

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński

Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz

Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

25 czerwca 2018

Bieżący tydzień na rynkach finansowych

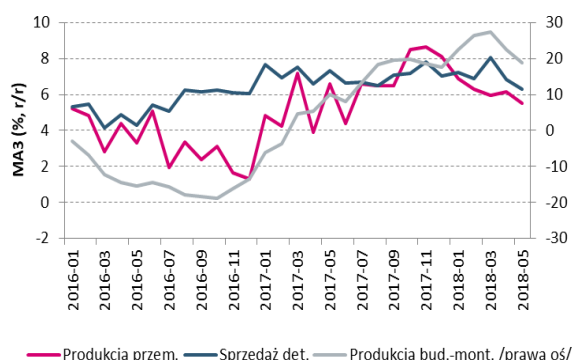
Z punktu widzenia walut rynków wschodzących najważniejszym wydarzeniem weekendu były wybory prezydenckie w Turcji tj. kraju, z którego wydarzenia w ostatnich tygodniach miały silnie negatywny wpływ na waluty koszyka, w tym złotego. Po podliczeniu 99% głosów zwycięzcą został E.T. Erdogan, co zgodnie z jego wcześniejszymi zapowiedziami, oznacza zwiększenie władzy prezydenta Turcji, w tym większy wpływ na politykę pieniężną banku centralnego i może mieć negatywne implikacje dla wyceny walut CEE. W centrum uwagi inwestorów globalnych pozostanie kolejna odsłona wojny handlowej na linii USA-Chiny. W szczególności, iż od strony danych makroekonomicznych brak jest istotnych publikacji.

Najważniejsze dane tego tygodnia

Ubiegłe kalendarium istotnych danych makroekonomicznych

W tym tygodniu kalendarium publikacji istotnych danych makroekonomicznych ogranicza się do czerwcowego odczytu inflacji HICP w strefie euro. Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi indeks *headline* wzrośnie do 2,0% r/r z 1,9% r/r, a więc do najwyższego poziomu od lutego ub. roku. Oczekiwania rynkowe wskazują również na niewielki wzrost inflacji bazowej, według którego wskaźnik po wyłączeniu cen żywności i energii przyspieszy do 1,1% r/r z 1,0% r/r przed miesiącem. Dane te, pomimo prognozowanego przekroczenia celu inflacyjnego Europejskiego Banku Centralnego (blisko, ale poniżej 2,0% r/r), nie powinny mieć istotnego wpływu na notowania rynkowe, które będą w tym tygodniu znajdować się pod wpływem wydarzeń o charakterze geopolitycznym: wyborów w Turcji oraz polityki handlowej Stanów Zjednoczonych oraz Chin.

Wykres tygodnia



W maju odnotowano wzrost dynamiki produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej. Średnia ruchoma 3-miesięczna tych wskaźników wskazuje jednak na stopniowe wytracanie tempa ich wzrostu od końca 1Q br.

Kursy walut

		Δ %
EUR/PLN	4,3282	0,9%
USD/PLN	3,7165	0,7%
CHF/PLN	3,7610	1,4%
EUR/USD	1,1643	0,3%

Rynek Pieniężny

	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	1,64	0
WIBOR 3M	1,70	0

Obligacje PL

	(%)	Δ bps
2Y	1,65	5
5Y	2,52	10
10Y	3,21	-4

IRS PLN

	(%)	Δ bps
2Y	1,94	2
5Y	2,42	-10
10Y	2,91	-12

Obligacje bazowe

	(%)	Δ bps
DE 10Y	0,33	-7
US 10Y	2,88	-3

Giełdy

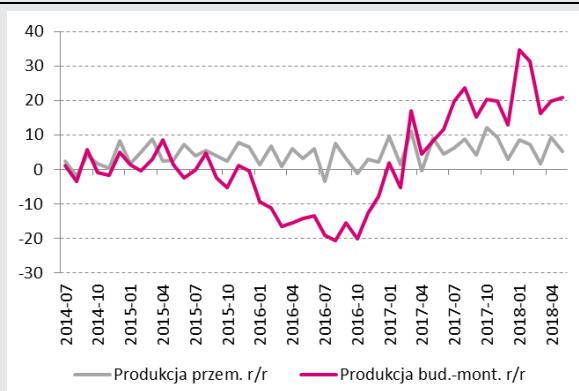
	pkt.	Δ %
WIG	56610,7	-1,9
S&P 500	2754,9	-0,9
Nikkei 225	22338,2	-1,5

