

# Biuletyn inwestycyjny

wrzesień 2015

## Trzęsienie ziemi na rynkach finansowych

Początek sierpnia nie zapowiadał takiego trzęsienia ziemi, jakie miało miejsce w drugiej połowie miesiąca. Krach na giełdzie w Chinach wywołał silną przecenę na światowych rynkach, które tylko jednego dnia straciły po 4-6%. Obawy o utrzymanie tempa wzrostu gospodarczego w Państwie Środka i desperackie działania władz w postaci dewaluacji juana, a także dużo słabsze niż oczekiwane odczyty wskaźnika PMI dla przemysłu, sprawiły że indeks Shanghai Composite stracił tylko w sierpniu ok. 15%. Tak silna globalna przecena w trakcie tylko jednego miesiąca pozostawia otwartą kwestię dalszego kierunku notowań głównych indeksów giełdowych. Pytanie czy czeka nas uspokojenie i powrót do dalszych wzrostów czy większa jest groźba wystąpienia wstrząsów wtórnych.

### Indeksy polskie

			Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
WIG	50 972	↓	-3.4%	-8.2%	-4.4%	-1.7%	-0.9%
WIG20	2 145	↓	-3.7%	-12.0%	-9.4%	-11.2%	-7.4%
mWIG40	3 676	↓	-3.7%	-4.5%	0.5%	8.1%	5.5%
sWIG80	13 179	↓	-0.8%	-4.2%	-0.6%	11.8%	8.8%

### Indeksy światowe

			Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
Dow Jones	16 643	↓	-5.9%	-7.6%	-8.2%	-2.7%	-7.5%
S&P500	1 989	↓	-5.5%	-5.6%	-5.5%	-0.7%	-4.4%
NASDAQ	4 828	↓	-5.8%	-4.8%	-2.7%	5.4%	1.1%
DAX	10 299	↓	-8.9%	-9.8%	-9.7%	8.7%	5.0%
FTSE100	6 248	↓	-6.7%	-10.5%	-10.1%	-8.4%	-4.6%
BUX	21 334	↓	-5.6%	-4.7%	17.2%	20.0%	28.3%
NIKKEI225	19 136	↓	-7.0%	-6.9%	1.8%	24.1%	9.7%
BOVESPA	47 154	↓	-7.3%	-10.6%	-8.6%	-23.1%	-5.7%
RTSI\$	0 830	↓	-3.4%	-14.3%	-7.4%	-30.3%	5.0%
Hang Seng	21 612	↓	-12.3%	-21.2%	-12.9%	-12.6%	-8.0%
XU100	74 642	↓	-6.6%	-10.0%	-11.3%	-7.1%	-11.7%

### MSCI

			Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
Emerging Market	820.3	↓	-9.0%	-18.3%	-17.2%	-24.6%	-14.1%
BRIC	229.5	↓	-10.0%	-21.0%	-16.9%	-24.2%	-12.3%
World Index	1 658.1	↓	-6.1%	-6.8%	-6.5%	-5.2%	-3.7%

Źródło: Bloomberg, Dane na 31.08.2015 r.

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny

**Marcin Palenik, CFA**

**Maciej Krefta**

**Sebastian Siemiątkowski**

**Artur Topczewski**

## Surowce

			Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
Miedź (USD/t)	5 095.0	↓	-2.4%	-16.3%	-13.4%	-27.2%	-19.5%
Ropa (USD/bbl)	50.1	↓	-4.1%	-23.7%	-20.0%	-51.5%	-13.6%
Aluminium (USD/t)	1 566.0	↓	-3.6%	-10.3%	-13.4%	-25.9%	-15.5%
Srebro (USD/uncje)	14.4	↓	-0.8%	-13.4%	-12.6%	-25.8%	-8.5%
Złoto (USD/OZ)	1 135.3	↑	3.7%	-4.5%	-6.5%	-11.8%	-5.7%

## Waluty

			Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
USD/PLN	3.77	↓	-0.1%	0.7%	1.7%	17.5%	6.9%
EUR/PLN	4.22	↑	1.8%	2.6%	1.7%	0.2%	-1.5%
EUR/USD	1.12	↑	1.8%	1.8%	-0.1%	-14.8%	-8.0%

Źródło: Bloomberg, Dane na 31.08.2015 r.

