

KOMENTARZ TYGODNIOWY

23 grudnia 2019

Koniec 2019 r. pod znakiem pozytywnych nastrojów na globalnym rynku finansowym

W minionym tygodniu utrzymywał się trend poprawy nastrojów na globalnym rynku finansowym w związku z utrzymującym się pozytywnym wpływem informacji z tygodnia wcześniejszego dot. zakończenia pierwszej fazy rozmów handlowych USA-Chiny. Dodatkowo optymizm wspierały publikacje niezłych danych makroekonomicznych. Informacje z Wielkiej Brytanii wskazujące na wzrost ryzyka dot. negocjacji dużej umowy handlowej z UE miały ograniczony wpływ na rynki globalne, natomiast standardowo bardzo silnie wpływały na notowania funta brytyjskiego.

Lepsze nastroje na rynku światowym sprzyjały także aktywom krajowym. Opublikowane dane listopadowe z gospodarki krajowej wskazały na pozytywną niespodziankę dot. sytuacji w przemyśle i sprzedaży detalicznej i niejednoznaczne dane dot. produkcji budowlano-montażowej.

W weekend prezydent mianował nowego członka RPP, którym został Cezary Kochalski. Biorąc pod uwagę zdecydowaną przewagę zwolenników utrzymania *status quo* w polityce pieniężnej, ta nominacja nie wpływa na naszą prognozę stabilizacji stóp procentowych NBP w 2020 r.

W nadchodzących dwóch tygodniach oczekujemy okołoświątecznego ograniczenia aktywności na rynkach finansowych w kraju oraz zagranicą. Wyższej aktywności oczekujemy dopiero w pierwszych dniach stycznia, kiedy inwestorzy będą oczekiwać informacji dot. daty oraz miejsca podpisania porozumienia USA-Chiny, dalszych informacji dot. procedowania ustawy dot. brexitu oraz kolejnych publikacji danych weryfikujących tezę, iż dno spowolnienia gospodarka globalna ma już za sobą.

Pod koniec 2019 r. kontynuacja spadku globalnej awersji do ryzyka...

- W minionym tygodniu na globalnym rynku finansowym kontynuowana była poprawa globalnych nastrojów, czemu cały czas sprzyjały zapowiedzi z tygodnia wcześniejszego dot. kompromisu w kwestii pierwszej części umowy handlowej USA-Chiny. Dodatkowo optymizm podsycały publikacje danych makroekonomicznych wspierających ocenę stabilizowania się sytuacji gospodarczej. W ograniczonym stopniu nastroje rynkowe pogorszyły informacje z Wielkiej Brytanii potwierdzające, że proces wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej nie będzie pozbawiony niepewności.
- W skali tygodnia globalny indeks rynku akcji MSCI wzrósł o blisko 1,5%, przy wzroście w USA o 1,7% a w strefie euro o 1,4%. Solidnie zyskiwały także akcje na rynkach wschodzących, syntetyczny indeks MSCI EM wzmacnił się o 1,6%.
- Z pewnym opóźnieniem, poprawa rynkowych nastrojów poskutkowała solidnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Rentowności w USA wzrosły o 10 pkt. baz. do ponad 1,9% w przypadku obligacji 10-letnich, natomiast rentowności papierów niemieckich wzrosły o ponad 5 pkt. baz. do ok. -0,25% (dla obligacji 10-letnich).
- Poprawa nastrojów w ograniczonym stopniu wpłynęła na rynek walutowy, przy minimalnych zmianach zarówno euro oraz dolara (w ujęciu kursu efektywnego), kurs

Departament Rynków
Finansowych i Analiz
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

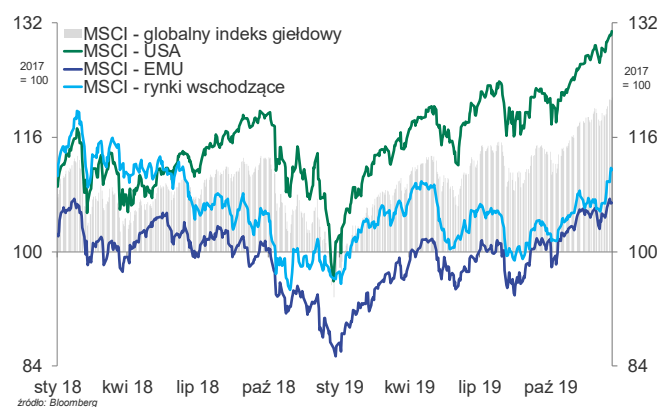
Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

USD/EUR utrzymywał się lekko powyżej 1,11 USD/EUR. Do dużych zmian doszło jedynie w przypadku funta brytyjskiego (deprecjacja o ponad 2,0%), na co wpłynęły informacje o propozycji zmian w ustawie nt. brexitu. W minionym tygodniu funt osłabił się poniżej poziomów notowanych tuż przed wyborami parlamentarnymi w Wielkiej Brytanii.

