



Nasze obecne nastawienie do klas aktywów

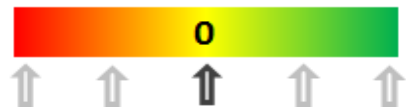
Rynek akcji

W skali od -2 do +2, gdzie -2 oznacza skrajny pesymizm, a +2 skrajny optymizm, nasza obecna ocena perspektyw rynku akcji wynosi +1 (czyli jesteśmy nastawieni umiarkowanie pozytywnie).



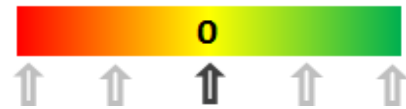
Rynek długu

W odniesieniu do rynku długu, nasze nastawienie definiujemy określając preferowany czas trwania portfela (duration). Obecnie, preferujemy instrumenty o duration od 3,0 do 5,0 lat.



Polski złoty

W skali od -2 do +2, gdzie -2 oznacza skrajny pesymizm, a +2 skrajny optymizm, nasze obecne nastawienie do polskiego złotego wynosi 0 (czyli jesteśmy nastawieni neutralnie).



Najważniejsze informacje w skrócie

Miniony tydzień zakończył się w stylu, który znamy do którego zdążyliśmy się przyzwyczaić. WIG20 zyskał 0,6%, mWIG40 stracił 0,2% a sWIG80 stracił aż 1%. Spadające kursy tzw. misiów względem dużych jest trendem obecnym na rynku od wielu tygodni. Jest to przyczyną m.in. wzrostu kosztów pracowniczych oraz słabszego EUR co odbija się na wynikach mniejszych firm.

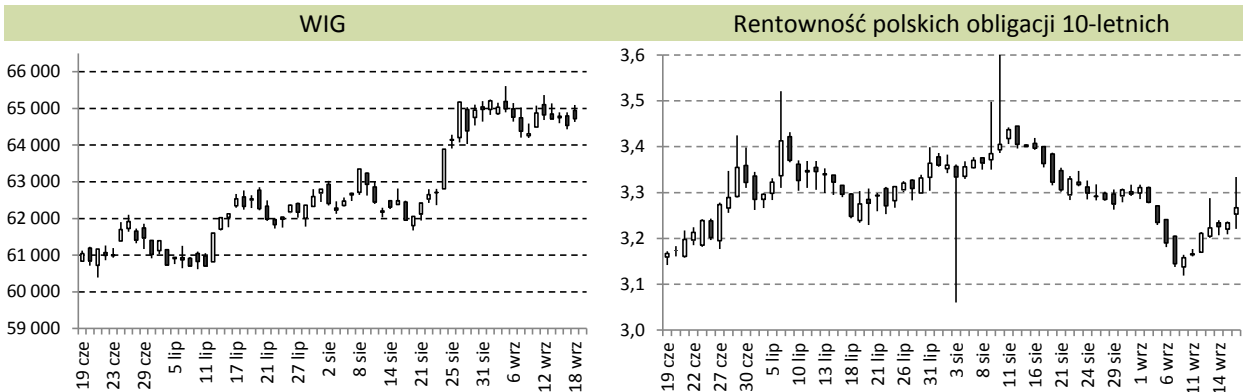
W minionym tygodniu poznaliśmy sierpniowe dane na temat aktywów polskich TFI. Podobnie jak przed miesiącem, największy nominalny przyrost aktywów dotyczył funduszy gotówkowych i pieniężnych (+0,9 mld PLN), a wśród nich najstotniejszy wzrost aktywów dotyczył funduszu SKARBIEC-KASA (+69,04% do 397,3 mln PLN) oraz UniAktywny Pieniężny (+22,3% do 193,4 mln PLN).

Miniony tydzień rozpoczął się od ostatecznych danych o inflacji w Polsce w sierpniu. Rok do roku ceny wzrosły o 1,8% (+0,1 pp. m/m). Inflacja bazowa wyniosła 0,7% r/r, -0,2% m/m. Odczyty były zgodne z konsensusem rynkowym i wcześniejszymi odczytami flash, w związku z tym nie wpłynęły istotnie na polski rynek kapitałowy i notowania złotego.

