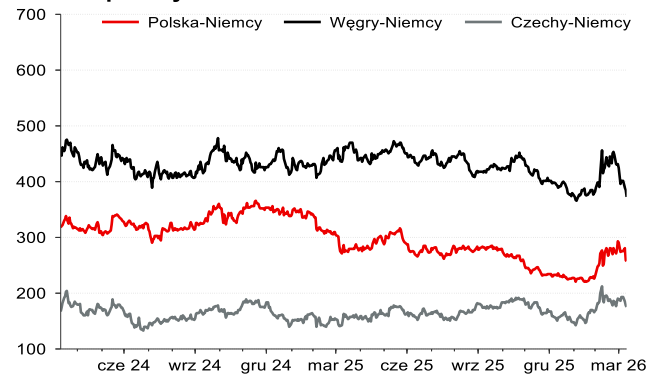
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Spready asset swap (pb)



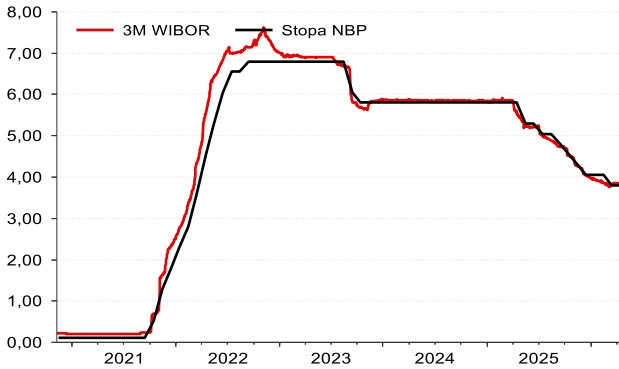
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Spready 10-letnich rentowności do Bunda



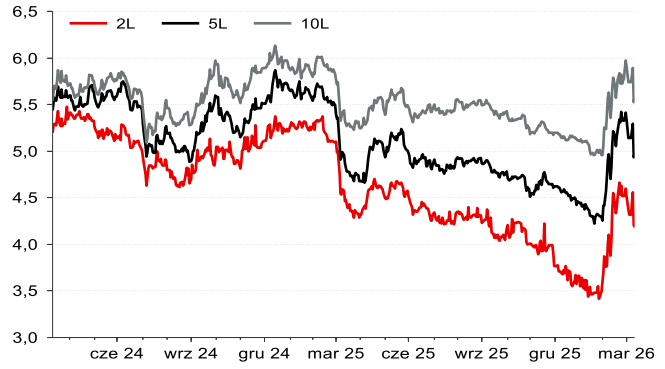
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Stopy procentowe



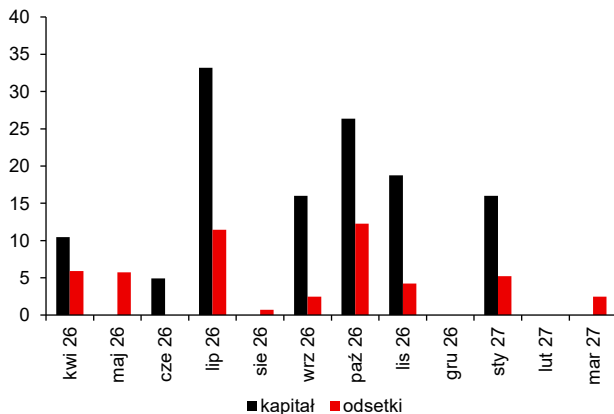
Źródło: LSEG Datastream, Santander

Rentowności polskich obligacji (%)