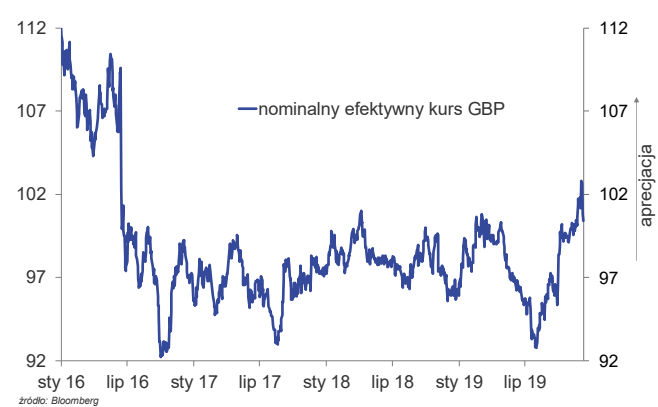
...pomimo gorszych informacji z Wielkiej Brytanii nt. brexitu

- Zaledwie kilka dni po wyborach parlamentarnych w Wielkiej Brytanii potwierdziły się ostrożne komentarze przestrzegające przed zbyt dużym optymizmem.
- Zgodnie z wynegocjowaną w październiku umową, po wystąpieniu Wielkiej Brytanii z UE zacznie obowiązywać tzw. okres przejściowy (kiedy niewiele zmieni się w kontekście współpracy gospodarczej), podczas którego ma zostać wynegocjowana ostateczna umowa dot. długookresowych relacji handlowych między Wielką Brytanią a UE. Wg ustaleń okres przejściowy miał obowiązywać do końca 2020 r. z możliwością jego wydłużenia do 2 lat.
- W minionym tygodniu brytyjski rząd opublikował poprawiony projekt ustawy, w którym wykluczył możliwość przedłużenia okresu przejściowego poza 2020 r., tj. jeśli do tego czasu nie udałoby się zawrzeć umowy handlowej doszłoby do nagłej zmiany warunków relacji handlowych z UE. Nowa wersja ustawy daje też rządowi większą swobodę w negocjacjach z UE, wyłączono pierwotny zapis, iż parlament musi zaakceptować mandat negocjacyjny rządu, który musi być zgodny z postanowieniami politycznej deklaracji między Wielką Brytanią a UE.
- Powyższe zmiany oczywiście nie zapowiadają, że z początkiem 2021 r. relacje handlowe pomiędzy Wielką Brytanią a UE będą przebiegały na zasadach obowiązujących członków WTO (tj. bez dwustronnej umowy), niemniej zwiększają ryzyko takiego scenariusza. Zapewne celem rządu nie jest brak umowy, a bardziej nie dopuszczenie do kolejnego przekładania dat granicznych „faktycznego” już brexitu (który formalnie zapewne będzie miał miejsce pod koniec stycznia 2020 r.) oraz politycznego chaosu, jaki miał miejsce na przestrzeni ostatnich dwóch lat.
- Jednocześnie jednak skutkiem tych zmian może być wyższa niepewność wśród przedsiębiorstw dot. kształtu relacji handlowych po 2020 r., jeżeli negocjacje z UE w najbliższych miesiącach nie będą przebiegały sprawnie, czego trudno oczekiwać biorąc pod uwagę proces negocjacyjny dot. umowy wyjścia w I. 2018-2019.

Na globalnym rynku dalsza poprawa nastrojów...



...i ponownie wzrost niepewności dot. brexitu



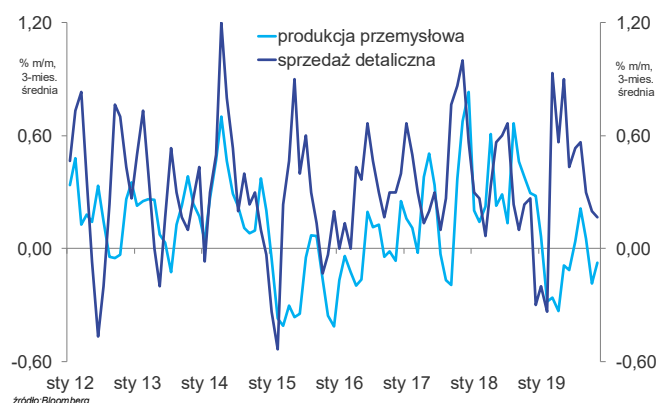
...przy sprzyjających publikacjach danych makroekonomicznych...

- Publikowane w minionym tygodniu dane makroekonomiczne z USA można ocenić jako korzystne, szczególnie w warunkach notowanego spowolnienia globalnego wzrostu gospodarczego.
- W listopadzie odnotowano solidne tempo wzrostu dochodów i wydatków gospodarstw domowych, przy odbiciu w grudniu nastrojów konsumentów. Tym samym póki co, główny motor wzrostu amerykańskiej gospodarki – wydatki konsumentów – nie spowalniają znacząco. Zakończenie strajków w GE poskutkowało z kolei solidnym odbiciem listopadowej produkcji przemysłowej, co potwierdza, że słabsze dane z przemysłu z przełomu III i IV kw. były związane właśnie z okresowym ograniczeniem produkcji. Ostateczna publikacja danych dot. wzrostu PKB w USA w III kw. potwierdziła wcześniejsze szacunki wzrostu na poziomie 2,1% kw/kw (w ujęciu danych zannualizowanych).
- Z początkiem tygodnia nastroje rynkowe cały czas wspierały także publikowane solidne listopadowe dane miesięczne z Chin, w tym solidne odbicie produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej. Choć dane dot. indeksów PMI w strefie euro zaskoczyły negatywnie, to w kolejnych dniach inwestorzy podchodzili do nich nieco spokojniej biorąc pod uwagę mniejszą grudniową próbę badania i wcześniejszy jego termin.