Źródło: Thomson Reuters

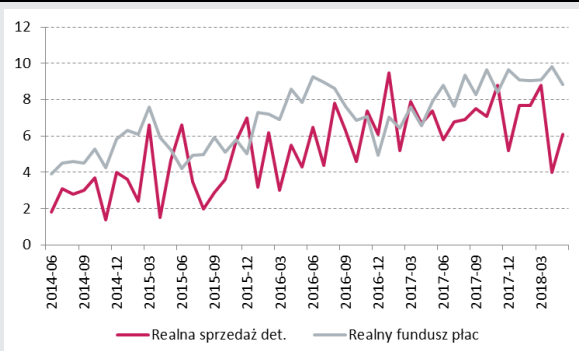
Dane z dnia dzisiejszego godz. 10.00 i zmiany tygodniowe

Makro - kraj

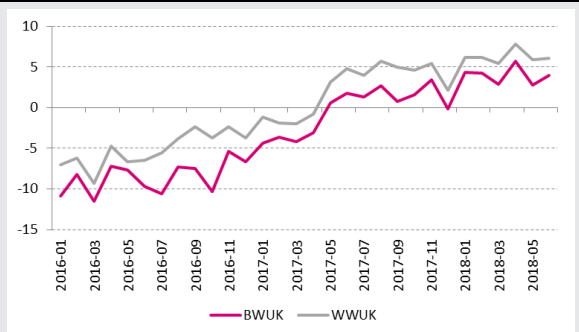
Produkcja przemysłowa i bud.-mont. [%, r/r]



Realna sprzedaż det. i realny fundusz płac [%, r/r]



Koniunktura konsumencka [pkt.]



Podaż pieniądza M3 [r/r, %]



Źródło: Macrobond

Lepsze od oczekiwań dane o produkcji w maju

Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu realnym spowolnił w maju do 5,4% r/r z 9,2% r/r przed miesiącem, co przewyższa medianę oczekiwań rynkowych wynoszącą 3,6% r/r. W kierunku obniżenia rocznej dynamiki tej kategorii oddziaływały czynniki o charakterze statystycznym: wysoka baza odniesienia sprzed roku oraz układ kalendarza - w kwietniu różnica w liczbie dni roboczych wspierała dynamikę tej kategorii, podczas gdy w maju oddziaływała w kierunku niższego tempa wzrostu. Po korekcie efektów kalendarzowych i sezonowości tempo wzrostu produkcji przemysłowej przyspieszyło jednak z 5,9% r/r do 7,4% r/r w maju. Produkcję przemysłową wspiera nadal korzystna aktywność gospodarcza u najważniejszych partnerów handlowych Polski - pomimo stopniowego jej obniżania od początku tego roku. Jednak silniejsze wzrosty produkcji ograniczane są przez czynniki podażowe związane z wolnymi wakacjami oraz barierami zdolności wytwórczych. Produkcja budowlano-montażowa również zaskoczyła pozytywnie. Jej wzrost przyspieszył do 20,8% r/r z 19,7% r/r wobec oczekiwań rynkowych wynoszących 17,8% r/r. Wzrost produkcji budowlano-montażowej będzie stopniowo obniżał się, ze względu na bariery wydajnościowe i efekty wysokiej bazy odczytów z drugiej połowy ub. roku. Dane wspierają scenariusz nieznacznie wolniejszego tempa wzrostu gospodarczego w 2Q 2018 niż na początku tego roku.

Przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej w maju

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w maju o 6,1% r/r, wobec 4,0% r/r przed miesiącem. Przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej w maju nie jest zaskoczeniem, gdyż dane z poprzedzającego miesiąca znajdowały się pod niekorzystnym wpływem układu kalendarza Świąt Wielkanocnych w latach 2017 i 2018. Dynamika tej kategorii nie powróciła jednak do poziomów z początku roku. Sądzymy, że wpływ zakazu handlu w wybrane niedziele na sprzedaż detaliczną nie jest duży, niemniej może być zauważalny. W okresie styczeń-maj wzrost sprzedaży detalicznej w porównaniu do analogicznego okresu ub. roku minimalnie obniżył się - do 6,7% z 6,9% przed rokiem. Jednocześnie dynamika realnego funduszu płac przyspieszyła przy historycznie korzystnej koniunkturze konsumenckiej i planach dokonywania ważnych zakupów. W pewnym stopniu różnicę tę można spróbować tłumaczyć mniejszą liczbą dni handlowych, aczkolwiek dla potwierdzenia tej zależności musimy poczekać na kolejne odczyty. Tegoroczne dane o sprzedaży detalicznej potwierdzają dobrą koniunkturę w polskim handlu, co przemawia za oczekiwaniami nadal bardzo solidnych wzrostów konsumpcji w najbliższych kwartałach.

Historycznie dobra koniunktura konsumencka w 2Q 2018

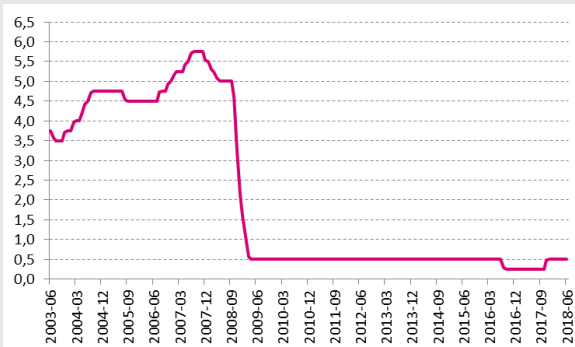
Zgodnie z obliczeniami Głównego Urzędu Statystycznego bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) wzrósł w czerwcu do 6,1 pkt. z 5,9 pkt. przed miesiącem. Nieco silniejszej poprawie uległ natomiast wskaźnik wyprzedzający (WWUK) - z 2,8 pkt. w maju do 4,0 pkt. Czerwcowe dane pozostają zatem zbliżone do historycznie maksimów. Co więcej, w całym 2Q 2018 średnie wartości obu wskaźników kształtują się na najwyższych poziomach spośród dostępnych danych. Wskaźniki te potwierdzają obecną bardzo dobrą koniunkturę konsumencką w Polsce, przy czym jej perspektywy również pozostają korzystne.

Przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza M3 w maju

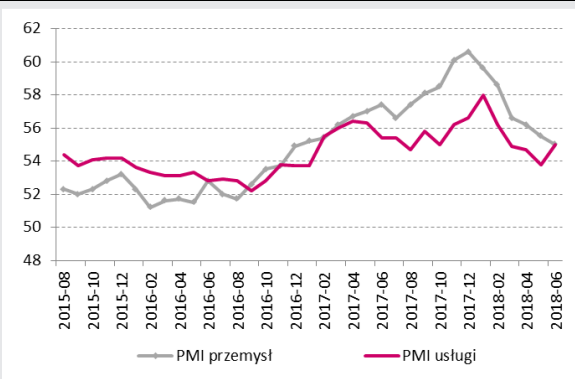
Podaż pieniądza mierzona agregatem M3 wzrosła w maju o 17,9 mld PLN, po wzroście o 3,1 mld PLN przed miesiącem. Roczne tempo wzrostu podaży pieniądza przyspieszyło natomiast do 6,9% r/r, a więc było najszybsze od ponad roku. Przyrost ten w ujęciu miesięcznym wspierany był przez zwiększenie depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych, które wyniosło dla obu tych kategorii ok. 5,5 mld PLN. Po stronie kreacji pieniądza odnotowano silny przyrost kredytu dla gospodarstw domowych. Wyniósł on 12,0 mld PLN i był najwyższy od stycznia 2015 r., co częściowo mogło wiązać się z osłabieniem złotego.