## Rynki zagraniczne

Podsumowanie drugiego miesiąca wakacyjnego można tak na prawdę zacząć od jego drugiej połowy. Po udanym lipcu, większość rynków finansowych dość spokojnie rozpoczęła drugi miesiąc wakacji. Wyjątkiem była giełda w Atenach, która po 5 tygodniach zawieszenia, wznowiła notowania i już na otwarcie straciła ponad 20%. Niestety obok Grecji drugim najbardziej zniżującym parkiecie w Europie był indeks w Warszawie. Był to efekt uchwalenia przez sejm, tzw. ustawy frankowej, która po poprawkach zakłada przerzucenie kosztów przewalutowania kredytów we frankach szwajcarskich w 90% na banki, które je udzieliły. Jednak najgorsze miało dopiero się wydarzyć.

Pierwszym aktem, który przyczynił się do gwałtownej przeceny na rynkach globalnych w sierpniu, była decyzja władz Ludowego Banku Chin o obniżeniu kursu referencyjnego juana wobec dolara o 1.9% w stosunku do kursu z dnia poprzedniego. Z późniejszego oświadczenia można było wyczytać, że jest to jednorazowa korekta kursu wynikająca ze słabych danych z krajowej gospodarki, jednak jak się później okazało, była to nie do końca informacja prawdziwa. Władze zdecydowały się na dewaluację rodzimej waluty jeszcze dwukrotnie- odpowiednio o 1.6% i 1.1%. Takiej interwencji w Chinach nie było od 21 lat. Rynek uznał to za początek wojny walutowej, podobnej do tej jaką toczą od dłuższego czasu władze w Japonii. W reakcji na te wydarzenia, rynki odnotowały dość znaczące zniżki notowań, lecz nie trwały one zbyt długo. Gdy już się wydawało, że sytuacja wraca do normy i czeka nas dłuższy ruch wzrostowy, rynek zaskoczyły negatywnie dane makro z Państwa Środka.

## Indeksy - wybrane wskaźniki

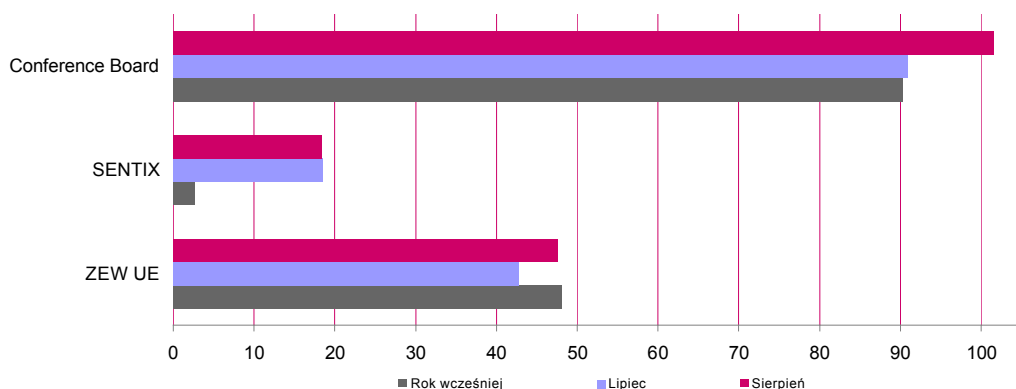
	C/Z 2015	C/Z 2016	C/WK	DY 2015	DY 2016
S&P500	16.5	14.9	2.6	2.2	2.4
NASDAQ	20.7	18.1	3.3	1.3	1.3
DAX	12.7	11.6	1.6	3.2	3.5
FTSE100	14.9	13.5	1.8	4.3	4.6
NIKKEI225	16.7	15.2	1.6	1.8	2.0
BOVESPA	12.8	10.3	1.2	4.5	4.8
RTSI\$	5.8	5.1	0.6	4.8	5.5
Hang Seng	10.4	9.6	1.1	3.9	4.1
XU100	9.5	8.2	1.3	3.2	3.5
WIG	12.3	12.1	1.3	4.0	4.3

Źródło: Bloomberg, Dane na 04.09.2015 r.; C/Z - wskaźnik Cena/Zysk na koniec danego okresu (mniejszy=bardziej atrakcyjna wycena); C/WK - aktualny wskaźnik Cena/Wartość Księgową (mniejszy=bardziej atrakcyjna wycena); DY - wskaźnik Dividend Yield na koniec danego okresu (większy=lepszy)