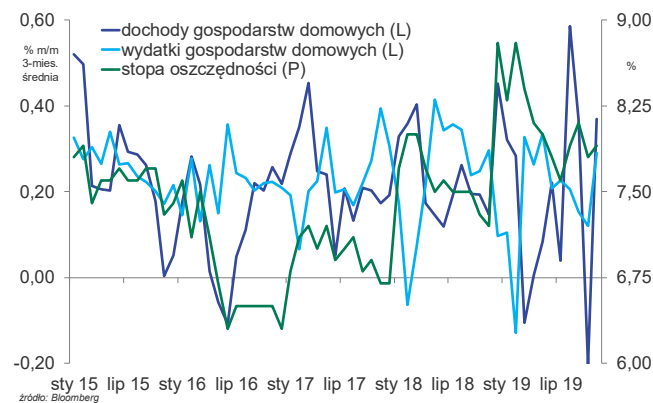
Poprawa na rynkach globalnych sprzyja większości instrumentów na rynku krajowym, mieszane listopadowe dane z krajowej sfery realnej

- Wraz z poprawą na globalnym rynku finansowym, w minionym tygodniu na wartości zyskiwały także ceny krajowych aktywów, głównie polska giełda (z wzrostem indeksu WIG o ponad 1,0%), przy lekkiej aprecjacji złotego (o 0,2% w ujęciu kursu efektywnego, w kierunku 4,26 PLN/EUR). Nieco inaczej kształtowała się sytuacja na rynku SPW, rentowności krajowych obligacji na dłuższym końcu rości razem z rosnącymi rentownościami na rynkach bazowych (wzrost rentowności 10-letnich papierów do 2,08%), przy stabilizacji spreadów.
- Listopadowe publikacje danych ze sfery realnej polskiej gospodarki nie rozjaśniły dużo jeżeli chodzi o skalę i trwałość osłabienia aktywności w budownictwie. Solidnie pozytywnie zaskoczyły natomiast dane z krajowego przemysłu oraz sprzedaży detalicznej, co powinno ograniczać skalę spowolnienia dynamiki PKB w IV kw. 2019 r.

W listopadzie w USA odbicie produkcji przemysłowej, po dwóch miesiącach solidnych spadków



Sytuacja gospodarstw domowych w USA nie wskazuje na duże ryzyko silnego spowolnienia konsumpcji prywatnej

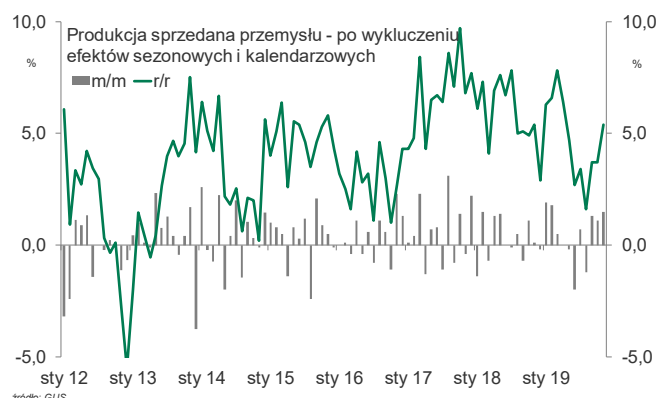


- W listopadzie trzeci miesiąc z rzędu notowano bardzo silny wzrost produkcji sprzedanej przemysłu (w ujęciu zmian miesięcznych oczyszczonych z sezonowości). Na stabilnym poziomie kształtowały się wyniki w działach przetwórstwa przemysłowego o wysokim udziale sprzedaży eksportowej, poprawę w dalszym ciągu notowały działy silnie powiązane z budownictwem.
- Z kolei w skali miesiąca dynamicznie wzrosła wartość sprzedaży detalicznej (rzadko notowana skala wzrostu) potwierdzając, że raczej słabe dane dot. sprzedaży w III kw. nie zapowiadały nasilenia trendu spadkowego wydatków gospodarstw domowych.
- W listopadzie w ujęciu zmian miesięcznych, oczyszczonych z sezonowości wartość produkcji budowlano-montażowej co prawda bardzo silnie odbiła – zgodnie z naszymi oczekiwaniami, jednak dużo silniej negatywnie oddziaływały efekty sezonowe. Biorąc pod uwagę, że dane oczyszczone z wahań sezonowych mają charakter sezonowy trudno przypisywać im większą wartość (przy pewnej niespójności pomiędzy danymi surowymi), niemniej analizując także dodatkowe informacje nie mamy wystarczająco silnych przesłanek dla oczekiwania trwałego tąpnięcia aktywności w budownictwie. Cały czas nie widać tąpnięcia nastrojów przedsiębiorstw w sektorze czy też silniejszego osłabienia w tych działach przemysłu, których produkcja jest istotnie powiązana z sektorem budowlanym. Wydaje się zatem, że dopiero początek 2020 r. przyniesie bardziej jednoznaczne informacje dot. skali osłabienia aktywności w budownictwie w średnim okresie, przy silnym jej ograniczeniu w samym IV kw. 2019 r.