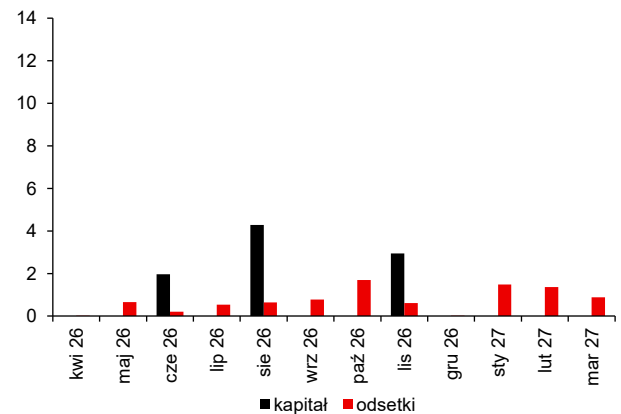
Źródło: LSEG Datastream, Santander

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
30 EZ: Wsk. ESI (Mar) DE: Inflacja CPI (Mar)	31 PL: Inflacja CPI (Mar) EZ: Inflacja HICP (Mar) DE: Sprzedaż detaliczna (Lut) CZ: PKB IV kw. US: Wsk. Conf. Board (Mar)	1 kwietnia PL: PMI przemysł (Mar) DE: PMI przemysł – fin. (Mar) EZ: PMI przemysł – fin. (Mar) EZ: Stopa bezrobocia (Lut) US: Sprzedaż detaliczna (Lut) US: ISM przemysł (Mar)	2 Brak publikacji	3 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (Mar) US: Stopa bezrobocia (Mar)
6 US: ISM usługi (Mar)	7 CZ: Inflacja CPI (Mar) DE: PMI usługi – fin. (Mar) EZ: PMI usługi – fin. (Mar) US: Zamówienia dóbr trwałych (Lut)	8 HU: Inflacja CPI (Mar) EZ: Sprzedaż detaliczna (Lut) US: Minutes FOMC	9 PL: Decyzja RPP ws. stóp proc. DE: Produkcja przemysłowa (Lut) US: Dochody osobiste (Lut) US: Wydatki osobiste (Lut) US: Indeks PCE (Lut) US: PKB IV kw.	10 DE: Inflacja CPI – fin. (Mar) US: Inflacja CPI (Mar) US: Zamówienia przemysłowe (Lut) US: Zamówienia dóbr trwałych – fin. (Lut) US: Wsk. Michigan (Kwi)
13 PL: Bilans płatniczy (Lut) PL: Minutes RPP US: Sprzedaż domów (Mar)	14 Brak publikacji	15 PL: Inflacja CPI – fin. (Mar)	16 PL: Inflacja bazowa (Mar) EZ: Inflacja HICP – fin. (Mar) US: Produkcja przemysłowa (Mar)	17 Brak publikacji
20 EZ: Produkcja budowlana (Lut)	21 PL: Płace (Mar) PL: Zatrudnienie (Mar) PL: Produkcja przemysłowa (Mar) PL: Produkcja budowlana (Mar) PL: PPI (Mar) DE: Wsk. ZEW (Apr) US: Sprzedaż detaliczna (Mar) US: Niezakończona sprzedaż domów (Mar)	22 Brak publikacji	23 PL: Sprzedaż detaliczna (Mar) PL: Koniunktura konsumentka (Kwi) PL: Podaż M3 (Mar) DE: PMI przemysł (Kwi) DE: PMI usługi (Kwi) EZ: PMI przemysł (Kwi) EZ: PMI usługi (Kwi)	24 PL: Stopa bezrobocia (Mar) DE: Wsk. Ifo (Kwi) US: Wsk. Michigan – fin. (Kwi)
27 Brak publikacji	28 HU: Decyzja MNB ws. stóp proc. US: Wsk. Conf. Board (Kwi)	29 EZ: Wsk. ESI (Kwi) DE: Inflacja CPI (Kwi) US: Rozpoczęte budowy domów (Mar) US: Pozwolenia na budowę (Mar) US: Zamówienia dóbr trwałych (Mar) US: Decyzja FOMC ws. stóp proc.	30 PL: Inflacja CPI (Kwi) HU: PKB I kw. CZ: PKB I kw. EZ: PKB I kw. EZ: Inflacja HICP (Kwi) EZ: Decyzja ECB ws. stóp proc. US: Dochody osobiste (Mar) US: Wydatki osobiste (Mar) US: Indeks PCE (Mar) US: PKB I kw.	1 maja US: ISM przemysł (Kwi)

