

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

3 października 2022

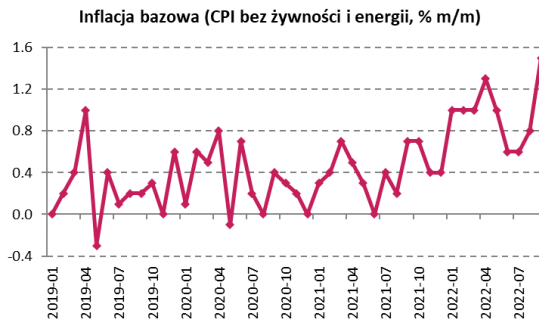
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

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

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

Według szacunku flash inflacja CPI wzrosła we wrześniu do 17,2% r/r z 16,1% r/r przed miesiącem znacząco przewyższając oczekiwania. Za niespodziankę opowiada wskaźnik inflacji bazowej, który wzrósł (wg naszych szacunków) do 10,7% r/r, tj. 1,5% m/m. Uwidaczniają się wtórne efekty wzrostu cen energii i żywności na usługi i inne towary. Odczyt ten wspiera nasze oczekiwania podwyżki stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. na posiedzeniu RPP w środę.

| Kursy walut | | Δ % |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN | 4,8230 | 2,3% |
| USD/PLN | 4,9150 | 4,1% |
| CHF/PLN | 4,9737 | 1,9% |
| EUR/USD | 0,9808 | -1,7% |

| Rynek Pieniężny | (%) | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M | 7,11 | 10 |
| WIBOR 3M | 7,21 | 6 |

| Obligacje PL | (%) | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y | 7,61 | 105 |
| 5Y | 7,55 | 101 |
| 10Y | 7,26 | 113 |

| IRS PLN | (%) | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y | 7,75 | 67 |
| 5Y | 7,12 | 87 |
| 10Y | 6,95 | 94 |

| Obligacje bazowe | (%) | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y | 2,13 | 33 |
| US 10Y | 3,79 | 31 |

| Giełdy | pkt. | Δ % |
|------------|---------|------|
| WIG | 45182,1 | -4,2 |
| S&P 500 | 44837,0 | 0,0 |
| Nikkei 225 | 26431,6 | -5,2 |

Źródło: Refinitiv

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Jak RPP zareaguje na niespodziankę inflacyjną we wrześniu?




W środę RPP ogłosi decyzję odnośnie do parametrów polityki pieniężnej. Po publikacji szybkiego szacunku inflacji za wrzesień, który okazał się dużo wyższy od oczekiwań, rośnie presja na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej, choć w ostatnich tygodniach część bankierów centralnych sygnalizowała zbliżający się koniec cyklu podwyżek stóp procentowych. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobną decyzją na październikowym posiedzeniu RPP jest podwyżka stóp procentowych o 25 pkt. baz. Byłaby to trzynasta z rzędu podwyżka kosztu pieniądza w obecnym cyklu, który został rozpoczęty dokładnie rok temu. Od minionego roku koszt pieniądza wzrósł o 6,65 pkt. proc. Ekspansywna polityka pieniężna stanowi główne ryzyko dla ścieżki inflacji i stóp procentowych w tym i przede wszystkim w przyszłym roku. Kolejne programy rządowe mające na celu łagodzenie społecznych skutków inflacji będą spowalniały proces dezinflacji, co może wymusić dalsze podwyżki stóp procentowych w przyszłym roku. W naszej ocenie RPP po październikowym posiedzeniu może zrobić przerwę w cyklu podwyżek stóp, aby ocenić skutki dotychczasowych działań, jednak staby złoty i ekspansywna polityka fiskalna zwiększają ryzyka dalszych działań. W tym kontekście nie spodziewamy się, że RPP ogłosi zakończenie cyklu zacieśniania. Czekamy także na konferencję prezesa NBP A. Głapińskiego, aczkolwiek sądzimy, że nie wniesie ona nowych informacji dla przybliżenia działań RPP, które zależne będą od napływu danych i nowych projekcji makroekonomicznych.

