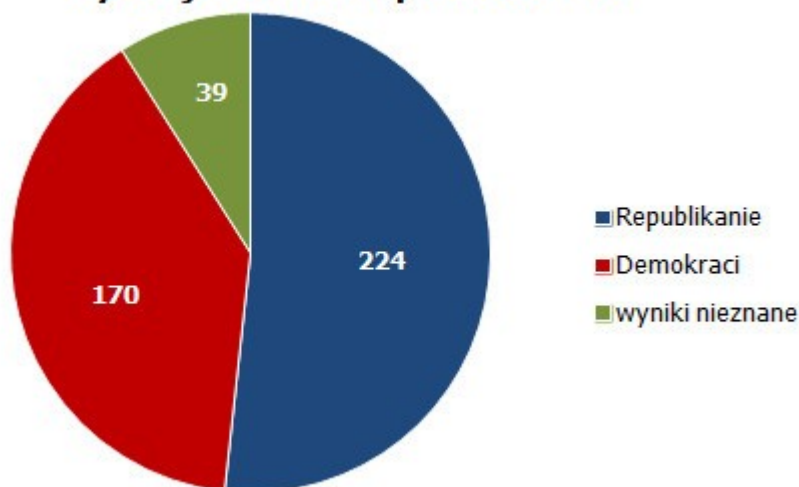


Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

Wybory 6 listopada w USA przyniosły podział władzy. Prezydent Obama został wybrany na drugą kadencję większą przewagą głosów elektorskich niż można było się spodziewać i niż wskazywały na to sondaże przedwyborcze. Prezydent uzyskał 303 głosy, podczas gdy Mitt Romney 206 głosów. Układ sił w Kongresie wygląda obecnie następująco:

Sytuacja w Izbie Reprezentantów



Źródło: Kongres USA

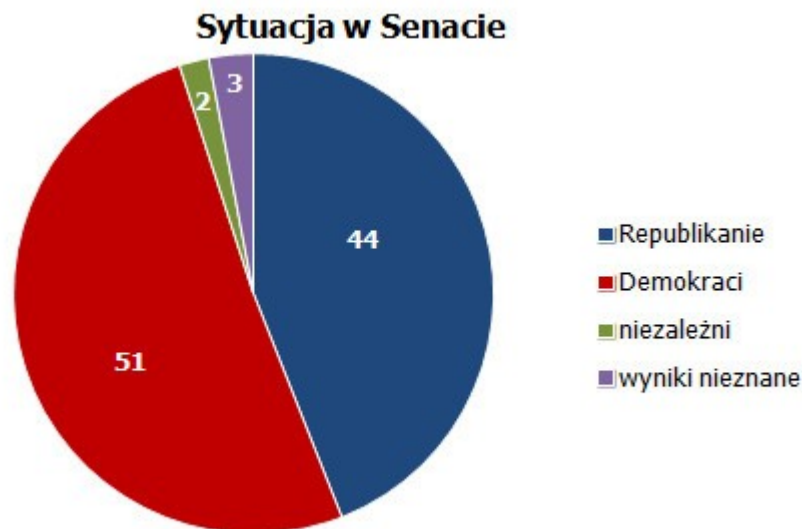
W Izbie Reprezentantów Republikanie utrzymali przewagę i to pomimo faktu, iż nie rozdysponowanych pozostaje wciąż 39 mandatów. Do kontroli nad Izbą konieczne jest 218 mandatów, co oznacza, iż niezależnie od tego jaki będzie podział wspomnianych 39 mandatów, Republikanie będą mieli wymaganą większość.

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

W Senacie większość posiadają Demokraci. Wyniki z trzech stanów wciąż nie są pewne, a w stanie Vermont i Mi-
ne wygrali kandydaci nieprzynależący do żadnej z dwóch głównych partii. Jednak przewaga Demokratów nie zo-
stanie już zniwelowana.



Źródło: Kongres USA

Konstytucja USA wyklucza nadmierną koncentrację władzy w rękach jednej partii. Podział władzy oznacza zaś, iż postęp prac legislacyjnych zależy od kompromisu. Oznacza to, iż istnieje prawdopodobieństwo przedłużających się negocjacji w kwestiach fiskalnych takich jak m.in. zbliżający się klif fiskalny. Nadzieje na szybkie porozumienie w postaci podwyżki podatków i cięć wydatków są mało prawdopodobne do zrealizowania w krótkim okresie.

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

Co to jest klif fiskalny ?

Klif fiskalny jest to możliwość wejścia w życie od początku przyszłego roku automatycznych podwyżek podatków (związanych głównie z wygaśnięciem różnych ulg podatkowych) i cięć wydatków.

	Planowane zmiany podatków i wydatków w 2013 r.	<i>Szacowany wpływ w 2013 r. (w mld USD)</i>
1.	Wygaśnięcie redukcji podatków przy dochodach > 250 tys. USD	55
2.	Wygaśnięcie redukcji podatków przy dochodach < 250 tys. USD	150
3.	Alternatywny podatek minimalny (AMT)	125
4.	Sekwestr — wydatki obronne	55
5.	Sekwestr — wydatki cywilne	55
6.	Wygaśnięcie ulg w podatku dochodowym	95
7.	Wygaśnięcie przedłużenia dodatkowych zasiłków dla bezrobotnych	30
8.	Podatki zdrowotne	20
9.	Redukcje opłat na Medicare	20
10.	Wydłużenie obowiązywania niższych podatków	85
	<i>Całkowita wartość redukcji deficytu fiskalnego</i>	<i>690 mld USD i 4,3% PKB</i>