Wskaźnik PMI dla przemysłu w sierpniu okazał się niższy niż prognozowane 47.7 i wyniósł zaledwie 47.1, co okazało się najniższym poziomem od 77 miesięcy. Gdy dołożymy do tego spadek PKB w II kw. 2015 w Japonii o 1.6% r/r, otrzymamy nienajlepszy obraz dla całego regionu. Kumulacja tak fatalnych danych wywołała gigantyczną przecenę na początku na giełdach w Azji, a później także na pozostałych kontynentach. Poniedziałek, 24 sierpnia ochrzczono w Chinach mianem

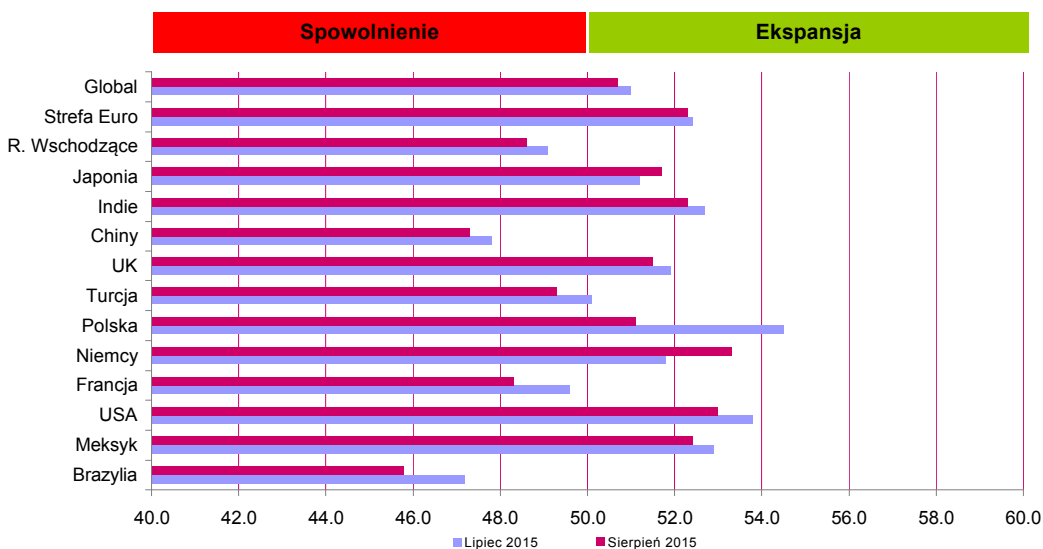
"czarnego poniedziałku", kiedy to indeks Shanghai Composite zanotował największą jednodniową przecenę od 2007 roku sięgającą aż 8.5%. Tego dnia sytuacja w Europie nie wyglądała dużo lepiej. Większość indeksów obniżyła notowania o 4-7%. Podobnie było w USA. Wkrótce po otwarciu sesji Dow Jones Industrial spadał o 6%, S&P 500 o ponad 5%, a Nasdaq aż o 7.1%. Następnie spadki lekko wyhamowały. W kolejnych dniach sytuacja nieco się uspokoiła, głównie za sprawą Ludowego Banku Chin, który po raz kolejny zdecydował się na obniżenie stopy procentowej o 25 pkt. bazowych do poziomu 4.6%. O 50 pkt. bazowych, do 18%, obniżona została również stopa rezerw obowiązkowych. Jednak jak to miało miejsce w przypadku poprzednich obniżek, sytuacja poprawiła się tylko na chwilę, a ostatnie dni miesiąca ponownie były spadkowe.

### Wskaźniki obrazujące sentyment w gospodarce



Zródło: Bloomberg

### Wskaźniki Markit PMI przemysłowy dla wybranych krajów/regionów



Zródło: Bloomberg

Dla giełdy w Stanach Zjednoczonych sierpień był najgorszym miesiącem od trzech lat. Nie wróży to niczego dobrego w najbliższym czasie. Do tej pory giełdy w Nowym Jorku czy Tokio były odporne na spadki na giełdach krajów wschodzących czy w strefie euro, co pozwalało na optymistyczne prognozy na ostatnie miesiące 2015. Teraz sytuacja i tu wygląda fatalnie. Kluczowe będą następane tygodnie, w których należy spodziewać się podwyższonej zmienności na rynkach, a momentem kulminacyjnym będzie wrześniowe posiedzenie FOMC w USA, po którym poznamy decyzję dotyczącą poziomu stóp procentowych.