Ciasny rynek pracy utrzyma jastrzębią retorykę amerykańskiej Rezerwy Federalnej




W piątek o godz. 14:30 opublikowany zostanie raport z amerykańskiego rynku pracy poza rolnictwem we wrześniu. Według konsensusu prognoz liczba zatrudnionych wzrosła o 250 tys. m/m po wzroście o 315 tys. m/m. w sierpniu. Oczekiwania rynkowe wskazują ponadto na stabilizację stopy bezrobocia (3,7% r/r) oraz dynamiki płac (5,1% r/r). Realizacja tych oczekiwań potwierdziłaby nadal ciasny rynek pracy w USA, co przekłada się razem z wysoką inflacją na szybki wzrost płac. Utrzymywaniu popytu na pracę sprzyja aktywność gospodarcza, która co prawda hamuje, aczkolwiek wykazuje sporą odporność na inflację i rosnące szybko stopy procentowe Fed. Powinny potwierdzić to w tym tygodniu dane ISM dla przemysłu i usług wynoszące ponad 50 pkt, tj. poziomu oddzielającego ożywienie od spowolnienia. Sytuacja na rynku pracy daje argumenty za kontynuacją agresywnego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed. Rynki finansowe wyceniają obecnie z większym prawdopodobieństwem czwartą z rzędu podwyżkę o 0,75 pkt proc. na najbliższym posiedzeniu z miesiącem, po czym główna stopa procentowa osiągnęłaby przedział 3,75-4,00%. Zauważmy jednak, że zgodnie ze słowami części członków Fed tempo podwyżek może zostać spowolnione do 0,50 pkt. Niezależnie od skali listopadowej podwyżki, cykl zacieśniania najpewniej będzie kontynuowany.

Millennium
bank

Rynek walutowy

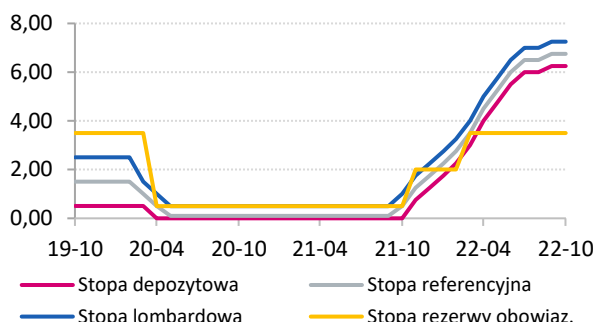
| Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień | |
|---|---|
| Kierunek | Uzasadnienie |
| EUR/PLN  | Złoty pozostaje w trudnym położeniu, gdyż presja zewnętrzna związana z rosnącą awersją do ryzyka premiuje tzw. walutowe bezpieczne przystanie, co z perspektywy walut <i>emerging markets</i> jest niekorzystne. Materializujący się scenariusz recesji w globalnej gospodarce, coraz bardziej agresywny cykl zacieśniania polityki pieniężnej przez największe banki centralne oraz kryzys energetyczny w Europie odciskają swoje negatywne piętno na wycenie złotego. W rezultacie kurs EUR/PLN przesunął swój trend horyzontalny z 4,67 - 4,73, w którym tkwił przez większość września do szerokiego przedziału 4,80 - 4,90. Wzorem wcześniejszych sesji kluczem do zrozumienia zmian złotego będzie sytuacja eurodolara. Spadek pary EUR/USD generować będzie negatywną presję na wycenę walut regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Nie uważamy przy tym, by decyzja Rady Polityki Pieniężnej (środa), czy konferencja prezesa Narodowego Banku Polskiego zaplanowana na czwartek na 15:00 mogły skutkować istotną zmiennością polskich aktywów. Uważamy bowiem, iż RPP znalazła się w trudnym położeniu i unikać będzie formułowania średniookresowych prognoz co do polityki pieniężnej a swoje przyszłe decyzje uzależniać będzie od napływających danych. W rezultacie rynkowe oczekiwania - a tym samym sytuacja złotego motywowana spodziewaną docelową stopą referencyjną w tym cyklu - powinna pozostawać niezmienna. |
| USD/PLN  | Historyczne maksimum kursu USD/PLN stało się faktem. Notowania weszły zatem na „nieznane wody”, a pomocne w wyznaczaniu nowych oporów i wsparć będą wskazania analizy technicznej oraz poziomy psychologiczne. Oczekiwana przez nas stabilizacja złotego i eurodolara sprawia jednak, iż najbliższe dni mogą przynieść uspokojenie wyceny także USD/PLN. Ryzykiem pozostaje jednak geopolityka, która w poprzednich tygodniach udowodniła, że potrafi czasowo zdestabilizować sytuację nawet na rozwiniętych rynkach. |
| EUR/USD  | W naszej ocenie najbliższe dni mogą przynieść próby uspokojenia notowań eurodolara po dość wyczerpującym przelocie września i października, gdy kurs EUR/USD gwałtownie obniżył się do 20-letniego minimum (wzrost ryzyka geopolitycznego i nasilenie kryzysu energetycznego w Europie), by w ostatnich dniach nieco zwyczajować (bardziej jastrzębie komentarze prezesa Europejskiego Banku Centralnego). W efekcie uważamy, iż bieżąca wycena eurodolara zdyskontowała kolejne czynniki ryzyka, co sprawia, że w najbliższych dniach, gdy nie są planowane istotne dane makroekonomiczne powinna pozostawać stabilna. Wyjątkiem będzie piątek i publikacja kolejnego raportu z rynku pracy USA. Do tego czasu natomiast zakładamy, iż kurs EUR/USD oscylować będzie wokół poziomu 0,98. Ryzykiem pozostaje sytuacja geopolityczna i wydarzenia na europejskim rynku surowców energetycznych. |

