

# Biuletyn inwestycyjny

październik 2015

## Najgorszy kwartał od 4 lat

Za nami najgorszy okres dla rynków finansowych od kilku lat. Gdy wydawało się, że po sierpniowym "trzęsieniu ziemi" nastąpi chwila oddechu, rynek zaskoczył kontynuacją przeceny, która przybrała wymiar globalny. Głównym wydarzeniem września była długo wyczekiwana decyzja władz FED dotycząca polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Pozostawienie stóp procentowych na obecnym poziomie było zgodne z oczekiwaniami większości ekonomistów, natomiast zaskakująca była reakcja rynku, do końca miesiąca przecena na rynkach akcji nasiliła się, przede wszystkim na skutek obaw o możliwość dłuższego spowolnienia gospodarczego na świecie. Decyzja władz centralnych wsparła za to notowania obligacji skarbowych, których ceny ochoczo ruszyły na północ.

### Indeksy polskie

			Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
WIG	49 825	↓	-2.3%	-6.6%	-7.9%	-9.2%	-3.1%
WIG20	2 066	↓	-3.7%	-10.8%	-13.8%	-17.4%	-10.8%
mWIG40	3 577	↓	-2.7%	-3.0%	-4.2%	-1.7%	2.7%
sWIG80	13 105	↓	-0.6%	1.6%	-2.5%	3.8%	8.2%

### Indeksy światowe

			Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
Dow Jones	16 285	↓	-2.2%	-7.6%	-8.4%	-4.4%	-9.4%
S&P500	1 920	↓	-3.5%	-6.9%	-7.2%	-2.6%	-7.7%
NASDAQ	4 620	↓	-4.3%	-7.4%	-5.7%	2.8%	-3.3%
DAX	9 660	↓	-6.2%	-11.7%	-19.3%	2.0%	-1.5%
FTSE100	6 062	↓	-3.0%	-7.0%	-10.5%	-8.5%	-7.4%
BUX	20 894	↓	-2.1%	-4.6%	6.1%	16.8%	25.6%
NIKKEI225	17 388	↓	-9.1%	-14.1%	-9.5%	7.5%	-0.4%
BOVESPA	45 059	↓	-4.4%	-15.1%	-11.9%	-16.7%	-9.9%
RTSI\$	0 790	↓	-4.8%	-16.0%	-10.3%	-29.7%	-0.1%
Hang Seng	20 846	↓	-3.5%	-20.6%	-16.3%	-9.1%	-11.3%
XU100	74 205	↓	-0.6%	-9.8%	-8.2%	-1.0%	-12.2%

### MSCI

			Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
Emerging Market	792.1	↓	-3.4%	-18.5%	-18.7%	-21.2%	-17.0%
BRIC	218.8	↓	-4.7%	-21.7%	-19.2%	-20.2%	-16.4%
World Index	1 581.9	↓	-4.6%	-8.9%	-9.1%	-6.9%	-8.1%

Źródło: Bloomberg, Dane na 30.09.2015 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)	5 093.0	↓	0.0%	-11.0%	-15.8%	-24.4%	-19.5%
Ropa (USD/bbl)	48.4	↓	-3.4%	-23.9%	-12.2%	-48.9%	-16.5%
Aluminium (USD/t)	1 573.0	↑	0.4%	-6.8%	-12.1%	-20.1%	-15.2%
Srebro (USD/uncje)	14.7	↑	1.5%	-6.7%	-11.7%	-14.4%	-7.2%
Złoto (USD/OZ)	1 115.0	↓	-1.8%	-5.0%	-5.8%	-7.8%	-7.4%

**Waluty**

			Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y	Zmiana YTD
USD/PLN	3.80	↑	0.8%	1.1%	0.0%	14.7%	7.8%
EUR/PLN	4.25	↑	0.7%	1.4%	4.2%	1.5%	-0.8%
EUR/USD	1.12	↓	0.0%	0.3%	4.2%	-11.5%	-8.0%

Źródło: Bloomberg, Dane na 30.09.2015 r.