Podobnie jak to miało miejsce w przypadku rynków akcji, w sierpniu zniżkowały także papiery dłużne. Przepięta miała zasięg globalny, a jedynym miejscem gdzie ceny obligacji skarbowych rosły, były Chiny. Ucieczka z rynku akcji oraz obniżka stóp procentowych okazały się mocnym wsparciem dla tej klasy aktywów. Zaskoczeniem były wzrosty rentowności na tzw. rynkach bazowych, które uważane są za bezpieczną przystań. Co prawda skala przeceny była ograniczona, jednak sytuacja ta świadczy o sile i znaczeniu sierpniowej korekty.

#### Rentowność obligacji skarbowych wybranych krajów (%)

Kraj	Obligacje	Aktualna	1M	3M	12M
Polska	10-letnie	2.96	2.93	2.93	3.11
Węgry	10-letnie	3.64	3.74	3.40	4.45
Czechy	10-letnie	0.88	0.90	0.82	1.21
Turcja	10-letnie	9.93	9.34	8.94	8.91
Włochy	10-letnie	1.96	1.77	1.85	2.44
Hiszpania	10-letnie	2.11	1.84	1.84	2.23
Niemcy	10-letnie	0.80	0.64	0.49	0.89
Japonia	10-letnie	0.38	0.42	0.41	0.50
USA	10-letnie	2.19	2.18	2.18	2.34

Zródło: Bloomberg, dane na 31.08.2015; rentowność aktualna, rentowność odpowiednio miesiąc, trzy i dwanaście miesięcy wcześniej

## Rynek polski

Sierpień na warszawskiej giełdzie pomimo kilku nienajlepszych momentów, nie był aż tak tragiczny jak można było się spodziewać. Można wręcz powiedzieć, że dobre początki. Już w pierwszych dniach miesiąca mieliśmy do czynienia z załamaniem się notowań, za sprawą uchwalonej "na szybko" tzw. ustawy frankowej, w wyniku której to sektor bankowy miałby ponieść prawie całość kosztów przewalutowania kredytów hipotecznych zaciągniętych w CHF. Na szczęście później było już trochę lepiej, a globalna fala wyprzedzały jaka przetoczyła się przez giełdy relatywnie łagodnie obeszła się z rodzimym rynkiem. Podobnie jak to miało miejsce w poprzednich miesiącach, także i w sierpniu dużo lepiej radziły sobie małe spółki, których indeks sWIG80 stracił tylko niecały 1% (w tym czasie WIG20 spadł o 3.7%). Nieudany miesiąc zanotowały także polskie obligacje skarbowe, które na fali wyprzedzały w końcu miesiąca zostały dość mocno przecenione, rentowność papierów 10-letnich ponownie zbliżyła się niebezpiecznie do poziomu 3%.

#### Indeksy polskie

		Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
WIG	50 972	↓ -3.4%	-8.2%	-4.4%	-1.7%	-0.9%
WIG20	2 145	↓ -3.7%	-12.0%	-9.4%	-11.2%	-7.4%
mWIG40	3 676	↓ -3.7%	-4.5%	0.5%	8.1%	5.5%
sWIG80	13 179	↓ -0.8%	-4.2%	-0.6%	11.8%	8.8%

Zródło: Bloomberg, Dane na 31.08.2015 r.