Rynek obligacji

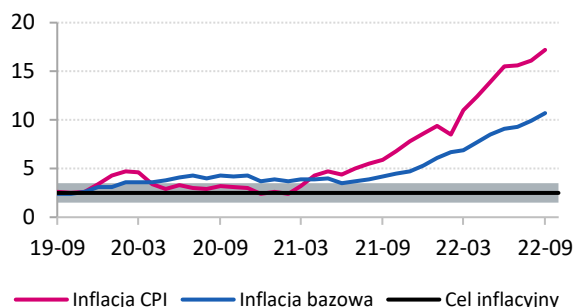
| Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień | |
|--|---|
| Kierunek | Uzasadnienie |
| 10Y PL (%)  | W naszej ocenie najbliższe dni powinny być czasem względnego uspokojenia notowań polskiej 10-latki, choć znając specyfikę i problemy krajowego rynku długu (niska płynność) zakres wahań rzędu +/- 25 pkt. baz. nie powinien dziwić. Jednakowoż kierunkiem notowań dla skarbowych papierów wartościowych powinien być trend boczny z racji niedawnego zdyskontowania wielu impulsów (głównie zmian rynków bazowych, ale i planu podaży obligacji na czwarty kwartał), co odzwierciedlone zostało gwałtowną wyżką rentowności 10-latki z poziomu 6% do ponad 7%. Ryzykiem pozostają perspektywy polityki pieniężnej, zwłaszcza po niedawnym kolejnym wysokoku inflacji, który zwiększył nieco możliwość mocniejszej niż 25 pkt. baz. podwyżki stóp procentowych w Polsce w najbliższą środę. |
| 10Y DE (%)  | W naszej ocenie wpływ wyższej od oczekiwań inflacji w strefie euro oraz związanego z tym faktem zjastrznięcia narracji przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego został już rynkowo zdyskontowany. Rentowność Bunda w krótkim czasie wzrosła do nawet 2,25%. Obecnie natomiast zważywszy na brak istotnych pozycji w kalendarium mogących kształtować oczekiwania co do przyszłej koniunktury w strefie euro liczymy na uspokojenie wyceny niemieckiego długu. Niezmiennie jednak dochodowość Bunda powinna utrzymywać się powyżej psychologicznej bariery 2% oczekując na nowe impulsy. |
| 10Y US (%)  | Zakładając brak zaskoczeń po stronie przebiegu konfliktu zbrojnego w Ukrainie (kwestia ryzyka geopolitycznego), a także relatywnie mało interesujące kalendarium europejskich danych w tym tygodniu (odczyty PMI mają finalny charakter) zakładamy, iż przez większość tygodnia kurs EUR/USD przejdzie w trend horyzontalny. Tym bardziej, iż uspokojeniu sprzyjać będzie oczekiwanie na piątkowe najważniejsze dane tego tygodnia, a więc amerykański raport z rynku pracy (potencjalne źródło zmienności rynków finansowych kanałem oczekiwań co do ruchów Fed). Nie uważamy przy tym, by wypowiedzi przedstawicieli Fed i Europejskiego Banku Centralnego w tym tygodniu mogły istotnie różnić się od jasno określonej wysokiej determinacji obu banków do walki z inflacją. Z tego powodu w naszej ocenie kurs EUR/USD koncentrować się będzie wokół poziomu 0,98. Jednocześnie większe ryzyko w przypadku zmienności widzimy po stronie silniejszego dolara. |