Makro - zagranica

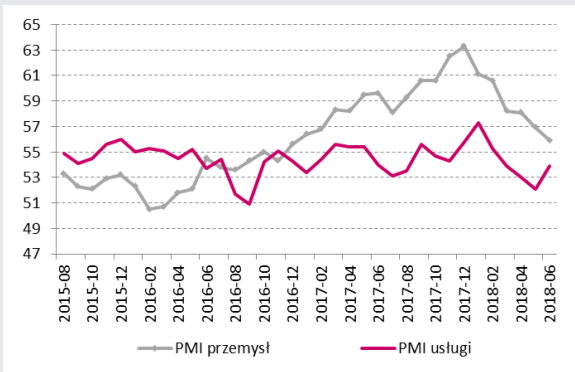
Podstawowa stopa procentowa BoE



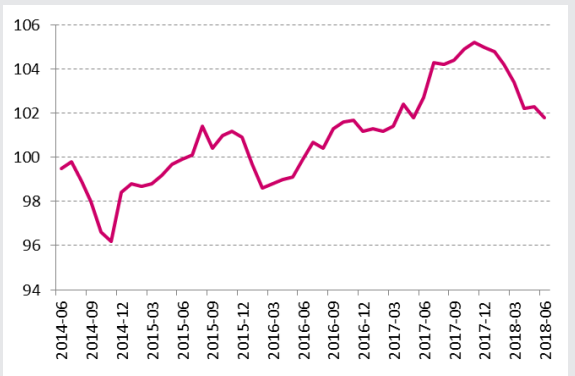
Indeksy PMI dla strefy euro [pkt.]



Indeksy PMI dla Niemiec [pkt.]



Indeks IFO [pkt.]



Źródło: Macrobond, Datastream

Oczekiwania wcześniejszej podwyżki stóp BoE

Bank Anglii utrzymał stopę referencyjną na dotychczasowym poziomie 0,5%. Zmienił się natomiast stosunek głosów optujących za taką decyzją. Podczas majowego posiedzenia za utrzymaniem stopy procentowej Banku Anglii głosowało 7 osób, podczas gdy w czerwcu 6. Jednogłośnie, podjęto decyzję o utrzymaniu dotychczasowych parametrów skupu obligacji rządowych i korporacyjnych w skali odpowiednio 10 mld GBP i 435 mld GBP. Bank zmienił jednak forward guidance. Zgodnie z nim Bank Anglii nie będzie redukował zakupionych aktywów, aż stopa referencyjna wyniesie 1,5%, przy wskazywanym wcześniej poziomie 2,0%. Zmiana liczby członków opowiadających się za stabilnością stóp procentowych przesunęła nieco oczekiwania rynkowe dotyczące terminu kolejnego podniesienia kosztu pieniądza. Rynek wycenia obecnie podniesienie stopy referencyjnej o 25 bps w sierpniu (wcześniej wskazywano listopad).

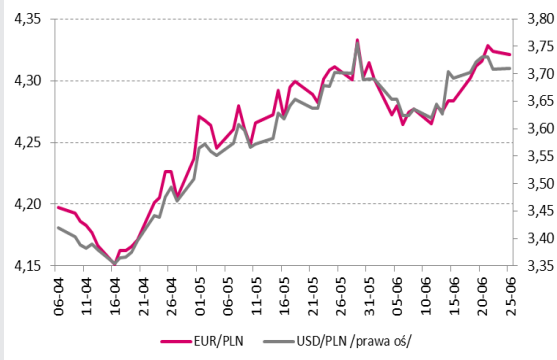
Spadki indeksów PMI w przemyśle eurolandu, odbicie w usługach

Wstępne wyliczenia wskazują, że indeksy PMI dla przemysłu uległy obniżeniu w czerwcu zarówno dla gospodarki niemieckiej, jak i dla całości strefy euro. Wyniosły one odpowiednio 55,9 pkt. oraz 55,0 pkt., a więc ukształtowały się na poziomach zgodnych z oczekiwaniami rynkowymi. Czerwcowe dane wskazują, że w przemyśle najważniejszych partnerów handlowych Polski nadal trwa ożywienie. Wpisują się one jednak w obserwowaną od pół roku tendencję stopniowego obniżania się aktywności w tym sektorze, co, ze względu na powiązania w ramach międzynarodowych łańcuchów wartości dodanej, oddziałuje ograniczająco na eksport polskich przedsiębiorstw przemysłowych. Pozytywnie zaskoczyły natomiast wstępne indeksy PMI dla usług w tych gospodarkach. Wzrosły one w czerwcu do 55,0 pkt. z 53,8 pkt. przed miesiącem dla eurolandu oraz do 53,9 pkt. z 52,1 pkt. dla Niemiec. Tym samym przerwana została trwająca cztery miesiące seria spadków tych wskaźników. Sygnalizują one, że koniunktura w największym sektorze nadal pozostaje dobra i w pewnym stopniu może ograniczać wpływ na dynamikę PKB w tych gospodarkach wyraźnie słabnącej aktywności w przemyśle.