W sierpniu poznaliśmy także kilka kluczowych danych z realnej gospodarki. W lipcu stopa bezrobocia w Polsce osiągnęła dawno nie oglądany poziom 10.1% (10.3% miesiąc wcześniej). Nieco poniżej oczekiwań rynkowych wypadły za to dane o PKB w II kwartale. Polska gospodarka od kwietnia do czerwca rosła w tempie 3.3% w ujęciu rocznym, co jest wynikiem gorszym niż w I kwartale (+3.6% rdr). W odniesieniu do I kw. 2015 zanotowaliśmy wzrost o 0.9%. Dane te nie miały dużego wpływu na zachowanie się warszawskich indeksów, ale z perspektywy całego miesiąca można śmiało ocenić, że GPW w Warszawie była w czołówce najlepszych parkietów nie tylko w Europie, ale i na świecie. Pomogło odbicie notowań największych banków, po tym jak Senat zapowiedział poprawki do "feralnej" ustawy frankowej, które mają przywrócić jej pierwotny kształt, zakładający równy podział kosztów przewalutowania pomiędzy klientów i banki. Sierpień potwierdził po raz kolejny, że ryzyko polityczne nie opuści naszej giełdy aż do momentu rozstrzygnięcia październikowych wyborów parlamentarnych. Taka sytuacja nie stwarza sprzyjających warunków do rozpoczęcia jakiegoś zdecydowanego ruchu wzrostowego na warszawskiej giełdzie w najbliższych tygodniach.

**Wybrane opublikowane wskaźniki makro**

Data	Państwo	Wskaźnik	Okres	Aktualna	Prognoza	Poprzednia
03.08.2015	Chiny	Indeks PMI przemysłu (F)	Lip	47.8	48.3	49.9
03.08.2015	Polska	Indeks PMI przemysłu	Lip	54.5	54.6	54.3
03.08.2015	Wielka Brytania	Indeks PMI przemysłu	Lip	51.9	51.4	51.4
05.08.2015	Wielka Brytania	Indeks PMI usług	Lip	57.4	57.7	58.5
05.08.2015	Euroland	Sprzedaż detaliczna R/R	Cze	1.2%	0.4%	2.6%
06.08.2015	Wielka Brytania	Produkcja przemysłowa R/R	Cze	1.5%	2.4%	1.9%
07.08.2015	Niemcy	Produkcja przemysłowa R/R	Cze	0.6%	2.5%	2.4%
07.08.2015	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym M/M	Lip	215 tys.	221 tys.	231 tys.
07.08.2015	USA	Stopa bezrobocia	Lip	5.3%	5.5%	5.3%
08.08.2015	Chiny	Eksport	Lip	-8.3%		2.8%
08.08.2015	Chiny	Import	Lip	-8.1%		-6.1%
10.08.2015	Euroland	Indeks Sentix	Sie	18.4	16.5	18.5
11.08.2015	Euroland	ZEW Sentyment ekonomiczny	Sie	47.6		42.7
12.08.2015	Chiny	Produkcja przemysłowa R/R	Lip	6.0%	6.5%	6.8%
12.08.2015	Chiny	Sprzedaż detaliczna R/R	Lip	10.5%	10.6%	10.6%
12.08.2015	Wielka Brytania	Stopa bezrobocia	Cze	5.6%	5.6%	5.6%
12.08.2015	Euroland	Produkcja przemysłowa R/R	Cze	1.2%	1.5%	1.6%
13.08.2015	Polska	Inflacja CPI R/R	Lip	-0.7%	-0.8%	-0.8%
13.08.2015	Polska	Bilans obrotów bieżących	Cze	-0.85 mld		1.23 mld
13.08.2015	USA	Sprzedaż detaliczna R/R	Lip	2.4%		1.8%
14.08.2015	Euroland	Inflacja CPI R/R	Lip	0.2%	0.2%	0.2%
14.08.2015	Euroland	PKB R/R	II kwartał	1.2%	1.2%	1.0%
14.08.2015	USA	Produkcja przemysłowa R/R	Lip	1.3%		1.5%
17.08.2015	Japonia	PKB R/R (P)	II kwartał	-1.6%	0.2%	3.9%
17.08.2015	Euroland	Bilans handlu zagranicznego	Cze	21.9 mld	21.8 mld	21.3 mld
17.08.2015	USA	Indeks Produkcyjny Empire State	Sie	-14.9	4.0	3.9
18.08.2015	Wielka Brytania	Inflacja CPI R/R	Lip	0.1%	0.2%	0.0%
18.08.2015	Polska	Przeciętne wynagrodzenie R/R	Lip	3.3%		2.5%
19.08.2015	Polska	Produkcja przemysłowa R/R	Lip	3.8%		7.6%
19.08.2015	Polska	Sprzedaż detaliczna R/R	Lip	1.2%		3.8%
19.08.2015	USA	Inflacja CPI R/R	Lip	0.2%	0.2%	0.1%
20.08.2015	Wielka Brytania	Sprzedaż detaliczna R/R	Lip	4.2%	4.4%	4.2%
20.08.2015	USA	Indeks Fed z Filadelfii	Sie	8.3	6.7	5.7
21.08.2015	Japonia	Indeks PMI przemysłu (P)	Sie	51.9	50.5	51.2
21.08.2015	Chiny	Indeks PMI przemysłu (P)	Sie	47.1	47.7	47.8
21.08.2015	Niemcy	Indeks PMI przemysłu (P)	Sie	53.2	51.0	51.8
21.08.2015	Euroland	Indeks PMI przemysłu (P)	Sie	52.4	52.2	52.4
21.08.2015	Euroland	Indeks PMI usług (P)	Sie	54.3	53.8	54
25.08.2015	Niemcy	PKB R/R	II kwartał	1.6%	1.2%	1.1%
25.08.2015	Niemcy	IFO Indeks nastrojów w biznesie	Sie	108.3	107.7	108
25.08.2015	Polska	Stopa bezrobocia	Lip	10.1%		10.3%
25.08.2015	USA	Indeks S&P/Case-Shiller Composite 20 R/R	Cze	5.0%	5.2%	4.9%
25.08.2015	USA	Indeks Conference Board	Sie	101.5	93.2	91.0
26.08.2015	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku M/M	Lip	2.0%	0.1%	4.1%
27.08.2015	USA	Osób pobierających zasiłek dla bezrobotnych	15-sie	2269 tys.		2256 tys.
27.08.2015	USA	PKB R/R	II kwartał	2.7%	3.1%	2.9%
27.08.2015	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni	22-sie	271 tys.	275 tys.	277 tys.
28.08.2015	Japonia	Inflacja CPI R/R	Lip	0.2%	0.2%	0.4%
28.08.2015	Japonia	Wydatki gospodarstw domowych R/R	Lip	-0.2%	0.5%	-2.0%
28.08.2015	Japonia	Stopa bezrobocia	Lip	3.3%	3.4%	3.4%
28.08.2015	Japonia	Handel detaliczny R/R	Lip	1.6%	1.1%	1.0%
28.08.2015	Polska	PKB R/R (F)	II kwartał	3.6%		3.4%
28.08.2015	Wielka Brytania	PKB R/R	II kwartał	2.6%	2.7%	2.9%
28.08.2015	USA	Indeks zaufania konsum. Uniwersytetu Michigan	Sie	91.9	93.1	93.1
31.08.2015	Japonia	Produkcja przemysłowa R/R (P)	Lip	0.2%	0.9%	2.3%
31.08.2015	Niemcy	Sprzedaż detaliczna R/R	Lip	3.3%	1.6%	5.2%
31.08.2015	USA	Indeks Chicago PMI	Sie	54.4	54.6	54.7