## Rynki zagraniczne

Po raz kolejny wrzesień był miesiącem, kiedy cała uwaga inwestorów była skierowana na władze centralne. Tym razem w centrum uwagi znalazło się posiedzenie amerykańskiego komitetu FOMC, które miało zdecydować o poziomie stóp procentowych za oceanem. Po silnym załamaniu się większości globalnych indeksów giełdowych w sierpniu, zdecydowana większość analityków spodziewała się odsunięcia procesu normalizacji polityki pieniężnej co najmniej do końca roku. Jak się później okazało prognozy te były słuszne. Główna stopa procentowa pozostała na historycznie niskim poziomie 0-0.25%. Od samej decyzji dużo bardziej istotny był wydźwięk komunikatu podczas późniejszej konferencji, który odebrano jako zaskakująco łagodny w tonie. Szczególnie dużo uwagi poświęcono niesprzyjającemu otoczeniu zewnętrznemu, które odwoływało się do spowolnienia wzrostu gospodarczego na rynkach wschodzących, w tym przede wszystkim w Chinach. Był to jeden z kluczowych argumentów za tym, aby pozostawić stopy na obecnym poziomie. Jeśli chodzi o stan amerykańskiej gospodarki, to wciąż znajduje się ona w fazie dość wyraźnego ożywienia, które w opinii większości członków komitetu uzasadnia rozpoczęcie procesu zacieśniania polityki pieniężnej. Przy okazji samej decyzji dotyczącej stóp procentowych, dokonano także rewizji w dół prognoz dotyczących poziomu inflacji i wzrostu gospodarczego. Obniżce uległa także mediana spodziewanego przez członków FOMC docelowego poziomu stóp procentowych oraz przedziałów kształtowania się ich w najbliższych latach. Kolejne posiedzenie władz odbędzie się już pod koniec października, jednak podwyżka przy tej okazji wydaje się mało prawdopodobna. Dużo bardziej ważniejsze będzie posiedzenie grudniowe, do czasu którego poznamy garść kluczowych danych makro mogących wpłynąć na zmianę dotychczasowego nastawienia. Wydawać by się mogło, że decyzja o pozostawieniu bez zmian głównej stopy procentowej przyczyni się do odbicia na rynku akcji, jednak górę w tym przypadku po raz kolejny wzięły obawy o trwałość globalnego ożywienia gospodarczego i na giełdach zagościły ponownie dość pokaźne spadki.

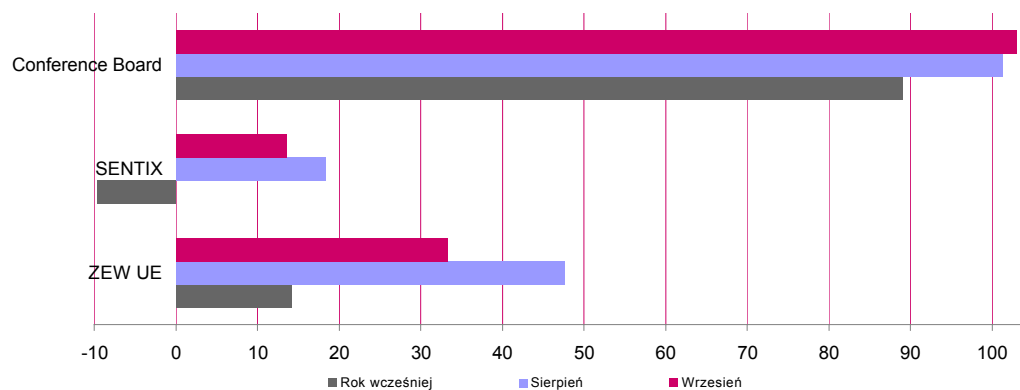
**Indeksy - wybrane wskaźniki**

	C/Z 2015	C/Z 2016	C/WK	DY 2015	DY 2016
S&P500	16.7	15.2	2.7	2.2	2.3
NASDAQ	20.6	17.9	3.4	1.2	1.3
DAX	12.4	11.7	1.5	3.2	3.5
FTSE100	15.8	14.6	1.8	4.1	4.3
NIKKEI225	17.3	15.8	1.6	1.7	1.9
BOVESPA	13.5	10.6	1.2	4.6	4.6
RTSI\$	6.2	5.6	0.6	4.5	5.1
Hang Seng	11.2	10.5	1.2	3.5	3.8
XU100	10.5	8.9	1.3	3.0	3.3
WIG	12.1	12.2	1.2	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 Księgowa (mniejszy=bardziej atrakcyjna wycena); DY - wskaźnik Dividend Yield na koniec danego okresu (większy=lepszy)