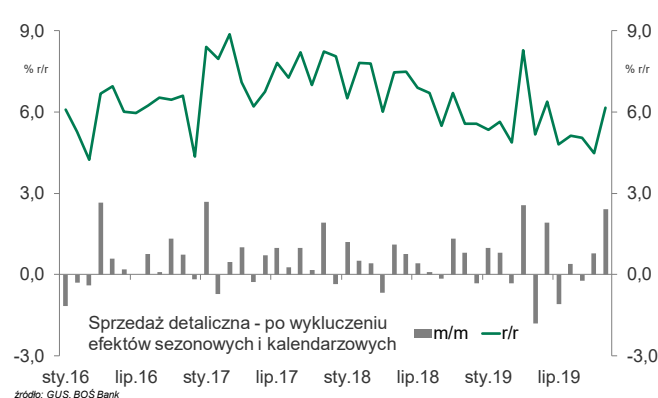
Nominacja dla Cezarego Kochalskiego na członka RPP bez wpływu na prognozę stóp procentowych NBP w 2020 r.

- W minionym tygodniu Prezydent RP powołał w skład RPP Cezarego Kochalskiego. Kochalski został powołany w miejsce Jerzego Osiatyńskiego, którego kadencja Radzie upłynęła 20 grudnia. Kochalski był dotychczas etatowym doradcą prezydenta oraz przedstawicielem prezydenta w KNF. Posiada tytuł doktora habilitowanego nauk ekonomicznych. Zajmuje stanowisko profesora nadzwyczajnego Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu w Katedrze Controllingu, Analizy Finansowej i Wyceny, której jest kierownikiem. Publikacje naukowe nowego członka RPP obejmują przede wszystkim zagadnienia dot. analizy ekonomicznej, finansowej, controllingu i zarządzania strategicznego, nie są nam znane prace naukowe i wypowiedzi nowego członka RPP dot. polityki monetarnej.

Na przetomie III i IV kw. dobre dane z krajowego przemysłu



W listopadzie solidne odbicie sprzedaży detalicznej



- Tym samym trudno dzisiaj zaklasyfikować prof. Kochalskiego, do „jastrzębi” czy „gołębi” w RPP. Wydaje się, że z racji zainteresowań naukowych i pełnienia funkcji przedstawiciela prezydenta w KNF, sporą rolę w jego decyzjach dot. polityki monetarnej może odgrywać aspekt stabilności sektora finansowego.
- Niezależnie od poglądów nowego członka RPP, jednak już dziś można z dużą pewnością powiedzieć, że nominacja C. Kochalskiego nie oznacza zmiany perspektyw polityki monetarnej RPP. Obecnie umiarkowani i zdeklarowani „jastrzębie” w RPP to E. Gatnar, Ł. Hardt oraz K. Zubelewicz. Nawet gdyby C. Kochalski dołączył do tej grupy, to wobec jednoznacznego poparcia prezesa NBP dla polityki stabilizacji stóp, aby przegłosować zacieśnienie polityki monetarnej potrzebnych byłoby dodatkowych dwóch członków. Na podstawie prezentowanych wypowiedzi pozostałych członków Rady wydaje się, że taka sytuacja jest obecnie mało prawdopodobna.
- Tym samym podtrzymujemy ocenę, że stabilizacja stóp procentowych NBP w 2020 r. i najprawdopodobniej w 2021 r. jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem.

W najbliższym, świątecznym czasie na rynkach zapewne ograniczona aktywność, z początkiem roku ponownie: umowa handlowa USA-Chiny, brexit i publikacje danych ważne dla inwestorów

- Już pod koniec tygodnia na rynkach finansowych widoczne było przedświąteczne ograniczenie aktywności inwestorów. Od bieżącego tygodnia zapewne będzie ona jeszcze mniejsza, przy ubogim kalendarzu danych makroekonomicznych. Taka sytuacja utrzyma się zapewne do pierwszych dni stycznia, kiedy publikowane będą już pierwsze ważne dane makroekonomiczne – kolejne indeksy koniunktury aktywności w przemyśle USA, Chin oraz ostateczne dane dot. nastrojów w strefie euro. Publikowane dane będą istotne z punktu widzenia tezy o odwróceniu trendu aktywności w gospodarce globalnej.
- W pierwszych dniach stycznia będziemy także oczekiwać konkretniejszych informacji dot. daty oraz miejsca podpisania pierwszej części umowy handlowej USA-Chiny, a przede wszystkim kolejnych informacji dot. procedowania w parlamencie brytyjskim ustawy wyjścia Wielkiej Brytanii z UE.
- Biorąc pod uwagę skalę poprawy nastrojów rynkowych w ostatnich tygodniach 2019 r., pomimo generalnego ograniczenia czynników ryzyka dla wzrostu globalnej gospodarki w porównaniu do sytuacji z III kw., uważamy, że potencjał dla wzrostu aktywów o wyższym profilu ryzyka nie jest znaczący. Wciąż bowiem utrzymują się ryzyka średniokresowe, które choć oczywiście są niższe, niemniej przy mało prawdopodobnym dynamicznym ożywieniu wzrostu gospodarczego na świecie będą ograniczać skalę poprawy rynkowej.

Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 23 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałego użytku, listopad	0,5% m/m	1,5% m/m	-
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku pierwotnym, listopad	733 tys. (anual)	730 tys. mln (anual)	-
czwartek 26 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 21.12	234 tys.	220 tys.	-
16:00	US	Sprzedaż domów na rynku wtórnym, listopad	5,46 mln anual.	5,45 mln anual.	-
piątek 27 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna, listopad	-1,9% m/m	1,0% m/m	-
wtorek 31 grudnia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
16:00	US	Wskaźnik nastrojów konsumentów Instytutu Conference Board, grudzień	125,5 pkt.	128,0 pkt.	-
czwartek 2 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
02:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł, grudzień	51,8 pkt.	51,5 pkt.	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł, grudzień	46,7 pkt.	-	47,0 pkt.
09:55	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł, grudzień (ost.)	43,4 pkt.	43,4 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł, grudzień (ost.)	45,9 pkt.	45,9 pkt.	-
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych w tygodniu kończącym się 28.12	-	-	-
piątek 3 stycznia			poprzednie dane	prognoza rynkowa*	prognoza BOŚ
09:55	DE	Stopa bezrobocia, grudzień	5,0%	5,0%	-
10:00	EMU	Podaż pieniądza M3, listopad	5,6% r/r	-	-
16:00	US	Indeks koniunktury ISM – przemysł, grudzień	48,1 pkt.	49,0 pkt.	-
20:00	US	Publikacja stenogramów z grudniowego posiedzenia FOMC	-	-	-

* mediana ankiety Parkietu dla danych krajowych

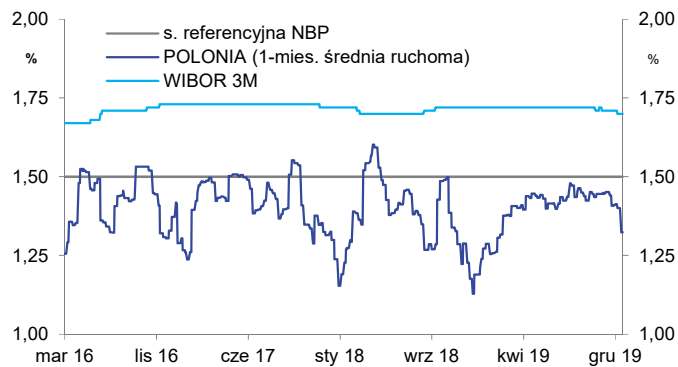
Kalendarz publikacji danych i wydarzeń – grudzień / styczeń

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza BOŚ
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	listopad	2.12	45,6 pkt.	46,7 pkt.	
Posiedzenie RPP	PL	grudzień	3-4.12	1,50%	1,50%	
Wskaźnik inflacji CPI (ost.)	PL	listopad	13.12	2,6% r/r (wst.)	2,6% r/r	
Wskaźnik inflacji bazowej	PL	listopad	16.12	2,4% r/r	2,6% r/r	
Saldo w obrotach bieżących	PL	październik	16.12	171 mln EUR	529 mln EUR	
Zatrudnienie w przedsiębiorstwach	PL	listopad	18.12	2,5% r/r	2,6% r/r	
Wynagrodzenia w przedsiębiorstwach	PL	listopad	18.12	5,9% r/r	5,3% r/r	
Produkcja przemysłowa	PL	listopad	19.12	3,5% r/r	1,4% r/r	
Wskaźnik cen produkcji w przemyśle, PPI	PL	listopad	19.12	-0,3% r/r	-0,1% r/r	
Sprzedaż detaliczna (ceny stałe)	PL	listopad	20.12	4,6% r/r	5,2% r/r	
Produkcja budowlano-montażowa	PL	listopad	23.12	-4,1% r/r	-4,7% r/r	
Stopa bezrobocia	PL	listopad	23.12	5,0%	5,1%	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	PL	grudzień	2.12	46,7 pkt.		47,0 pkt.

wskaźnik / wydarzenie		za okres	data	poprzednie dane	realizacja	prognoza rynkowa
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	listopad	2.12	48,3 pkt.	48,1 pkt.	
Indeks koniunktury ISM – usługi	US	listopad	4.12	54,7 pkt.	53,9 pkt.	
Zmiana zatrudnienia w gospodarce	US	listopad	6.12	169 tys.	266 tys.	
Stopa bezrobocia	US	listopad	6.12	3,6%	3,5%	
Posiedzenie FOMC	US	grudzień	10-11.12	1,50% - 1,75%	1,50% - 1,75%	
Posiedzenie rady EBC	EMU	grudzień	12.12	-0,5% / 0,0%	-0,5% / 0,0%	
Wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii	UK	-	12.12	-	-	
Szczyt Unii Europejskiej	UE	-	12.12	-	-	
Produkcja przemysłowa	CHN	listopad	16.12	4,7% r/r	6,2% r/r	
Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	EMU	grudzień	16.12	46,9 pkt.	45,9 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	EMU	grudzień	16.12	51,9 pkt.	52,4 pkt.	
Indeks koniunktury PMI – przemysł	CHN	grudzień	2.01	51,8 pkt.		51,5 pkt.
Indeks koniunktury ISM – przemysł	US	grudzień	3.01	48,1 pkt.		49,0 pkt.