Indeksy - Europa				Indeksy - świat			
Kraj	Indeks	Poziom	1W	Kraj	Indeks	Poziom	1W
POL	WIG	64566,76	-0,48%	USA	DJIA	22348,10	1,32%
POL	WIG20	2501,75	-0,47%	USA	S&P 500	2506,71	0,75%
POL	mWIG40	4888,01	-0,16%	USA	NASDAQ	6006,10	0,43%
POL	sWIG80	15166,34	-0,65%	BRA	Bovespa	76288,65	2,65%
HUN	BUX	38471,07	1,52%	MEX	IPC	50172,46	-0,37%
GER	DAX	12565,85	0,73%	CHN	SHComp	3362,86	-0,40%
FRA	CAC 40	5226,01	0,95%	CHN	HSI	28159,77	0,73%
GBR	FTSE 100	7245,91	-2,26%	JPN	Nikkei 225	19909,50	3,29%
EU	Stoxx Europe 50	3526,81	0,90%	KOR	KOSPI	2418,21	2,51%
POL	Rent. obl. 2 l	1,76	3,84%	IND	SENSEX	32423,76	1,70%
POL	Rent. obl. 5 l	2,62	4,06%	TUR	ISE 100	106745,80	-2,48%
POL	Rent. obl. 10 l	3,27	3,19%	RUS	RTS	1117,47	-0,82%



Rynek finansowy - Polska i świat



Miniony tydzień zakończył się w stylu, który znamy do którego zdążyliśmy się przyzwyczać. WIG20 zyskał 0,6%, mWIG40 stracił 0,2% a sWIG80 stracił aż 1%. Spadające kursy tzw. misiów względem dużych jest trendem obecnym na rynku od wielu tygodni. Jest to przyczyną m.in. wzrostu kosztów pracowniczych oraz słabszego EUR co odbija się na wynikach mniejszych firm. Duże natomiast korzystają z pozytywnego sentymentu inwestorów zagranicznych do rynków wschodzących. W zeszły tygodniu istotnie wyróżnił się kurs CD Projektu, który przebił ważną granicę 100PLN za akcję oraz osiągnął kapitalizację 10mld PLN.

Zagraniczne parkiety wykazywały większy optymizm w zeszłym tygodniu. S&P500 wzrósł o 1,6% (kończąc tydzień przebijając psychologiczny poziom 2500 punktów), NASDAQ o 1,4% a DJI o 2,2%. Słabe odczyty „twardych danych” (negatywne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej) najwidoczniej nie przeszkadzają kursom amerykańskich akcji piąć się do góry oraz nie naruszają pozytywnego sentymentu („miękkich danych” np. PMI). Rynkom nie przeszkadzają również dalsze napięcia na linii USA – Korea Północna. FTSE250 stracił natomiast 1,2%, co mogło być związane z zapowiedziami Banku Anglii dotyczącymi zacieśnienia polityki monetarnej.

Zeszło tygodniowe sesje były udane na kontynentalnych parkietach. CAC40 urosł o 2% a DAX o 1,8%. Indeksy francuskie i niemieckie istotnie odbijają po paru miesiącach gorszego zachowania związanego z umocnieniem się europejskiej waluty.

Negatywne dane za 2 kw. zaraportowały: Wielton, AB, AmRest oraz Forte.

W tym tygodniu wyniki publikują m.in.: Selena FM, Newag (poniedziałek), Auto Partner, Orzeł Biały (wtorek), JW Construction, Get Back (środa), 11BIT, BOŚ Bank, Krynicki Recykling (czwartek).

Informacja o funduszach

W minionym tygodniu poznaliśmy sierpniowe dane na temat aktywów polskich TFI. Podobnie jak przed miesiącem, największy nominalny przyrost aktywów dotyczył funduszy gotówkowych i pieniężnych (+0,9 mld PLN), a wśród nich najistotniejszy wzrost aktywów dotyczył funduszu SKARBIEC-KASA (+69,04% do 397,3 mln PLN) oraz UniAktywny Pieniężny (+22,3% do 193,4 mln PLN). Jeżeli chodzi o fundusze dłużne to nominalnie aktywa tego segmentu wzrosły o 651 mln PLN, z czego najwięcej zyskały Aviva Investor Lokacyjny (+15,49% do 264,8 mln PLN), KBC Obligacji Korporacyjnych (+11,17% do 106,5 mln PLN) oraz BGZ BNP Paribas Obligacji (+9,47% do 209,4 mln PLN).