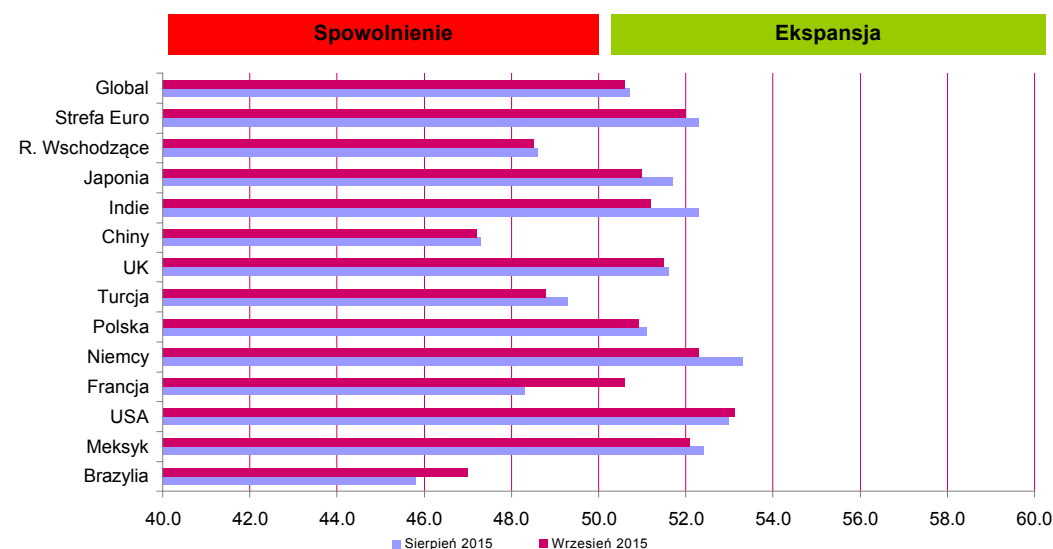
Rynek uspokoiło dopiero wystąpienie szefowej FED, Janet Yellen, która podtrzymała gotowość do podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku. Uwaga podczas przemówienia była skierowana przede wszystkim na cenach oraz miejscach pracy, praktycznie nie poruszając tematu zmienności rynków finansowych. Po raz kolejny szefowa FED potwierdziła jakoby inflacja miała w ciągu kolejnych kilku lat powrócić do docelowych poziomów.

### Wskaźniki obrazujące sentyment w gospodarce



Zródło: Bloomberg

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



Zródło: Bloomberg

O ile dane z USA nie dały jednoznacznej odpowiedzi co do kształtu przyszłej polityki pieniężnej, o tyle wrześniowe posiedzenie EBC potwierdziło oczekiwania na dłuższe niż jeszcze niedawno sądzono luzowanie polityki pieniężnej w strefie euro. Dodatkowo poszerzono dopuszczalny udział EBC w poszczególnych seriach obligacji kupowanych w ramach europejskiego QE z 25% do 33%, jak również zapowiedziano utrzymanie gotowości do dalszych działań mających na celu wspieranie gospodarki. Posiedzenie EBC przyniosło dużo optymizmu na rynkach finansowych, silne wzrosty obserwowano na większości europejskich rynku akcji. Jednak optymizm szybko się wyczerpał, a wszystko za sprawą skandalu jaki wybuchł po ujawnieniu informacji o podawaniu przez Volkswagena nieprawdziwych danych emisji spalin silników diesla montowanych w samochodach całej grupy VW. Zarówno VW jak i należące do tej samej grupy Porsche spadły o blisko 30% tylko w ciągu dwóch dni ciągnąc za sobą mocno motoryzacyjny DAXa oraz inne spółki sektora.

Kolejny nieudany miesiąc mają za sobą rynki wschodzące, notowaniom dalej ciężą obawy o utrzymanie tempa wzrostu gospodarczego oraz spadające w ślad za tym ceny surowców, w tym przede wszystkim ropy oraz miedzi. O ile spadki we wrześniu lekko wyhamowały, najmniej straciły giełdy rynków z Europy Środkowo-Wschodniej (ok. 2-3% m/m), to niestety wciąż z dołka nie mogą wyjść notowania głównych indeksów w Chinach czy Brazylii. Szczególnie w przypadku Brazylii sytuacja nie wygląda zbyt optymistycznie. Prognozy mocnego skurczenia się PKB w tym kraju, niestabilność polityczna oraz mocne spadki cen kluczowych surowców, takich jak ruda żelaza, kawa, czy cukier wywołały odwrót inwestorów z tamtejszego rynku.