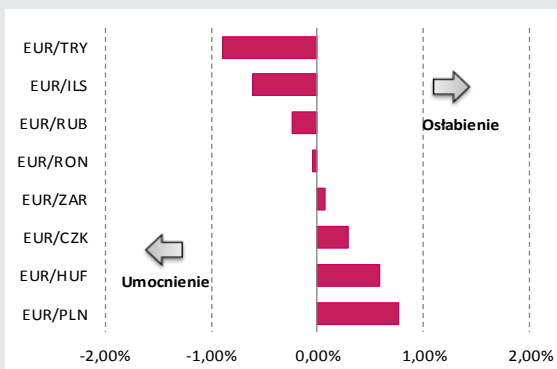
Spadek indeksu IFO w czerwcu

Indeks IFO odzwierciedlający nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich zgodnie z oczekiwaniami obniżył się w czerwcu do 101,8 pkt. z 102,3 pkt. po rewizji z 102,2 pkt. Na obniżkę tą złożył się spadek indeksu bieżącego, przy stabilizacji komponentu oczekiwań. Dane wskazują, że aktywność gospodarcza w Niemczech pozostaje korzystna, aczkolwiek stopniowo obniża się.

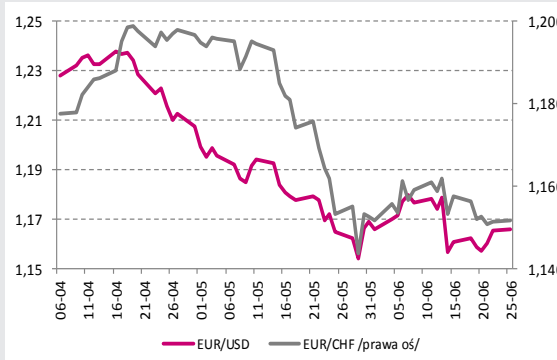
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



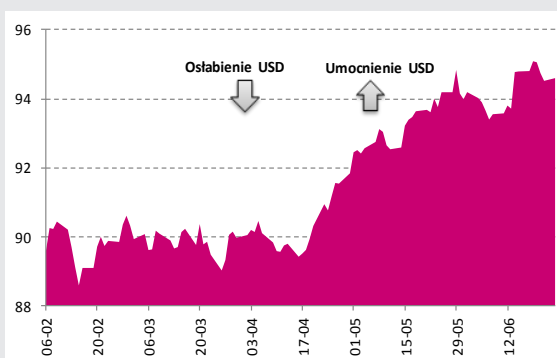
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