Mniejsze wzrosty aktywów zanotowały fundusze akcji i mieszane. Wśród obu tych grup największy wzrost aktywów zanotowały fundusze Aviva Oszczędnościowy (+22,97% do 342,1 mln PLN) i UniAkcje: Nowa Europa (+15,1% do 51,9 mln PLN). Jeżeli chodzi o wyniki funduszy to miniony tydzień najlepszy był dla instrumentów inwestujących w akcje zagraniczne. Nie jest to zaskoczenie biorąc pod uwagę sytuację walutową i osłabienie polskiego złotego. Najlepszy wynik uzyskał BPH Akcji Globalny (+3,15%). Wśród funduszy akcji polskich na uwagę zasługują lepsze wyniki funduszy małych i średnich spółek. Zarówno wśród instrumentów opierających się na akcjach jak i rozwiązaniach mieszanych najlepiej na rynku poradziły sobie fundusze Investors TFi – Investor Akcji (+1,99%) i Investor Zrównoważony (+1,55%).

W segmencie dłużnym i pieniężnym miniony tydzień zakończył się pod kreską – pierwsze z nich straciły -0,08% a drugie -0,03%. Istotnie straciły jednak tylko fundusze denominowane w walutach obcych i to one odpowiadają za tka słaby wynik tego segmentu. Najlepszymi instrumentami w tych segmentach w zeszłym tygodniu okazały się: Skarbiec Depozytowy (+0,14%) i KBC Gamma (+0,06%).



Sytuacja makroekonomiczna - Polska i świat

Miniony tydzień rozpoczął się od ostatecznych danych o inflacji w Polsce w sierpniu. Rok do roku ceny wzrosły o 1,8% (+0,1 pp. m/m). Inflacja bazowa wyniosła 0,7% r/r, -0,2% m/m. Odczyty były zgodne z konsensusem rynkowym i wcześniejszymi odczytami flash, w związku z tym nie wpłynęły istotnie na polski rynek kapitałowy i notowania złotego. Znacznie bardziej wrażliwie polski rynek zareagował na informacje o wszczęciu drugiego etapu procedury w sprawie polskich sądów przez Komisję Europejską, co spowodowało aprecjację kursu złotego w minioną środę.

Z niepublikowanych wcześniej danych makroekonomicznych - polski bilans handlowy odnotował w lipcu deficyt w wysokości 547 mln EUR wobec ujemnego salda 227 mln EUR w czerwcu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, pogorszenie rachunków zewnętrznych wynikało głównie z przyspieszenia importu, w momencie gdy wolumeny eksportu rosły dalej w stabilnym tempie. W obliczu silnie ujemnego bilansu handlowego, również cały rachunek obrotów bieżących wykazał w lipcu deficyt w wysokości 878 mln EUR, pomimo lekkiej poprawy salda na rachunkach dochodów oraz transferów.

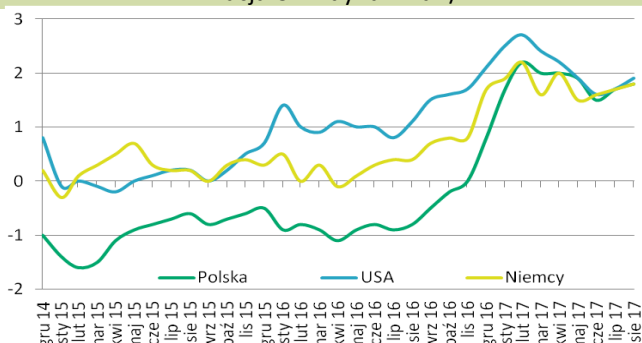
Prognozujemy, że w nadchodzących miesiącach tempo wzrostu importu będzie w dalszym ciągu przekraczało dynamikę eksportu, co powinno sprzyjać utrzymaniu się ujemnego salda zarówno bilansu handlowego, jak i rachunku obrotów bieżących. Spodziewamy się także negatywnej kontrybucji eksportu netto do wzrostu PKB w II połowie roku.