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

Kraj	Obligacje	Aktualna	1M	3M	12M
Polska	10-letnie	2.84	2.91	3.31	3.05
Węgry	10-letnie	3.28	3.67	3.88	4.63
Czechy	10-letnie	0.66	0.89	1.26	1.18
Turcja	10-letnie	10.74	10.01	9.15	9.71
Włochy	10-letnie	1.73	1.92	2.33	2.33
Hiszpania	10-letnie	1.89	2.06	2.30	2.14
Niemcy	10-letnie	0.59	0.74	0.76	0.95
Japonia	10-letnie	0.33	0.36	0.48	0.53
USA	10-letnie	2.06	2.15	2.42	2.39

Źródło: Bloomberg, dane na 30.09.2015; rentowność aktualna, rentowność odpowiednio miesiąc, trzy i dwanaście miesięcy wcześniej

## Rynek polski

Wrzesień w Polsce był kontynuacją sierpniowej globalnej fali spadkowej, choć w perspektywie całego zakończonego III kw. sytuacja nie wygląda aż tak źle. Oczywiście nie uniknęliśmy dość pokaźnych spadków, jednak biorąc pod uwagę szczególnie niekorzystne otoczenie do rynków akcji, można powiedzieć, że nareszcie polska giełda zachowuje się lepiej niż większość globalnych parkietów. Po raz kolejny powody do zadowolenia mają posiadacze akcji mniejszych spółek, które nadzwyczaj dobrze radzą sobie na tak trudnym rynku, we wrześniu obrazując sytuację w tym sektorze indeks sWIG80 stracił zaledwie 0.6%, podczas gdy grupujący największe podmioty indeks WIG20 został przeceniony o prawie 4%. Do łask inwestorów powróciły we wrześniu polskie obligacje skarbowe, którym pomogła decyzja władz centralnych w USA o wstrzymaniu procesu podwyżek stóp procentowych co najmniej do końca roku.

#### 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%

Źródło: Bloomberg, Dane na 30.09.2015 r.

Giełda w Warszawie dalej pozostaje pod wpływem toczącej się kampanii wyborczej przed zaplanowanymi na 25 października wyborami parlamentarnymi. Trwający festiwal obietnic oraz pojawiające się co chwilę nowe pomysły gospodarcze co jakiś czas wywołują silniejsze reakcje głównego indeksu giełdowego. We wrześniu dotyczyły one głównie podatku od kopalni, który jak zapowiada PiS, ma zostać zniesiony po ewentualnej wygranej tego ugrupowania. Informacja ta wywołała silne odbicie notowań KGHM. We wrześniu rząd przyjął wstępny projekt budżetu na rok 2016, który zakłada wzrost potrzeb pożyczkowych do rekordowo wysokiego poziomu 180 mld PLN. Projekt zakłada deficyt budżetowy na poziomie 54.62 mld PLN (46 mld na 2015) przy założonym wzroście wydatków o 2.4%. Jednocześnie potrzeby pożyczkowe netto miałyby wynieść 73.7 mld PLN wobec 58 mld PLN w 2015 roku. Według projektu 47.6 mld PLN z tej kwoty sfinansowane zostanie na rynku krajowym, natomiast 26.1 mld PLN na rynkach zagranicznych.

Słabsze dane napłynęły ponownie z realnej gospodarki. Sprzedaż detaliczna spadła w sierpniu 0.3% rok do roku, podczas gdy oczekiwano wzrostu o 1.3%. Z kolei produkcja przemysłowa rosła, ale słabiej niż prognozowano (5.3% wobec oczekiwań na poziomie 6.1%). Po raz kolejny spadały w Polsce ceny. We wrześniu skurczyły się o 0.8% rok do roku.