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

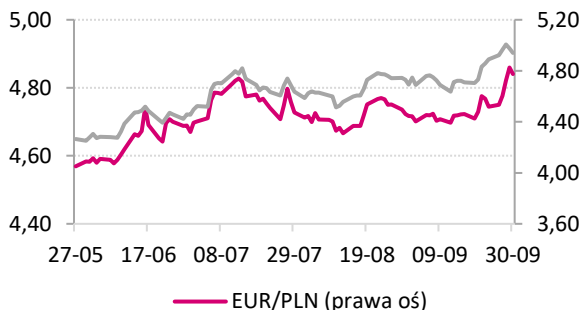


| | |
|--|---|
| <p>Joanna Tyrowicz (23.09.2022)</p> | <p>(...) w warunkach bardzo dużych niepokoїв požądane może być bardziej radykalne podejście do podnoszenia stóp procentowych. To wszystko jeszcze jest podlane sosem bardzo ekspansywnej polityki fiskalnej. (...) Ta ekspansywna polityka fiskalna czynni politykę pieniężną bezzębną, czy 'mniej zębną'. Skuteczność podnoszenia stóp procentowych jest niższa.</p> <p>Nie ma wątpliwości, że stopy trzeba podnosić. Czy trzeba je podnosić na najbliższym posiedzeniu - to jest zupełnie inna kwestia, ale nie ma wątpliwości, że stopy trzeba dzisiaj podnosić, że są zdecydowanie za niskie. Trwanie przy podnoszeniu o 0,25 pkt. proc. na kolejnych posiedzeniach nie byłoby rozsądną strategią.</p> <p>A mówimy o tym, żeby podnosić stopę procentową o 2-3, potencjalnie 4 pkt. proc. maksymalnie, na dzisiaj, przy dzisiejszych danych, po ocenie na ile skuteczne były wcześniejsze podwyżki.</p> |
| <p>Ludwik Kotecki (23.09.2022) (12.09.2022) (9.09.2022)</p> | <p>Po pierwsze wycofano się z narracji, że mamy już koniec podwyżek, to było mówione w lipcu. Tego już teraz we wrześniu nie ma. Prezes Glapiński mówił raczej o jakiejś pauzie. Ja uważam, że tak będzie, że będziemy mieć jakąś przerwę. Bardzo ważne jest, co się stanie z tarczą antyinflacyjną, z cenami prądu i gazu dla gospodarstw domowych, o czym dowiemy się w styczniu przyszłego roku, a są to bardzo ważne dwa elementy.</p> <p>Stopy powinny być na wyższym poziomie. Inflacja bazowa kształtuje się na poziomie 10 proc. To mamy odpowiedź, na jakim poziomie powinny być stopy. Podwyżki są za małe.</p> <p>Nie widzę pewnej determinacji (w RPP), nie od dzisiaj, do tego żeby rzeczywiście zacząć walczyć z inflacją na poważnie.</p> |
| <p>Henryk Wnorowski (19.09.2022)</p> | <p>Zgadzam się. Nie widzę powodów, aby [główna stopa procentowa] miała być wyżej [niż 7,00 proc.]. Ale potrzebne jest tu zastrzeżenie: to jest ocena przy obecnym stanie wiedzy. Rzeczywistość jest zaś niezwykle dynamiczna, w otoczeniu zewnętrznym i wewnętrznym utrzymuje się duża niepewność. Moja ocena może się, więc zmienić.</p> <p>Nie spodziewam się też, żeby [podwyższenie płacy minimalnej] wywołało to jakieś duże kłopoty w przedsiębiorstwach, które w zdecydowanej większości i tak płacą więcej. Wpływy do budżetu z CIT-u sugerują, że ich kondycja jest niezła. A udział kosztów pracy w całkowitych kosztach w ostatnich kwartałach stale małał. Natomiast tak duża podwyżka płacy minimalnej może być problemem dla części podmiotów z sektora publicznego, np. w służbie zdrowia</p> |
| <p>Cezary Kochalski (12.09.2022)</p> | <p>Przestrzeń do dalszych podwyżek stóp znacząco zmalała, a prawdopodobieństwo zakończenia cyklu podwyżek wzrosło. Po wrześniowej decyzji RPP prawdopodobieństwo braku zmian stóp w październiku wzrosło.</p> |
| <p>Ireneusz Dąbrowski (9.09.2022)</p> | <p>Analiza danych wskazuje, że wrześniowa podwyżka o 25 pb była ostatnią. W mojej opinii cykl podwyżek stóp procentowych w Polsce zakończył się.</p> |
| <p>Adam Glapiński (8.09.2022)</p> | <p>W październiku możliwy jest albo brak zmiany poziomu stóp procentowych, albo wzrost o 25 pb. (...) Formalnie nie zakończyliśmy cyklu podwyżek, nasze kolejne decyzje będą zależały od napływających danych. Z tych danych będą się wyłaniały perspektywy inflacji, koniunktury. W listopadzie będzie raport, jakie są te perspektywy.</p> <p>Gdyby się udało utrzymać tarczę i nie podwyższać cen regulowanych od stycznia (...), a wprowadzić dopłaty dla firm, które dostarczają energię (...) - gdyby to było teoretycznie możliwe, to inflacja byłaby niższa o 7 pkt. proc. w przyszłym roku.</p> |
| <p>Przemysław Litwiniuk (1.09.2022)</p> | <p>Myślę, że to scenariusz podstawowy (podwyżka o 0,25 pkt proc.), on może się rozwinąć w kierunku wyższej podwyżki we wrześniu, jeśli te dane będą się do siódmego (września) potwierdzać.</p> |
| <p>Wiesław Janczyk (21.07.2022)</p> | <p>Najbliższe miesiące, mam nadzieję, nie przyniosą istotnych przesłanek do kontynuowania cyklu podwyżek, jednak oddziaływanie cen energii w nadchodzącym sezonie jesienno-zimowym na gospodarke i konsumentów dzisiaj jest trudne do trafnego przewidzenia.</p> <p>Rada będzie działać adekwatnie do sytuacji w naszej gospodarce. W mojej opinii będzie dążyć do utrzymania możliwie najniższych poziomów stóp procentowych mając na celu realny powrót do celu inflacyjnego, który wynosi 2,5 proc. +/- 1 pkt. proc.</p> |