Jeżeli chodzi o dane zagraniczne to dynamika inflacji CPI w USA przyspieszyła w sierpniu do 1,9% r/r z 1,7% r/r w lipcu, głównie z uwagi na droższe paliwa i wyższe koszty energii. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wskaźnik inflacji bazowej ustabilizował się natomiast na poziomie 1,7% r/r w poprzednim miesiącu. Z uwagi na wciąż umiarkowaną presję płacową i niższą prognozowaną ścieżkę cen ropy naftowej nie spodziewamy się zauważalnego przyspieszenia inflacji CPI w USA w perspektywie najbliższych miesięcy. Wraz z niepewnością związaną z tematem reformy fiskalnej w USA, powinno to tym samym przełożyć się na pauzę w cyklu podwyżek stóp procentowych przez Rezerwę Federalną. Oczekujemy utrzymania niezmiennych stóp procentowych do marca 2018, a zarazem łącznie trzech podwyżek po 25pb każda w przyszłym roku. Po zeszlotygodniowym bardzo mocnym wzroście lekko spadała liczba nowozarejestrowanych bezrobotnych w USA, obecny poziom 284 tys. Osób był istotnie niższy od oczekiwań analityków, którzy prognozowali wzrost powyżej 300 tys.

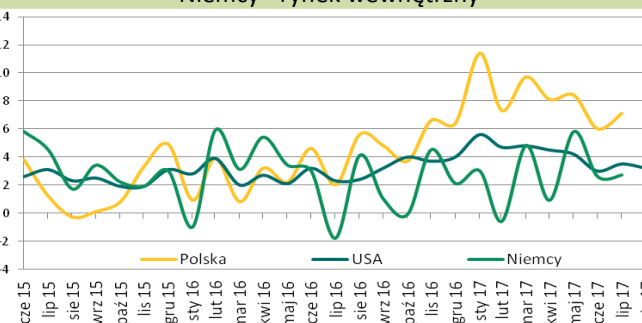
Dodatkowo w piątek Amerykanie podali również informacje o sprzedaży detalicznej – wskaźnik ten spadł do poziomu 3,2% r/r, najniższego odczytu w ciągu ostatnich 12 miesięcy. Spadek spowodowany jest efektem bazy – gospodarka amerykańska wchodzi w okres bardzo dobrych odczytów na temat sprzedaży detalicznej minionych 12 m-cy, które będą wywierać negatywną presję na aktualny stan wskaźników. Podobnie jak sprzedaż spadała również dynamika produkcji przemysłowej. W tym przypadku efekt bazy jest niższy (lepsze odczyty zaczynają się dopiero w grudniu). W naszej ocenie wynik ten spowodowany jest negatywnym wpływem huraganu Harvey na amerykański przemysł rafineryjny i najprawdopodobniej ma charakter przejściowy.

Dane na temat inflacji CPI podał urząd statystyczny w UK. Rok do roku inflacja wyniosła 2,9% vs. konsensus 2,8% i 2,6% miesiąc wcześniej. Wzrost inflacji w UK wynikał przede wszystkim ze wzrostu inflacji bazowej, która wyniosła 2,7% vs. konsensus 2,55% i 2,5% miesiąc wcześniej.