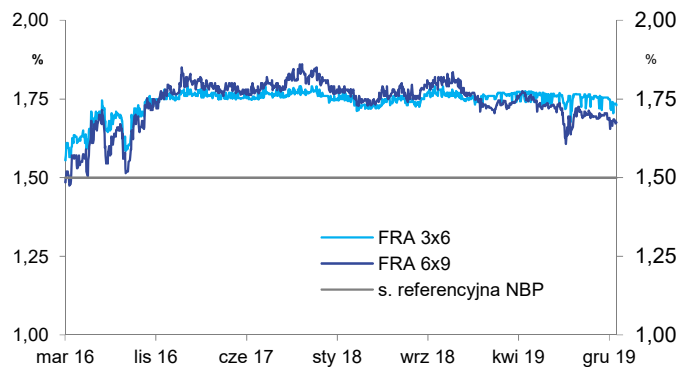
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



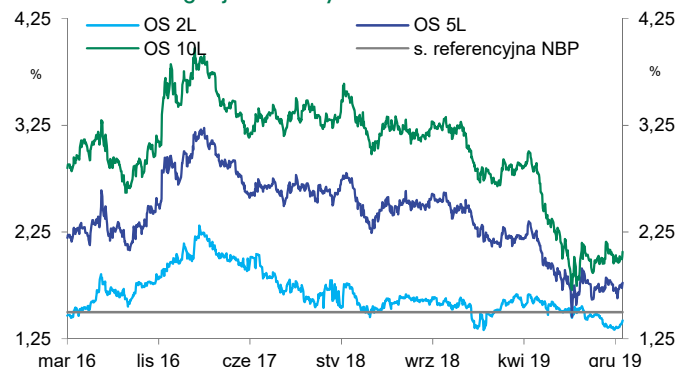
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stóp procentowych



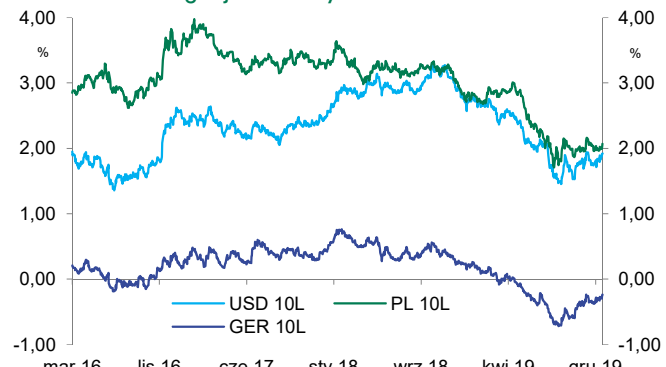
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



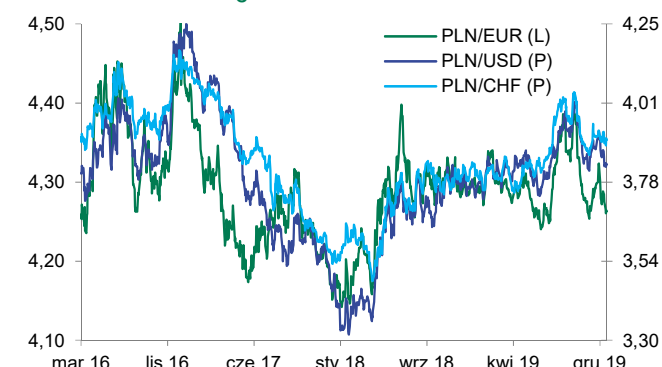
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych



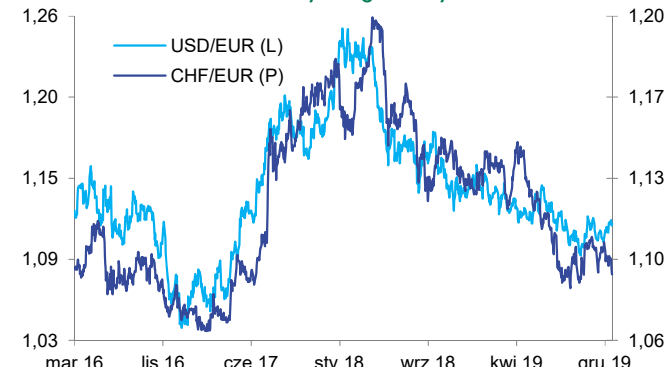
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