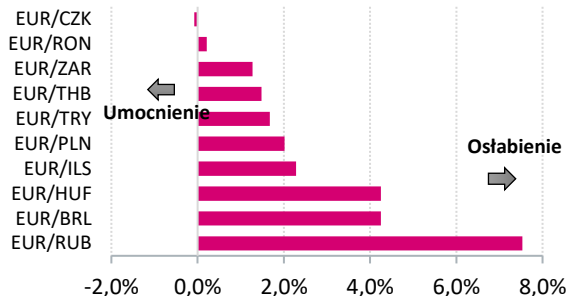
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

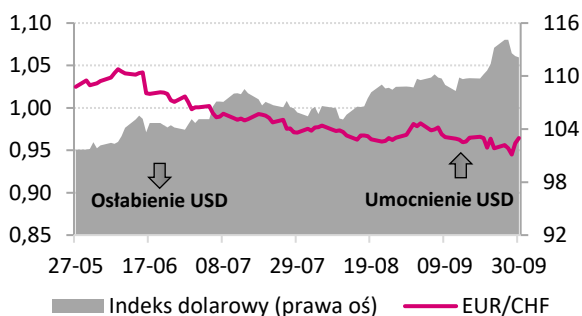
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



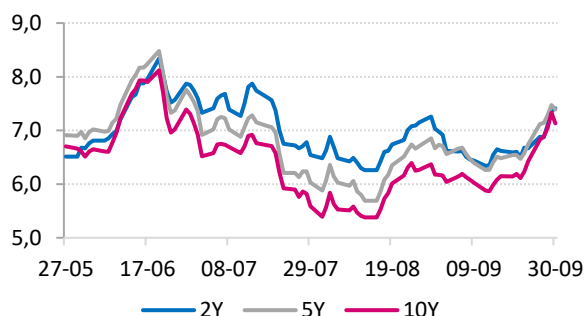
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