Inflacja CPI - dynamika r/r



Niemcy - rynek wewnętrzny





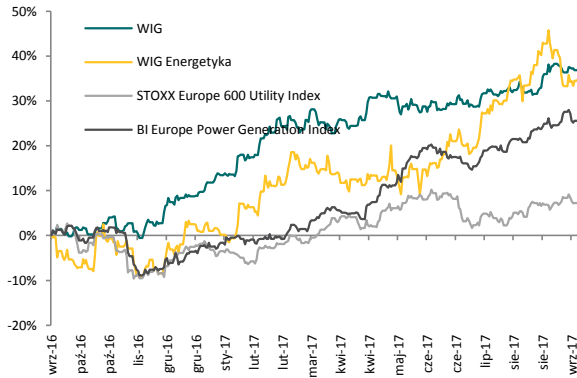
Wydarzenia, na które warto zwrócić uwagę w nadchodzącym tygodniu

Data	Region	Dane	Okres	Oczekiwania	Poprzedni odczyt	Odczyt
18-wrz	Eurostrefa	CPI m/m	Sierpień	--	-0,50%	--
18-wrz	Eurostrefa	CPI r/r	Sierpień	--	1,30%	--
18-wrz	Eurostrefa	Inflacja bazowa r/r	Sierpień	--	1,20%	--
18-wrz	Polska	Zatrudnienie m/m	Sierpień	0,10%	0,30%	--
18-wrz	Polska	Zatrudnienie r/r	Sierpień	4,60%	4,50%	--
19-wrz	Eurostrefa	Rachunek obrotów bieżących	Lipiec	--	28.1b	--
19-wrz	Eurostrefa	Indeks nastrojów ZEW pkt.	Wrzesień	--	29,3	--
19-wrz	Niemcy	Indeks nastrojów ZEW pkt.	Wrzesień	--	10	--
19-wrz	Polska	Produkcja przemysłowa m/m	Sierpień	3,20%	-8,50%	--
19-wrz	Polska	Produkcja przemysłowa r/r	Sierpień	5,90%	6,20%	--
19-wrz	Polska	PPI m/m	Sierpień	0,40%	0,30%	--
19-wrz	Polska	PPI r/r	Sierpień	2,90%	2,20%	--
19-wrz	Polska	Sprzedaż detaliczna m/m	Sierpień	0,70%	0,60%	--
19-wrz	Polska	Sprzedaż detaliczna r/r	Sierpień	7,10%	7,10%	--
19-wrz	USA	Rachunek obrotów bieżących	Sierpień	-\$112.4b	-\$116.8b	--
20-wrz	Niemcy	PPI m/m	Wrzesień	--	0,20%	--

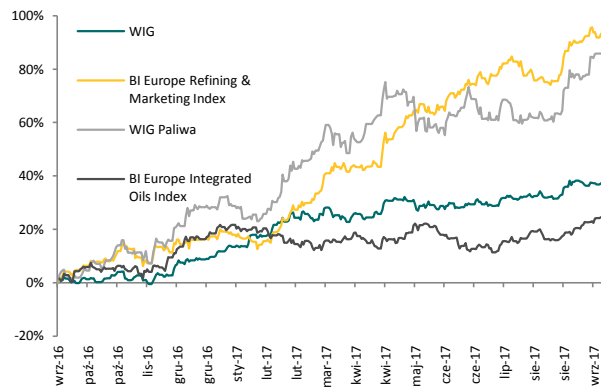


Wykresy branżowe (znormalizowane)