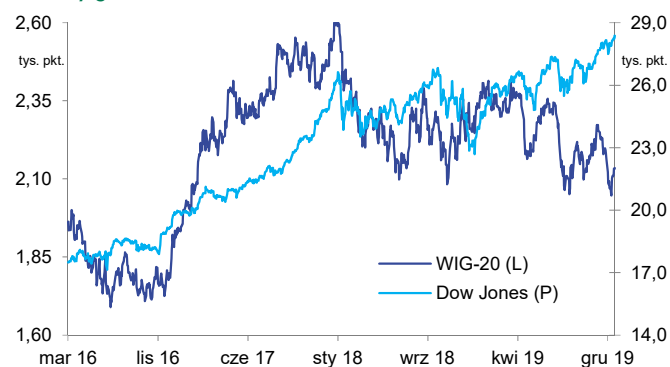
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



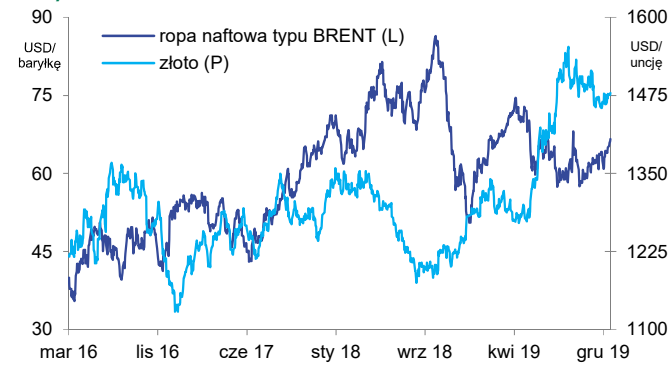
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