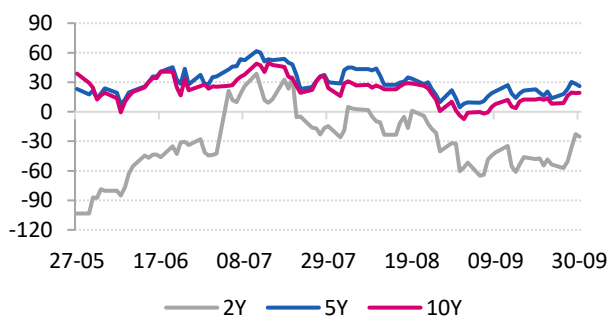
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



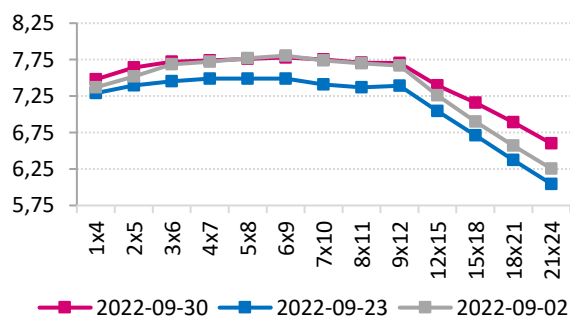
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



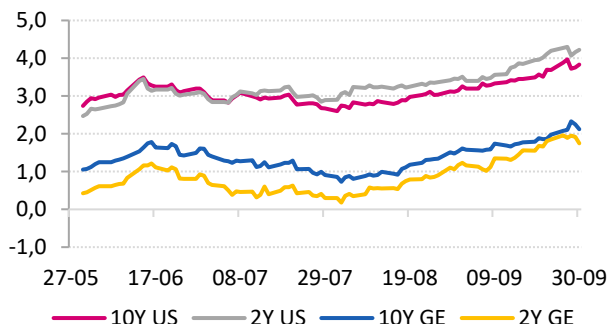
Krajowe stawki ASW [%]



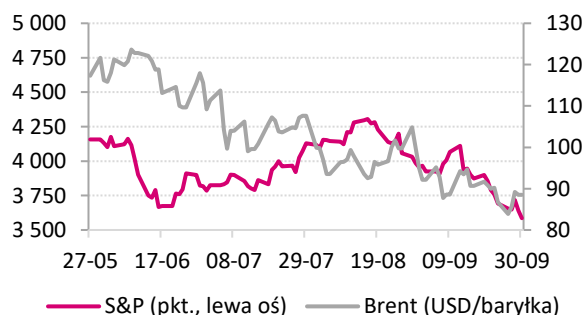
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, Refinitiv

Kalendarium

| Wskaźnik/Wydarzenie | Kraj | Okres | Poprzednie dane | Konsensus rynkowy | Bank Millennium prognoza |
|---|---------------|--------------------|-----------------|-------------------|--------------------------|
| Poniedziałek 03 października | | | | | |
| 09:00 Indeks PMI w przemyśle | Polska | Wrzesień | 40.9 | 40.0 | 40.9 |
| 09:55 Indeks PMI w przemyśle | Niemcy | Wrzesień | 49.1 | 48.3 | |
| 10:00 Indeks PMI w przemyśle | EZ | Wrzesień | 49.6 | 48.5 | |
| 15:45 Indeks PMI w przemyśle | USA | Wrzesień | 51.5 | 51.8 | |
| 16:00 Indeks ISM dla przemysłu | USA | Wrzesień | 52.8 | 52.2 | |
| Wtorek 04 października | | | | | |
| 11:00 Inflacja PPI r/r | EZ | Wrzesień | 37.9% | 43.2% | |
| 16:00 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m | USA | Sierpień | 0.2% | 0.2% | |
| 17:00 Wystąpienie prezeski EBC | | | | | |
| Środa 05 października | | | | | |
| Decyzja w sprawie stóp procentowych | Polska | Październik | 6.75% | 7.00% | 7.00% |
| 09:55 Indeks PMI w usługach | Niemcy | Wrzesień | 47.7 | 45.4 | |
| 10:00 Indeks PMI w usługach | EZ | Wrzesień | 49.8 | 48.9 | |
| 14:15 Raport ADP | USA | Wrzesień | 132k | 200k | |
| 15:45 Indeks PMI w usługach | USA | Wrzesień | 43.7 | 49.2 | |
| Czwartek 06 października | | | | | |
| 11:00 Sprzedaż detaliczna WDA r/r | EZ | Sierpień | -0.9% | -1.8% | |
| 13:30 Protokół z posiedzenia banku centralnego | EZ | Wrzesień | | | |
| 14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych | USA | 30 września | 193k | 200k | |
| Piątek 07 października | | | | | |
| 09:00 Protokół z posiedzenia banku centralnego | Czechy | Wrzesień | | | |
| 14:30 Zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym | USA | Wrzesień | 315k | 250k | |
| 14:30 Stopa bezrobocia | USA | Wrzesień | 3.7% | 3.7% | |
| 14:30 Płaca godzinowa r/r | USA | Wrzesień | 5.2% | 5.1% | |
| Poniedziałek 10 października | | | | | |
| 10:30 Indeks Sentix | EZ | Październik | -31.8 | | |