Kursy walutowe EUR/USD i EUR/CHF



Notowania indeksu dolarowego



Źródło: Thomson Reuters Datastream

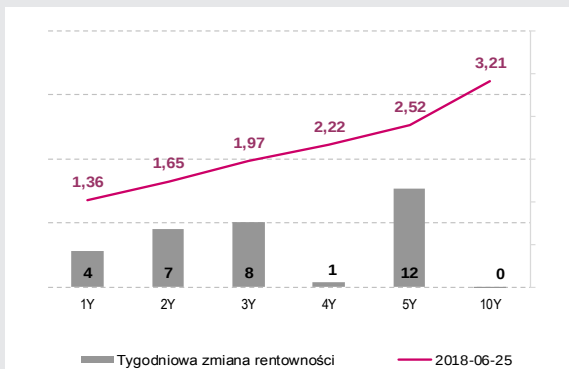
Rynek walutowy

Miniony tydzień był okresem wyraźnej przeceny złotego w relacji do euro. W tym czasie kurs EUR/PLN zwiększał do poziomu 4,33 tj. o ponad pięć groszy w stosunku do poniedziałkowego otwarcia. Polska waluta pozostawała pod presją sprzedających z uwagi na nasilające się obawy dotyczące kolejnej odsłony wojny handlowej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, a Chinami, które negatywnie oddziałują na waluty rynków wschodzących. Złotemu nie sprzyjały ponadto lokalne problemy niektórych walut emerging markets, w tym węgierskiego forinta oraz tych które w większym stopniu niż złoty ucierpiały na czerwcowej ostrzejszej retoryce amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Kurs EUR/HUF wzrósł w omawianym okresie do najwyższego poziomu w historii. Zdecydowanie bardziej spokojny przebieg miały notowania eurodolara, które w minionym tygodniu poruszały się w ramach trendu bocznego skupionego wokół poziomu 1,16. Niewielka zmienność towarzyszyła ponadto parze EUR/CHF. Niespodzianki nie przyniosło bowiem posiedzenie banku centralnego Szwajcarii. Bank utrzymał stopy procentowe, powtórzył ponadto swoje stwierdzenie o przewartościowaniu franka i przypomniał, że w razie potrzeby może być aktywny na rynku walutowym. Dość nieoczekiwanym rezultatem zakończyło się natomiast posiedzenie Banku Anglii. Mimo utrzymania parametrów polityki pieniężnej umocnieniem funta rynek zareagował na fakt, iż już 3 z 9 członków BoE głosowało za podwyżką stóp procentowych. Za wzrostem kosztu pieniądza nieoczekiwanie opowiedział się A. Haldane, główny ekonomista banku. To pierwsze wyłamanie się głównego ekonomisty z decyzji większości w BoE od 2011 r.

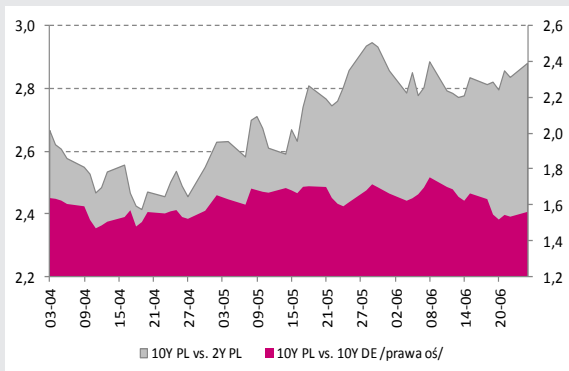
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↑	W naszej ocenie - z uwagi na ograniczone kalendarium danych makroekonomicznych - bieżący tydzień będzie czasem stabilizacji EUR/PLN wokół poziomu 4,3150. Podobnie jak w poprzednim tygodniu zmienność generować będą ewentualne sygnały w sprawie wojny handlowej na linii USA - Chiny oraz problemy lokalnych walut (węgierski forint, turecka lira). Czynnikiem ograniczającym ewentualnąwyżkę kursu jest bliskość poziomu 4,34 czyli maksimum z końca maja. Presja na umocnienie pojawić się może jedynie w przypadku uspokojenia nastrojów i przykładania większej wagi przez inwestorów do fundamentów poszczególnych gospodarek. W takim wypadku złoty mógłby zyskiwać na wartości.
USD/PLN	↓	W obliczu spodziewanej stabilizacji złotego i prawdopodobnie niewielkich zmian na rynkach światowych spodziewamy się zakotwiczenia pary USD/PLN wokół poziomu 3,70. Sentyment inwestycyjny - w naszej ocenie na proeurowy - może pojawić się jedynie w przypadku kolejnej odsłony wojny handlowej na linii USA - Chiny i informacjach o nakładanych na siebie wzajemnych cłach, które dotychczas skutkowały osłabieniem dolara.
EUR/USD	↑	Po tym jak w połowie czerwca kurs EUR/USD dynamicznie zniżył w reakcji na retorykę posiedzeń Fed i Europejskiego Banku Centralnego w naszej ocenie przed nami kolejny relatywnie spokojny tydzień. W obliczu jasno określonej polityki pieniężnej w strefie euro nastrojów nie powinny zmieniać - jedynie istotne w tym tygodniu - dane o inflacji HICP w EMU. Z tego powodu spodziewamy się kontynuacji trendu bocznego w notowaniach eurodolara. Zmienność generować mogą natomiast wydarzenia geopolityczne związane z USA, Włochami, czy Bliskim Wschodem.