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				14		14				
PKB*			2			1						
Inflacja CPI	15	13	13	15	15	15	15	13	15	14	13	15
Inflacja bazowa	16			16	18	16						
Ceny producenta	22	19	19	21	21	22	20	20	21	20	23	21
Produkcja przemysłowa	22	19	19	21	21	19	20	20	18	20	20	18
Sprzedaż detaliczna	26	23	23	23	25	22	22	24	22	22	24	22
Płace brutto, zatrudnienie	22	19	19	21	21	22	20	20	21	20	23	21
Handel zagraniczny	16	16	13	15	15	15	15	14	15	14	13	15
Bilans płatniczy*			31			30						
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	12						
Podaż pieniądza	26	23	23	23	25	23						

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów *dane kwartalne

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26	kwi 26
PMI	pkt.	50,7	50,2	47,1	44,8	45,9	46,6	48,0	48,8	49,1	48,5	48,8	47,1	48,7	48,1
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,4	1,2	4,0	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,3	-1,1	7,3	-1,5	1,5	3,5	1,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-4,2	-2,9	2,1	0,7	-7,0	0,2	4,2	0,1	4,5	-12,9	-13,7	-1,9	-6,2
Sprzedaż detaliczna (ceny bieżące)	% r/r	-0,3	7,6	4,4	2,2	4,8	3,1	6,4	5,4	3,1	5,3	4,4	5,0	7,5	5,2
Stopa bezrobocia	%	5,3	5,2	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,1
Płace brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	7,7	9,3	8,4	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,4	5,5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
Eksport (w euro)	% r/r	4,9	-0,2	6,0	3,7	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,8	0,5	2,6	1,4
Import (w euro)	% r/r	11,5	8,1	7,9	2,4	2,7	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-6,9	1,8	5,7	4,9
Bilans handlowy	mln EUR	-1 530	-1 529	-1 637	-133	-1 063	-2 155	-1 025	434	-1 097	-2 306	378	-980	-2 542	-2 587
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 091	-252	-1 168	-445	-1 780	-2 593	-797	2 103	-250	-1 975	1 153	82	-2 529	-1 430
Rachunek bieżący	% PKB	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
Inflacja (CPI)	% r/r	4,9	4,2	4,0	4,0	3,0	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	2,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,6	2,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,3	0,4	0,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,3	10,4	10,3	10,5	10,8	11,1	11,1	10,6	10,6	10,4	10,0	10,6	10,6	9,7
Zobowiązania	% r/r	10,2	10,1	9,8	10,3	10,3	10,6	10,4	9,8	9,7	9,6	8,7	9,4	9,5	9,2
Należności	% r/r	5,1	5,5	5,4	4,7	5,1	5,1	4,9	4,8	5,9	5,7	6,9	7,2	6,6	6,4
EUR/PLN	PLN	4,18	4,27	4,25	4,27	4,25	4,26	4,26	4,25	4,24	4,23	4,21	4,22	4,27	4,27
USD/PLN	PLN	3,87	3,80	3,77	3,70	3,64	3,67	3,63	3,65	3,67	3,61	3,59	3,57	3,70	3,70
CHF/PLN	PLN	4,38	4,55	4,55	4,55	4,56	4,54	4,56	4,58	4,56	4,53	4,54	4,61	4,70	4,64
Stopa referencyjna *	%	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75
WIBOR 3M	%	5,85	5,57	5,26	5,22	5,02	4,88	4,75	4,56	4,28	4,05	3,94	3,86	3,82	3,86
Rentowność obligacji 2L	%	5,21	4,48	4,55	4,59	4,37	4,26	4,31	4,15	4,15	3,96	3,67	3,52	4,28	4,38
Rentowność obligacji 5L	%	5,59	4,86	4,96	5,11	4,89	4,83	4,90	4,80	4,68	4,64	4,53	4,34	5,06	5,14
Rentowność obligacji 10L	%	5,91	5,35	5,45	5,57	5,41	5,44	5,51	5,44	5,32	5,23	5,15	5,03	5,63	5,73