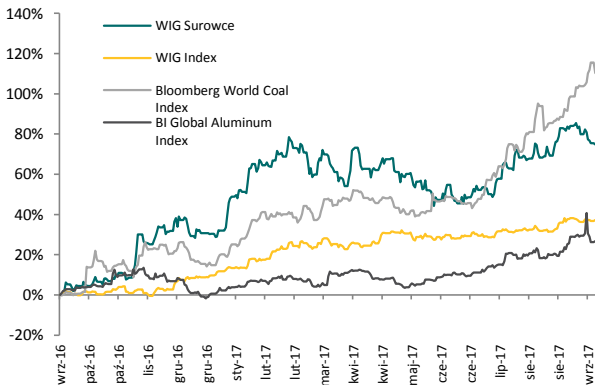
Energetyka



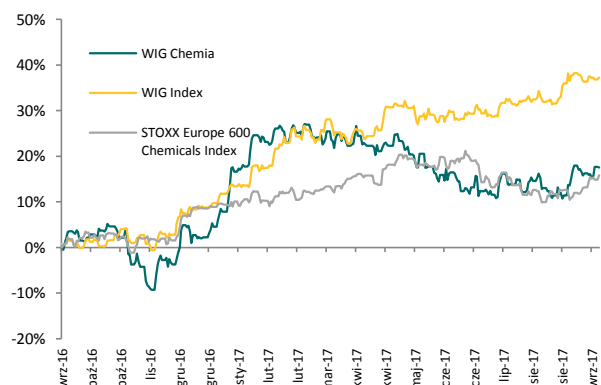
Paliwa



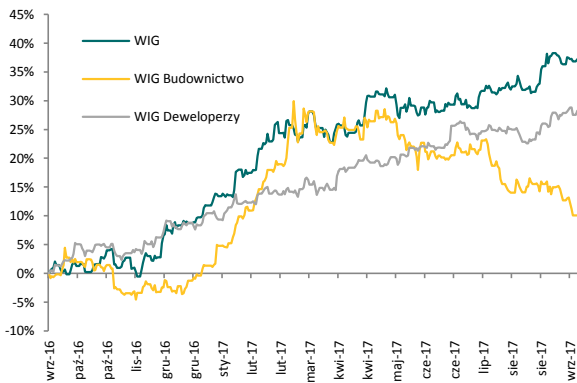
Surowce



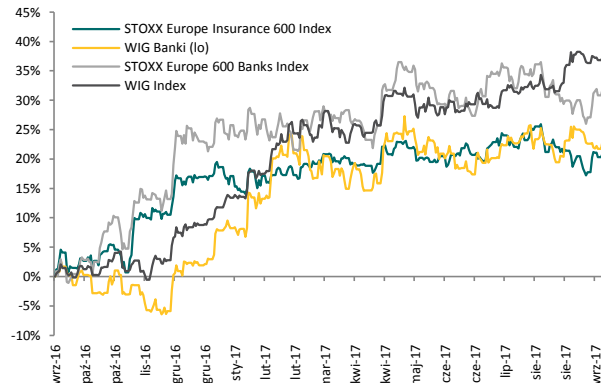
Chemia



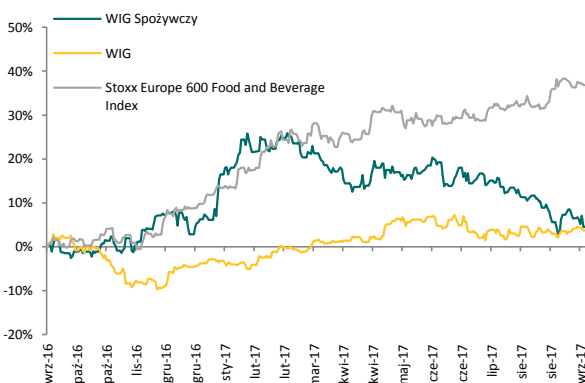
Budownictwo i Deweloperzy



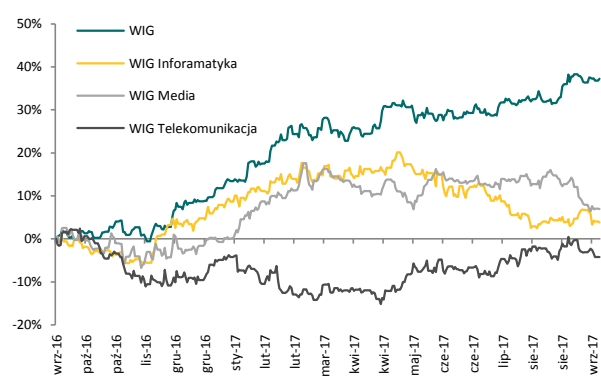
Finanse



Spożywczy



Inne





Słownik najważniejszych pojęć oraz skrótów:

Agencja ratingowa - (np. S&P, Moody's, Fitch) osoby prawne, które oceniają zdolność kredytową i wypłacalność różnych podmiotów, w tym spółek, instytucji finansowych i państw

Bilans handlu zagranicznego - różnica między eksportem a importem danego państwa

BoE - Bank Centralny Wielkiej Brytanii (z ang. Bank of England)

BoJ - Bank Centralny Japonii (z ang. Bank of Japan)