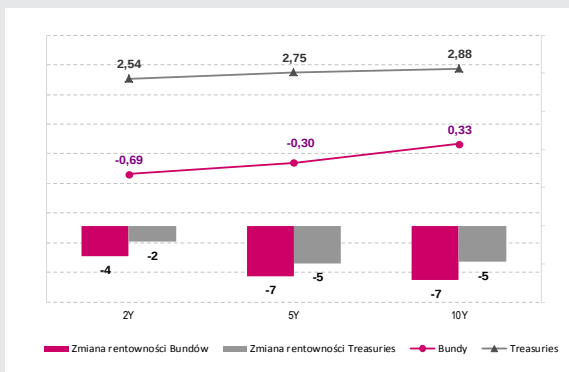
Rentowność obligacji krajowych [%]



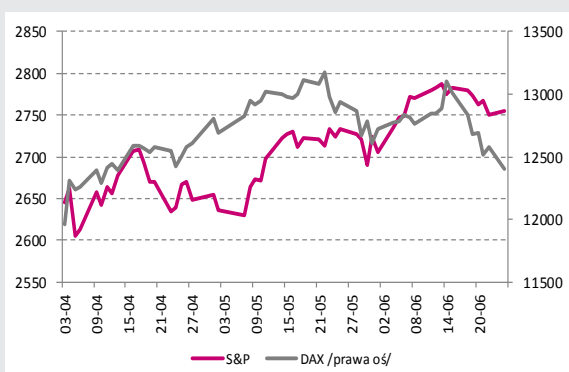
Spread do Bundów i nachylenie krzywej SPW [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeksy giełdowe [pkt.]



Źródło: Thomson Reuters Datastream

Rynek obligacji

Na krajowym rynku długu doszło w ubiegłym tygodniu do wypłaszczenia krzywej na skutek spadku dochodowości obligacji 10-letnich - o 4 bps do 3,20% - w ślad za rynkiem niemieckim oraz wyższe o 5 bps do 1,65% rentowności polskiego krótkiego końca. W rezultacie notowania krajowej 10-latki drugi miesiąc z rzędu poruszały się w ramach trendu horyzontalnego, przy którym poziom 3,35% uaktywnia stronę zakupową, a 3,17% generuje presję na spadek wartości SPW. Na rynku niemieckim wzrost ceny długu spowodowała wypowiedź prezesa Europejskiego Banku Centralnego. M.Draghi stwierdził bowiem, iż wytyczne forward guidance wyraźnie sygnalizują, że bank pozostanie cierpliwy w określeniu terminu pierwszej podwyżki stóp procentowych, a ECB przyjmuje stopniowe podejście do dostosowania polityki. M.Draghi ocenił również, że gospodarka strefy euro nadal znajduje się na ścieżce wzrostu. W rezultacie dochodowość 10-latki Niemiec obniżyła się o 8 bps do poziomu 0,32% tj. czerwcowego minimum. Mniejszy, bo wynoszący 3 bps do 2,88% był z kolei spadek rentowności 10-letniego benchmarku USA. Z jednej strony wyższe dochodowości wspierał bardziej agresywny scenariusz podwyżek stóp procentowych Fed w tym roku, z drugiej czynnikiem neutralizującym było pogorszenie się sentymentu i przekierowanie kapitału do bardziej bezpiecznych aktywów.

Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień

	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↓	Podtrzymujemy nasze oczekiwania dotyczące kształtowania się rentowności polskiej 10-latki w najbliższych tygodniach. Uważamy, iż przedział 3,17 - 3,35% dobrze odzwierciedla średnioterminowy poziom równowagi długiego końca krzywej. Utrzymaniu relatywnie niewielkich wahań sprzyjać będzie brak podaży papierów podczas wakacji przez Ministerstwo Finansów.
10Y DE (%)	↑	Łagodna retoryka posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego w czerwcu wzmocniona ubiegłotygodniową wypowiedzią M.Draghiego sprawia, że dochodowość Bunda oscyluje na poziomie bliskim rocznego minimum. W obliczu zdyskontowania znaczącej ilości informacji sprzyjającej wzrostowi cen trudno oczekiwać, by bez pojawienia się nowych impulsów np. natury geopolitycznej, rentowność niemieckiego długu mogła kontynuować spadek. Z tego powodu uważamy, iż koniec czerwca przyniesie niewielkie odreagowanie.
10Y US (%)	↑	Dochodowość 10-latki USA po krótkim epizodzie nadal utrzymuje się poniżej poziomu 3,0%. Z jednej strony bardziej agresywny scenariusz podwyżek stóp procentowych Fed w tym roku neutralizowany jest pogorszeniem się sentymentu na rynkach akcji i przekierowaniem kapitału do bardziej bezpiecznych aktywów. W tym tygodniu w obliczu relatywnie pustego kalendarium danych makro z USA spodziewamy się ustabilizowania dochodowości 10-latki na poziomie 2,90%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 25 czerwca					
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Maj	6.3%		6.1%
10:00 IFO	Niemcy	Czerwiec	102.2		
Wtorek 26 czerwca					
16:00 Conference Board	USA	Czerwiec	128.0	127.2	
Środa 27 czerwca					
14:30 Zamówienia na dobra trwałe	USA	Maj	-1.6%	-0.7%	
Sprzedaż domów na rynku wtórnym m/m	USA	Maj	-1.3%	1.0%	
Czwartek 28 czerwca					
14:00 Inflacja CPI r/r	Niemcy	Czerwiec	2.2%	2.1%	
Opis posiedzenia banku centralnego	Polska				
14:30 PKB kw/kw	USA	1Q	2.2%	2.2%	
Piątek 29 czerwca					
11:00 Inflacja bazowa r/r	EU	Czerwiec	1.1%	1.0%	
11:00 Szacunki inflacji r/r	EU	Czerwiec	1.9%	2.0%	
14:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Maj	1.8%		
16:00 Indeks uniwersytetu Michigan	USA	Czerwiec	99.3		
Poniedziałek 2 lipca					
09:00 PMI w przemyśle	Polska	Czerwiec	53.3		
09:55 PMI w przemyśle	Niemcy	Czerwiec	56.9		
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Czerwiec	1.7%		
10:00 PMI w przemyśle	EU	Czerwiec	55.5		
11:00 inflacja Inflacja PPI r/r	EU	Maj	2.0%		
11:00 Stopa bezrobocia	EU	Maj	8.5%		
15:45 PMI w przemyśle	USA	Czerwiec	56.4		
16:00 ISM w przemyśle	USA	Czerwiec	58.7	58.0	
16:00 ISM nowych zamówień	USA	Czerwiec	63.7		

Źródło: Bloomberg, Parkiet, Bank Millennium S.A.

Dane i prognozy

	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q419
Stopa bezrobocia	6,6	5,8	5,7	6,6	5,8	5,6	5,8	6,0	5,4	5,4	5,7
Inflacja CPI (% r/r) **	2,0	1,7	2,3	1,5	1,7	2,0	1,6	1,9	2,1	2,3	2,5
Ropa naftowa Brent **	54,2	72,0	76,0	66,9	72,0	75,0	76,0	72,0	74,0	76,0	76,0
Stopa referencyjna (%)	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
WIBOR 1M (%)	1,65	1,64	1,85	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,67	1,85
WIBOR 3M (%)	1,72	1,71	1,90	1,70	1,70	1,70	1,71	1,70	1,70	1,72	1,90
WIBOR 6M (%)	1,81	1,79	2,00	1,78	1,78	1,78	1,79	1,78	1,78	1,79	2,00
Obligacja 2-letnia (%)	1,71	1,60	1,85	1,50	1,51	1,58	1,60	1,61	1,65	1,68	1,85
Obligacja 10-letnia	3,30	3,35	3,50	3,17	3,20	3,30	3,35	3,35	3,40	3,45	3,50
EUR/PLN	4,17	4,26	4,22	4,21	4,25	4,28	4,26	4,24	4,23	4,23	4,22
USD/PLN	3,48	3,60	3,55	3,41	3,56	3,65	3,60	3,60	3,55	3,57	3,55
GBP/PLN	4,70	4,72	4,80	4,80	4,86	4,85	4,88	4,90	4,85	4,85	4,80
EUR/USD	1,13	1,21	1,19	1,23	1,19	1,17	1,18	1,18	1,19	1,19	1,19
EURIBOR 3M	-0,33	-0,35	-0,25	-0,33	-0,33	-0,36	-0,35	-0,34	-0,30	-0,25	-0,25
LIBOR 3M USD	1,69	2,65	3,28	2,31	2,34	2,40	2,65	2,70	2,90	3,05	3,28

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium ** średnio w okresie
Źródło: GUS, NBP, Thomson Reuters, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiejkolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.