**Wybrane opublikowane wskaźniki makro**

Data	Państwo	Wskaźnik	Okres	Aktualna	Prognoza	Poprzednia
01.09.2015	Chiny	Indeks PMI usług	Sierpień	51.5		53.8
01.09.2015	Polska	Indeks PMI przemysłu	Sierpień	51.1	54.1	54.5
01.09.2015	Wielka Brytania	Indeks PMI przemysłu	Sierpień	51.5	52.1	51.9
01.09.2015	Euroland	Stopa bezrobocia	Sierpień	10.9%	11.1%	11.1%
01.09.2015	USA	Indeks ISM przemysłu	Sierpień	51.1	53.0	52.7
03.09.2015	Euroland	Sprzedaż detaliczna R/R	Lipiec	2.7%	2.1%	1.7%
03.09.2015	USA	Indeks ISM dla branż poza przemysłowych	Sierpień	59.0	57.8	60.3
04.09.2015	Niemcy	Zamówienia w przemyśle R/R	Lipiec	-0.7%	1.2%	6.8%
04.09.2015	USA	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym M/M	Sierpień	173 tys.	220 tys.	245 tys.
04.09.2015	USA	Stopa bezrobocia	Sierpień	5.1%	5.2%	5.3%
07.09.2015	Niemcy	Produkcja przemysłowa R/R	Lipiec	0.4%	0.9%	1.0%
07.09.2015	Euroland	Indeks Sentix	Wrzesień	13.6	16.3	18.4
08.09.2015	Chiny	Eksport	Sierpień	-5.5%	-8.5%	-8.3%
08.09.2015	Chiny	Import	Sierpień	-13.8%	-7.5%	-8.1%
08.09.2015	Euroland	PKB R/R	II kwartał	1.5%	1.2%	1.0%
09.09.2015	Wielka Brytania	Produkcja przemysłowa R/R	Lipiec	0.8%	1.4%	1.5%
10.09.2015	USA	Eksport R/R	Sierpień	-7.0%		-6.1%
13.09.2015	Chiny	Produkcja przemysłowa R/R	Sierpień	6.1%	6.2%	6.0%
13.09.2015	Chiny	Sprzedaż detaliczna R/R	Sierpień	10.8%	10.6%	10.5%
14.09.2015	Euroland	Produkcja przemysłowa R/R	Lipiec	1.9%	0.6%	1.5%
15.09.2015	Wielka Brytania	Inflacja CPI M/M	Sierpień	0.2%	0.2%	-0.2%
15.09.2015	Euroland	ZEW Bieżąca sytuacja	Wrzesień	-9.7		-10.3
15.09.2015	Euroland	ZEW Sentyment ekonomiczny	Wrzesień	33.3		47.6
15.09.2015	Polska	Inflacja CPI R/R	Sierpień	-0.6%	-0.7%	-0.7%
15.09.2015	USA	Sprzedaż detaliczna R/R	Sierpień	2.2%		2.6%
15.09.2015	USA	Produkcja przemysłowa R/R	Sierpień	0.9%		1.3%
16.09.2015	Wielka Brytania	Stopa bezrobocia	Lipiec	5.5%	5.6%	5.6%
16.09.2015	Euroland	Inflacja CPI R/R	Sierpień	0.1%	0.2%	0.2%
16.09.2015	USA	Inflacja CPI R/R	Sierpień	0.2%	0.3%	0.2%
17.09.2015	Wielka Brytania	Sprzedaż detaliczna R/R	Sierpień	3.7%	3.6%	4.1%
17.09.2015	Polska	Produkcja przemysłowa R/R	Sierpień	5.3%	6.1%	3.8%
17.09.2015	Polska	Inflacja PPI R/R	Sierpień	-2.7%	-2.2%	-1.7%
17.09.2015	Polska	Sprzedaż detaliczna R/R	Sierpień	-0.3%	1.3%	1.2%
17.09.2015	USA	Indeks Fed z Filadelfii	Wrzesień	-6.0	5.4	8.3
22.09.2015	USA	Indeks Fed z Richmond	Wrzesień	-5.0	1.7	0.0
23.09.2015	Chiny	Indeks PMI przemysłu (P)	Wrzesień	47.0	47.9	47.3
23.09.2015	Niemcy	Indeks PMI przemysłu (P)	Wrzesień	52.5	52.7	53.3
23.09.2015	Niemcy	Indeks PMI usług (P)	Wrzesień	54.3	54.6	54.9
23.09.2015	Euroland	Indeks PMI przemysłu (P)	Wrzesień	52.0	52.0	52.3
23.09.2015	Euroland	Indeks PMI usług (P)	Wrzesień	54.0	54.1	54.4
24.09.2015	Niemcy	IFO Indeks nastrojów w biznesie	Wrzesień	108.5	107.8	108.3
24.09.2015	USA	Osób pobierających zasiłek dla bezrobotnych	12 wrz	2242 tys.	2225 tys.	2243 tys.
24.09.2015	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku M/M	Sierpień	-2.0%	-2.7%	1.9%
24.09.2015	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni	19 wrz	267 tys.	269 tys.	264 tys.
25.09.2015	USA	PKB K/K	II kwartał	3.9%	3.7%	0.6%
25.09.2015	USA	Indeks zaufania konsum. Uniwersytetu Michigan	Wrzesień	87.2	86.6	91.9
29.09.2015	USA	Indeks S&P/Case-Shiller Composite 20 R/R	Lipiec	5.0%	5.1%	5.0%
29.09.2015	USA	Indeks Conference Board	Wrzesień	103.0	97.0	101.3
30.09.2015	Niemcy	Sprzedaż detaliczna R/R	Sierpień	2.5%	3.1%	3.8%
30.09.2015	Niemcy	Stopa bezrobocia	Sierpień	4.5%	5.3%	4.6%
30.09.2015	Wielka Brytania	PKB R/R	II kwartał	2.4%	2.6%	2.7%
30.09.2015	Euroland	Stopa bezrobocia	Sierpień	11.0%	10.9%	11.0%
30.09.2015	USA	Indeks Chicago PMI	Wrzesień	48.7	53.6	54.4