Dane i prognozy

| | | 2021 | 2022 | 2023 | Q421 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q22 | 4Q23 |
|--|--------------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| PKB | % r/r | 5.9 | 4.1 | 1.0 | 7.6 | 8.5 | 5.5 | 2.6 | 0.6 | -1.7 | 1.1 | 1.4 | 2.3 |
| Stopa bezrobocia rejestrowanego | %, k.o. | 5.4 | 5.1 | 5.7 | 5.4 | 5.4 | 4.9 | 4.8 | 5.1 | 5.2 | 5.3 | 5.4 | 5.7 |
| Inflacja CPI | % r/r, śr.o. | 5.1 | 13.8 | 11.0 | 7.7 | 9.6 | 13.9 | 16.3 | 15.7 | 15.3 | 11.1 | 9.1 | 8.5 |
| Ropa naftowa Brent | USD, śr.o. | 70.8 | 96.9 | 77.8 | 79.6 | 97.6 | 111.5 | 97.5 | 81.0 | 80.2 | 78.6 | 76.8 | 75.4 |
| Stopa referencyjna | %, k.o. | 1.75 | 7.00 | 7.00 | 1.75 | 3.50 | 6.00 | 6.75 | 7.00 | 7.00 | 7.00 | 7.00 | 7.00 |
| WIBOR 1M | %, k.o. | 2.23 | 7.13 | 7.13 | 2.23 | 4.12 | 6.59 | 6.86 | 7.13 | 7.13 | 7.13 | 7.13 | 7.13 |
| WIBOR 3M | %, k.o. | 2.54 | 7.23 | 7.22 | 2.54 | 4.77 | 7.05 | 7.07 | 7.23 | 7.23 | 7.23 | 7.23 | 7.22 |
| WIBOR 6M | %, k.o. | 2.84 | 7.35 | 7.30 | 2.84 | 5.05 | 7.35 | 7.32 | 7.35 | 7.35 | 7.35 | 7.33 | 7.30 |
| EUR/PLN | k.o. | 4.60 | 4.75 | 4.60 | 4.60 | 4.65 | 4.68 | 4.87 | 4.75 | 4.75 | 4.70 | 4.65 | 4.60 |
| USD/PLN | k.o. | 4.06 | 4.87 | 4.40 | 4.06 | 4.18 | 4.48 | 4.95 | 4.87 | 4.80 | 4.70 | 4.56 | 4.40 |
| EUR/USD | k.o. | 1.14 | 0.98 | 1.05 | 1.14 | 1.11 | 1.05 | 0.98 | 0.98 | 0.99 | 1.00 | 1.02 | 1.05 |
| EURIBOR 3M | %, k.o. | -0.57 | 2.55 | 3.15 | -0.57 | -0.46 | -0.20 | 1.17 | 2.55 | 3.10 | 3.15 | 3.15 | 3.15 |
| LIBOR 3M USD | %, k.o. | 0.21 | 4.65 | 4.45 | 0.21 | 0.96 | 2.29 | 3.75 | 4.65 | 4.85 | 4.75 | 4.70 | 4.45 |

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.