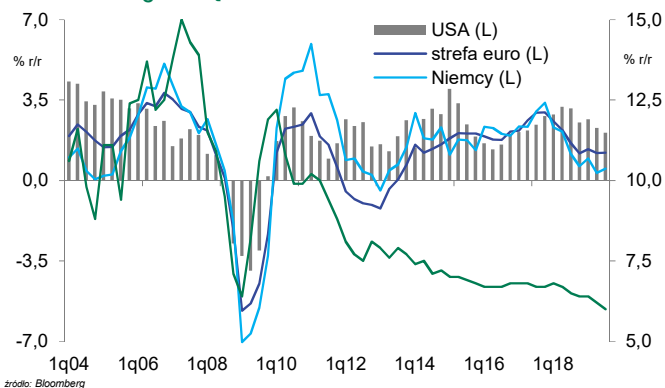
Ceny surowców



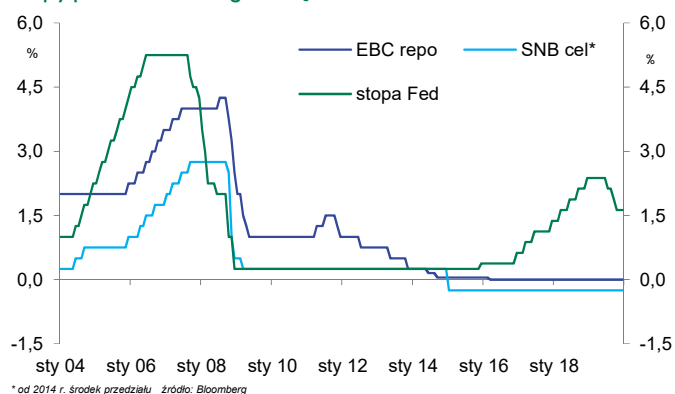
źródło: Bloomberg

Sfera realna

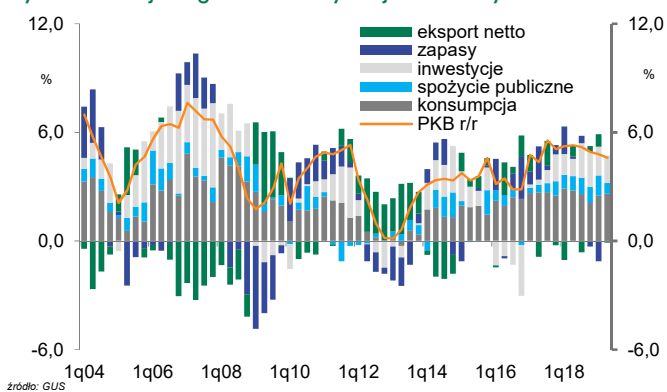
Wzrost PKB za granicą



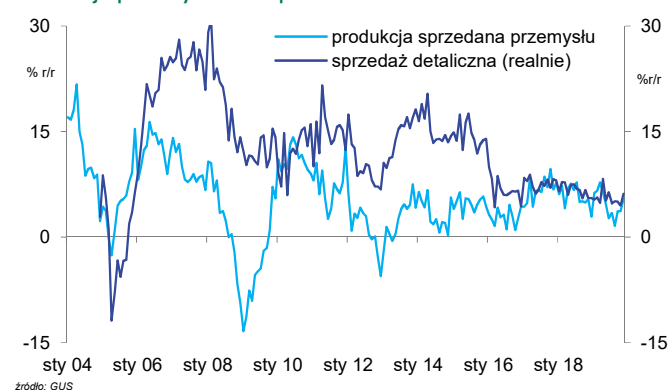
Stopy procentowe za granicą



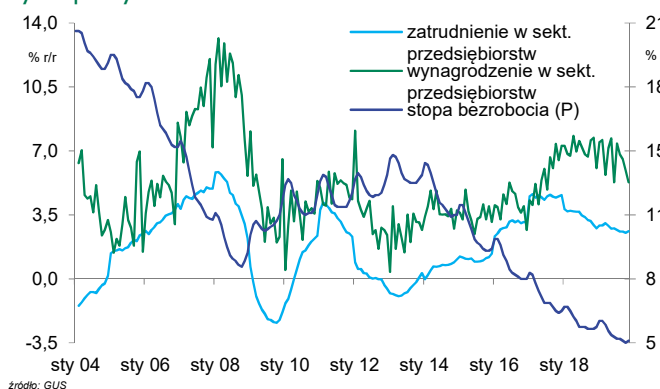
Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



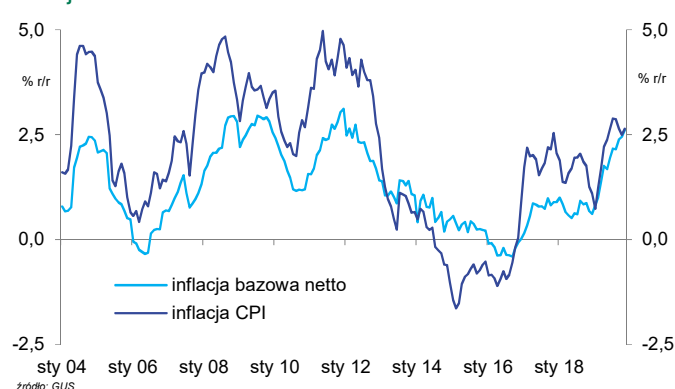
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



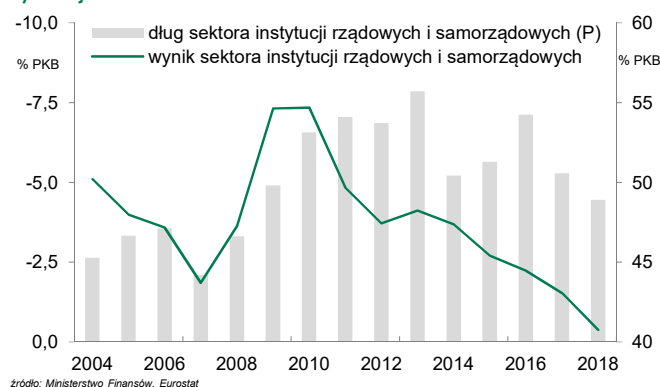
Rynek pracy



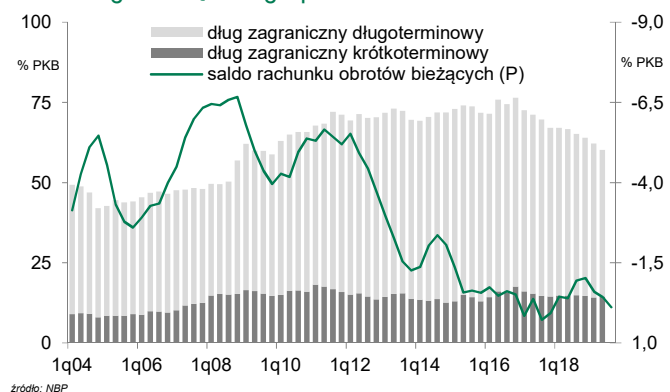
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.11.2019	13.12.2019	20.12.2019	31.01.2020	29.02.2020	31.03.2020
Stopa lombardowa NBP	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Stopa referencyjna NBP	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Stopa depozytowa NBP	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
WIBOR 3M	%	1,71	1,70	1,70	1,70	1,70	1,70
Obligacje skarbowe 2L	%	1,39	1,38	1,42	1,45	1,45	1,45
Obligacje skarbowe 5L	%	1,71	1,74	1,77	1,80	1,80	1,80
Obligacje skarbowe 10L	%	1,98	2,00	2,06	2,05	2,05	2,10
PLN/EUR	PLN	4,32	4,27	4,26	4,29	4,29	4,28
PLN/USD	PLN	3,93	3,82	3,83	3,88	3,88	3,86
PLN/CHF	PLN	3,93	3,89	3,91	3,90	3,90	3,89
USD/EUR	USD	1,10	1,113	1,11	1,11	1,11	1,11
Stopa Fed	%	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
LIBOR USD 3M	%	-	-	-	1,85	1,85	1,85
Stopa repo EBC	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EURIBOR 3M	%	-	-	-	-0,40	-0,40	-0,40
LIBOR CHF 3M	%	-	-	-	-0,75	-0,75	-0,75
Obligacje skarbowe USD 10L	%	1,78	1,82	1,92	1,90	1,90	1,90
Obligacje skarbowe GER 10L	%	-0,36	-0,29	-0,26	-0,30	-0,30	-0,30

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione. Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.