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	3 894,0	4 120,5	893,2	928,3	970,6	1 101,9	944,6	981,9	1 027,6	1 166,4
PKB	% r/r	0,2	3,0	3,6	3,8	3,2	3,3	3,8	4,0	3,8	3,7	3,8	3,7
Popyt krajowy	% r/r	-3,0	4,5	4,1	4,6	4,3	4,1	3,7	4,3	3,8	4,9	4,8	4,8
Spożycie indywidualne	% r/r	-0,3	2,9	3,7	3,6	2,6	4,5	3,5	4,2	3,7	3,1	4,0	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	12,7	-0,9	4,3	8,6	6,4	-0,7	7,1	4,7	2,0	8,0	9,0	12,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2,1	1,1	2,1	1,7	-0,1	1,6	3,9	2,9	1,2	1,6	0,8	3,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,8	-7,6	0,4	-2,6	0,9	-1,4	-1,7	3,2	-9,0	-2,4	1,7	-2,5
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	% r/r	-3,6	3,2	3,7	5,5	1,1	4,6	4,5	4,5	5,9	6,2	5,4	4,6
Stopa bezrobocia *	%	5,1	5,1	5,7	6,3	5,3	5,2	5,6	5,7	6,1	5,9	6,1	6,3
Płace brutto w gospodarce narodowej	% r/r	12,8	13,7	8,7	5,9	10,0	8,8	7,5	8,5	6,6	5,7	5,8	5,5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1
Eksport (w euro)	% r/r	3,5	-0,7	3,7	1,1	3,6	3,1	2,7	5,4	0,2	0,6	-0,4	4,0
Import (w euro)	% r/r	-4,5	2,6	5,8	3,4	9,3	6,1	3,1	4,9	0,4	4,0	2,3	6,7
Bilans handlowy	mldn EUR	4 738	-6 184	-13 481	-21 775	-2 977	-3 297	-4 244	-2 963	-3 144	-6 430	-6 622	-5 579
Rachunek bieżący	mldn EUR	11 591	2 616	-7 890	-18 268	-746	-1 863	-5 167	-114	-1 293	-5 405	-8 139	-3 430
Rachunek bieżący	% PKB	1,5	0,3	-0,9	-1,9	-0,4	-0,7	-1,0	-0,9	-0,9	-1,3	-1,6	-1,9
Wynik general government	% PKB	-5,2	-6,5	-7,2	-6,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	11,6	3,6	3,6	2,8	4,9	4,1	3,0	2,6	2,4	3,0	2,7	2,9
Inflacja (CPI) *	% r/r	6,2	4,7	2,4	3,1	4,9	4,0	2,9	2,4	3,0	3,2	2,7	3,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	10,2	4,3	3,3	2,8	3,6	3,4	3,2	2,8	2,6	2,8	2,7	3,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,8	-6,7	-1,6	0,0	-1,1	-1,5	-1,3	-2,3	-1,5	0,3	0,3	1,0
Podaż pieniądza (M3) *	% r/r	8,5	9,3	10,4	6,7	10,3	10,5	11,1	10,4	10,6	8,9	7,9	6,7
Zobowiązania *	% r/r	9,8	8,7	9,6	6,9	10,2	10,3	10,4	9,6	9,5	7,8	8,1	6,9
Należności *	% r/r	0,0	5,0	5,7	5,7	5,1	4,7	4,9	5,7	6,6	6,2	6,6	5,7
EUR/PLN	PLN	4,54	4,31	4,24	4,25	4,20	4,26	4,26	4,24	4,23	4,25	4,25	4,25
USD/PLN	PLN	4,20	3,98	3,76	3,56	3,99	3,76	3,65	3,64	3,62	3,63	3,51	3,48
CHF/PLN	PLN	4,68	4,52	4,53	4,54	4,44	4,55	4,55	4,56	4,62	4,58	4,50	4,47
Stopa referencyjna *	%	5,75	5,75	4,00	3,75	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75
WIBOR 3M	%	6,52	5,86	5,10	3,92	5,86	5,35	4,88	4,30	3,87	3,91	3,95	3,95
Rentowność obligacji 2L	%	5,67	5,05	4,55	4,05	5,24	4,54	4,31	4,09	3,82	4,28	4,09	4,02
Rentowność obligacji 5L	%	5,66	5,33	5,05	4,81	5,63	4,97	4,87	4,71	4,64	5,00	4,84	4,77
Rentowność obligacji 10L	%	5,83	5,55	5,54	5,38	5,92	5,46	5,45	5,33	5,27	5,59	5,39	5,29

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

Niniejsze opracowanie oparte na informacjach dostępnych do 10.04.2026 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 Biatas	– 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. 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.