## Zmiany cen spółek w branżach

		Zmiana 1M	Zmiana 3M	Zmiana 6M	Zmiana 1Y
<b>Dobra konsumpcyjne pierwszej potrzeby</b>					
Polska	↓	-1.80%	-3.52%	-1.34%	10.73%
USA	↑	2.30%	-0.04%	-0.67%	11.08%
Europa	↑	3.82%	-0.47%	-4.48%	11.02%
<b>Pozostałe dobra konsumpcyjne</b>					
Polska	↓	-0.79%	-1.03%	-1.98%	4.65%
USA	↓	-0.64%	-8.36%	-9.47%	6.54%
Europa	↑	1.22%	-6.75%	-7.81%	16.90%
<b>Paliwa</b>					
Polska	↓	-2.53%	-0.88%	-2.66%	-8.16%
USA	↓	-6.05%	-19.40%	-24.80%	-35.28%
Europa	↓	-3.35%	-14.03%	-15.33%	-23.99%
<b>Finanse</b>					
Polska	↓	-2.33%	-9.15%	-11.75%	-10.45%
USA	↑	0.61%	-8.05%	-7.50%	0.40%
Europa	↓	-0.42%	-5.76%	-9.29%	7.35%
<b>Ochrona zdrowia i farmaceutyki</b>					
Polska	↓	-1.38%	-5.67%	-9.78%	6.32%
USA	↓	-4.36%	-12.67%	-8.67%	5.70%
Europa	↑	1.01%	1.10%	-3.33%	12.30%
<b>Przemysł i budownictwo</b>					
Polska	↓	-1.96%	-5.18%	-6.94%	-4.72%
USA	↓	-0.23%	-10.02%	-13.32%	-4.10%
Europa	↓	-2.20%	-7.84%	-10.57%	5.45%
<b>IT</b>					
Polska	↑	0.41%	-2.90%	-4.18%	-2.69%
USA	↑	1.70%	-6.45%	-6.39%	4.20%
Europa	↑	0.20%	-7.17%	-7.35%	15.39%
<b>Materialy podstawowe</b>					
Polska	↓	-1.32%	-3.97%	-7.47%	-2.91%
USA	↓	-3.85%	-15.78%	-15.72%	-18.13%
Europa	↓	-3.97%	-14.30%	-15.75%	5.76%
<b>Telekomunikacja</b>					
Polska	↑	0.36%	-12.75%	-25.83%	-32.62%
USA	↓	-3.75%	-8.83%	-19.57%	-12.85%
Europa	↓	-2.39%	-8.25%	-8.91%	10.86%
<b>Spółki użyteczności publicznej</b>					
Polska	↓	-5.83%	-10.98%	-18.40%	-17.91%
USA	↑	6.67%	6.09%	-0.62%	8.08%
Europa	↑	1.60%	-4.07%	-3.40%	-0.85%

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. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka, jednak nie rzadziej niż raz na trzy miesiące.

Millennium Dom Maklerski S.A. świadczy usługi na 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.

---