## Zmiany cen spółek w branżach

		Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y
<b>Dobra konsumpcyjne pierwszej potrzeby</b>					
Polska	↓	-4.22%	-1.48%	6.14%	13.95%
USA	↓	-4.67%	-0.35%	-2.25%	6.33%
Europa	↓	-7.78%	-7.16%	-7.63%	7.55%
<b>Pozostałe dobra konsumpcyjne</b>					
Polska	↓	-2.64%	-5.28%	4.00%	12.20%
USA	↓	-5.42%	-5.97%	-6.64%	5.24%
Europa	↓	-8.78%	-9.98%	-6.83%	12.12%
<b>Paliwa</b>					
Polska	↓	-6.02%	-4.37%	-2.68%	-8.67%
USA	↓	-3.83%	-16.15%	-18.09%	-39.49%
Europa	↓	-9.60%	-13.39%	-11.18%	-26.58%
<b>Finanse</b>					
Polska	↓	-3.77%	-13.06%	-5.66%	-9.27%
USA	↓	-7.11%	-5.26%	-4.13%	-0.11%
Europa	↓	-6.95%	-5.53%	-6.78%	8.15%
<b>Ochrona zdrowia i farmaceutyki</b>					
Polska	↓	-2.52%	-6.52%	-2.02%	17.86%
USA	↓	-7.43%	-5.42%	-2.31%	13.08%
Europa	↓	-8.76%	-6.23%	-2.10%	15.61%
<b>Przemysł i budownictwo</b>					
Polska	↓	-3.02%	-9.35%	-5.28%	0.14%
USA	↓	-5.01%	-9.78%	-10.99%	-4.09%
Europa	↓	-6.95%	-8.98%	-6.80%	3.44%
<b>IT</b>					
Polska	↓	-4.07%	-9.05%	-4.59%	-3.18%
USA	↓	-5.38%	-9.06%	-8.17%	3.09%
Europa	↓	-10.26%	-15.56%	-8.97%	14.91%
<b>Materialy podstawowe</b>					
Polska	↓	-2.27%	-7.63%	-6.63%	1.16%
USA	↓	-5.07%	-9.99%	-10.64%	-12.14%
Europa	↓	-11.06%	-12.99%	-9.38%	6.85%
<b>Telekomunikacja</b>					
Polska	↓	-13.78%	-25.90%	-27.97%	-27.97%
USA	↓	-4.43%	-6.52%	-16.95%	-7.65%
Europa	↓	-8.92%	-5.93%	-6.90%	14.69%
<b>Spółki użyteczności publicznej</b>					
Polska	↓	-5.61%	-10.45%	-14.36%	-15.57%
USA	↓	-3.84%	-3.95%	-6.69%	-0.04%
Europa	↓	-7.43%	-10.82%	-9.34%	-5.78%