CAC40 - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 40 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie w Paryżu (Francja)

DAX - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 30 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie we Frankfurcie (Niemcy)

Deficyt budżetowy - ujemne saldo w budżecie instytucji – sytuacja, w której wydatki w budżecie danej instytucji są wyższe niż jej dochody w danym okresie rozliczeniowym (roku budżetowym)

Dług publiczny - jest wskaźnikiem zadłużenia sektora finansów publicznych określającym wysokość zobowiązań zaciągniętych przez poszczególne jednostki sektora na rynku finansowym

Duracja obligacji - czas trwania obligacji; średni ważony okres oczekiwania na wpływ środków pieniężnych z obligacji (średni termin wykupu obligacji); pozwala na uporządkowanie obligacji ze względu na ryzyko stopy procentowej

EBC - Europejski Bank Centralny (z ang. European Central Bank (ECB))

Emerging Markets - z ang. rynki wschodzące, które znalazły się na drodze z gospodarki rozwijającej się do gospodarki rozwiniętej

Fed - Rezerwa Federalna (z ang. Federal Reserve System) - bank centralny Stanów Zjednoczonych

FOMC - Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku to organ ustalający docelowy poziom podaży pieniądza w USA. Jednym z narzędzi wykorzystywanym przez FOMC w tym celu jest ustalanie wysokości stóp procentowych

FTSE100 - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 100 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie w Londynie (Wielka Brytania)

Indeks Chicago PMI - obrazuje on zmiany aktywności gospodarczej sektora wytwórczego w rejonie Chicago, będącym jednym z największych okręgów przemysłowych na świecie

Indeks Fed z Filadelfii - indeks publikowany przez Bank Rezerwy Federalnej w Filadelfii na podstawie ankiet wypełnianych przez managerów firm działających w rejonie Pensylwanii, New Jersey i Delaware

Indeks Fed z Richmond - indeks aktywności produkcyjnej publikowany przez Bank Rezerwy Federalnej w Richmond na podstawie ankiet przeprowadzanych na próbie ok. 100 przedsiębiorstw

Indeks Ifo - indeks klimatu gospodarczego instytutu Ifo (Ifo Business Climate); obrazuje on nastroje wśród niemieckich przedsiębiorców

Indeks ISM - wskaźnik aktywności gospodarczej w sektorze produkcyjnym bądź usługowym, popularny w USA. Odczyt powyżej 50 oznacza poprawę w stosunku do okresu poprzedniego, natomiast odczyt poniżej tej wartości pogorszenie sytuacji

Indeks PMI - wskaźnik aktywności gospodarczej w sektorze produkcyjnym bądź usługowym w danym kraju. Odczyt powyżej 50 oznacza poprawę w stosunku do okresu poprzedniego, natomiast odczyt poniżej tej wartości pogorszenie sytuacji

Indeks Uniwersytetu Michigan - indeks powstający na podstawie ankiet telefonicznych przeprowadzanych na reprezentatywnej grupie 500 amerykańskich gospodarstw domowych, które proszone są o ocenę bieżących warunków ekonomicznych oraz oczekiwań co do kształtowania się tych warunków w przyszłości

Indeks zaufania konsumentów Conference Board - raport sporządzany na podstawie badań ankietowych przeprowadzanych na próbie 5000 gospodarstw domowych. Badani udzielają odpowiedzi na pytania dotyczące oceny bieżących i oczekiwań w stosunku do przyszłych warunków ekonomicznych, w tym zatrudnienia, dochodów, planowanych zakupów

Indeks ZEW - indeks niemieckiego Instytutu ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej na danym obszarze

Inflacja CPI - wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych czyli inflacja konsumencka to główna miara zmiany cen na terenie kraju

Inflacja PPI - ceny produkcji sprzedanej przemysłu (inflacja producencka) obrazują zmiany cen w przemyśle, definiowanych jako kwoty pieniędzy które otrzymuje producent za produkty, pomniejszone o należne podatki oraz o ewentualne rabaty i opusty

Non-farm-payrolls - zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, czyli zmiana liczby pracowników zatrudnionych w amerykańskich przedsiębiorstwach (w sektorze prywatnym) i w instytucjach rządowych

Nikkei225 - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 225 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie w Tokio (Japonia)

PKB - Produkt Krajowy Brutto obrazuje końcowy rezultat działalności wszystkich podmiotów gospodarki narodowej, a więc finalną wartość dóbr i usług wytworzonych na terenie kraju w ciągu określonego czasu. Jest on miarą wielkości gospodarki

Polityka fiskalna - ogół działań państwa polegających na wykorzystaniu szeregu instrumentów fiskalnych, takich jak podatki i inne daniny publiczne, wydatki, deficyt publiczny itp., wpływających na budżet państwa; różni się polityką fiskalną ekspansywną (polegającą na zwiększaniu wydatków państwa i/lub zmniejszaniu podatków) oraz restrykcyjną (polegającą na zmniejszaniu wydatków państwa i/lub zwiększaniu podatków)

Produkcja budowlano-montażowa - dotyczy robót które zostały zrealizowane na terenie kraju przez przedsiębiorstwa budowlane, które zatrudniały więcej niż 9 osób

Produkcja przemysłowa - (właściwie produkcja sprzedana przemysłu) podstawowy miernik działalności gospodarczej przedsiębiorstw i firm przemysłowych (zatrudniających powyżej 9 osób)

Polityka pieniężna - (monetarna) część polityki gospodarczej, polegająca na systematycznych działaniach mających na celu zapewnienie stabilności cen, czyli niskiej inflacji. Dzieli się na politykę restrykcyjną (twardą; "jastrzębie" wypowiedzi; wysokie stopy procentowe) oraz ekspansywną (miękką; "gołąbie" wypowiedzi; niskie stopy procentowe)

Raport ADP - raport przedstawiający szacunkową zmianę zatrudnienia w USA w poprzednim miesiącu, w sektorze prywatnym, poza rolnictwem



Słownik najważniejszych pojęć oraz skrótów:

Rentowność obligacji - rentowność jest to zysk jaki można osiągnąć kupując obligacje przy założeniu utrzymania do terminu zapadalności/wykupu; jeśli rentowność spada, to znaczy że cena obligacji rośnie; natomiast jeśli rentowność rośnie to znaczy że cena spada

Ropa Brent – ropa naftowa wydobywana na Morzu Północnym (Europa)

Ropa WTI – ropa naftowa wydobywana w Zachodnim Teksasie (USA)

RPP - Rada Polityki Pieniężnej - organ decyzyjny Narodowego Banku Polskiego (NBP) w odniesieniu do polityki monetarnej

SNB - Szwajcarski Bank Narodowy (z ang. Swiss National Bank (SNB))

Spread Polska-Niemcy (10Y) – różnica rentowności 10-letnich obligacji Polski oraz Niemiec

Sprzedaż detaliczna - sprzedaż towarów konsumpcyjnych i niekonsumpcyjnych dokonywana przez punkty sprzedaży detalicznej, placówki gastronomiczne oraz inne punkty sprzedaży (np. sklepy, magazyny), w ilościach wskazujących na zakupy dla potrzeb indywidualnych nabywców

Stopa bezrobocia – obliczana jest jako udział zarejestrowanych bezrobotnych wśród ludności aktywnej zawodowo

Stopa procentowa - koszt kapitału albo inaczej cena, jaka przysługuje posiadaczowi kapitału z racji udostępnienia go innym na określony czas (w Polsce wyznaczana jako stopa referencyjna)

S&P500 - indeks ukazujący zmianę wartości akcji 500 największych spółek akcyjnych notowanych na giełdzie w Nowym Jorku (USA)

Nota prawna

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A., opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne i BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie gwarantuje ich sprawdzenia się. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tej publikacji lub jej części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A..

Nota prawna dotycząca sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych w grupie BNP Paribas, do której należy Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A."

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static informations wersja PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static%20informations%20wersja%20PL.pdf)

Autorzy: Adam Maćkowiak, Adrian Kutnik
nr ewidencyjny: KT/2017/09/18/40