Źródło: Bloomberg; Liczby w tabeli oznaczają mediany zmian cen wybranych spółek w zadanym okresie. Podział na branże dokonany został według klasyfikacji GICS®. Oryginalne nazwy kolejnych kategorii: Consumer Staples, Consumer Discretionary, Energy, Financials, Health Care, Industrials, Information Technology, Materials, Telecommunication Services, Utilities.

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
**Ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp**  
**02-593 Warszawa Polska**

**Fax: +22 598 26 99    Tel. +22 598 26 00**

---

Wszelkie informacje zawarte w niniejszej publikacji mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią ani oferty, ani rekomendacji, ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumentach finansowych w niej przedstawionych. W szczególności informacje zawarte w tej publikacji nie stanowią oferty w rozumieniu Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny i nie są usługą doradztwa inwestycyjnego, finansowego, podatkowego, prawnego ani jakiegokolwiek innego.

Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Millennium Dom Maklerski S.A. świadczy usługi w rzecz powiązanego kapitałowo Banku Millennium S.A. Niniejszy raport został sporządzony przez Millennium Dom Maklerski S.A. na zlecenie Banku Millennium S.A.

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia.

Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Millennium Dom Maklerski S.A.

---

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym. Ryzyko wykorzystania informacji zamieszczonych w niniejszej publikacji, w szczególności w zakresie podejmowania na ich podstawie decyzji inwestycyjnych, ponosi wyłącznie jej odbiorca.

Transakcje finansowe wiążą się z ryzykiem, przedstawionym w "Opisie ryzyka związanego z instrumentami i produktami finansowymi dla osób fizycznych w Banku Millennium S.A.", dostępnym w placówkach i na stronie internetowej Banku [www.bankmillennium.pl](http://www.bankmillennium.pl). Każdy, kto nabywa instrument finansowy, przyjmuje i ponosi odpowiedzialność z tytułu zobowiązań podatkowych wynikających z obowiązujących przepisów. Mając na względzie powyższe ryzyka i okoliczności, klienci Banku powinni dysponować niezbędną wiedzą i doświadczeniem, aby ocenić charakter każdej rozważanej transakcji finansowej oraz związane z nią ryzyka. W razie jakichkolwiek wątpliwości klienci powinni skorzystać z usług doradcy podatkowego, prawnego lub inwestycyjnego. Bank przekaze wszelkie dodatkowe informacje, o które zasadnie wystąpi klient, aby umożliwić mu ocenę ryzyk oraz charakteru transakcji.

Rozpowszechnianie i dystrybucja niektórych instrumentów lub produktów finansowych oraz obrót nimi mogą być przedmiotem ograniczeń w odniesieniu do pewnych osób i państw, zgodnie z właściwym prawodawstwem. W gestii klienta leży wykazanie zdolności prawnej oraz uprawnień do inwestowania w dany instrument finansowy. Oferowanie instrumentów finansowych oraz obrót nimi mogą być dokonywane jedynie przy zachowaniu zgodności z właściwymi przepisami prawa.

Bank Millennium S.A.

---