Źródło: Dane CBO

Z wyliczeń think tanku Tax Policy Center wynika, że klif fiskalny dotknąłby 90 proc. Amerykanów i oznaczałby średnią podwyżkę podatków o 5 pkt. proc. Taki klif mógłby wpędzić gospodarkę USA, która w III kw. rosła w

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

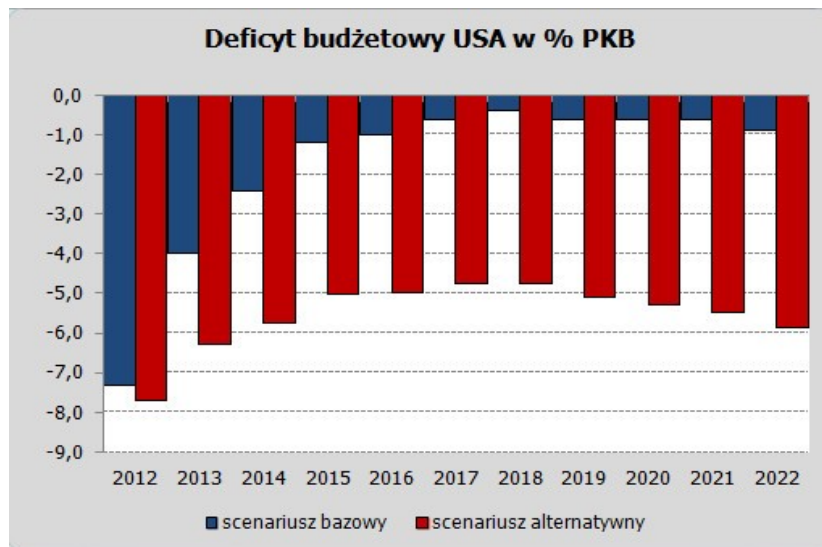
Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

tempie 2 proc., w ponowną recesję.

Potencjalne skutki klifu

Potencjalny rozmiar klifu fiskalnego zaprojektowany został przez Biuro Budżetowe Kongresu (CBO) w dwóch scenariuszach.

- **Scenariusz bazowy**, CBO zakłada, że prawo nie ulegnie zmianie w zakresie zaplanowanych zmian stawek podatkowych i cięć wydatków. Jeśli wzrost podatków i cięcia wydatków nastąpią zgodnie z planem, deficyt



Źródło: CBO

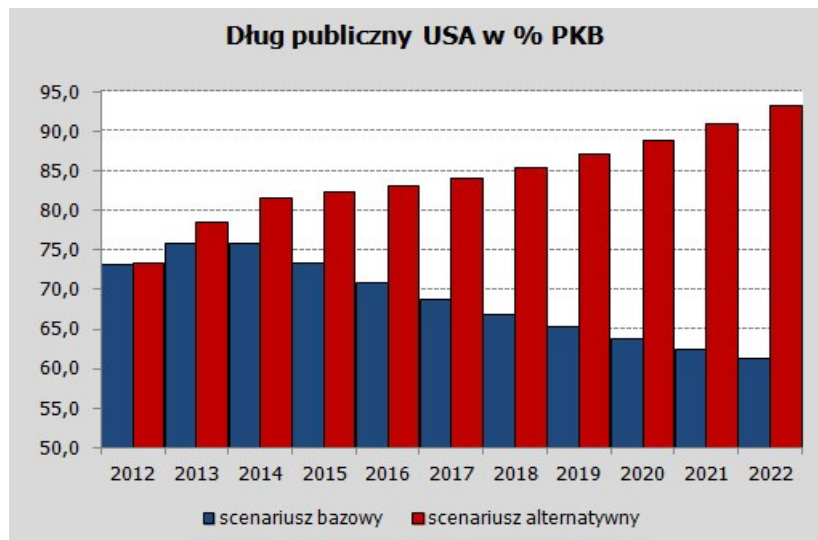
federalny skurczy się o ok. 600 mld USD w roku fiskalnym 2013 r. Zgodnie z tym scenariuszem deficyt budżetowy spadnie z 7,6 proc. PKB do 3,8 proc. w przyszłym roku. Wchodzące w życie podwyżki podatków i cięcia wydatków zostały uchwalone w formie aktów prawnych w różnych okresach i mają na celu utrzymanie na niskim poziomie rządowego deficytu budżetowego. Jednak wejście ich w życie od 1 stycznia 2013 r. mogłoby popchnąć gospodarkę w kierunku recesji poprzez zastosowanie zbyt dużych oszczędności fiskalnych w zbyt krótkim czasie. CBO szacuje realny wzrost PKB niższy o 2,1 proc.

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

- Scenariusz alternatywny**, zakłada, że cięcia podatkowe z czasów prezydentury George W. Bush'a będą obowiązywały na stałe, a cięcia wydatków wprowadzone Ustawą o Kontroli Budżetu z 2011 r. zostaną zawieszane. W takim przypadku deficyt budżetowy wyniósłby w przyszłym roku 6,3 proc. i w okresie do 2022 r. spadł jedynie do 5,9 proc. Deficyt sektora finansów publicznych w przyszłym roku zwiększyłby się do 78,4 proc. a w okresie do 2022 r. wzrósłby do 93,2 proc. W dalszej perspektywie przyrost długu publicznego byłby jeszcze większy i wg. szacunków CBO osiągnąłby poziom 200 proc. w relacji do PKB do 2037 r. W scenariuszu alternatywnym brak jest konsolidacji fiskalnej, co musiałoby spowodować negatywną reakcję agencji ratingowych.



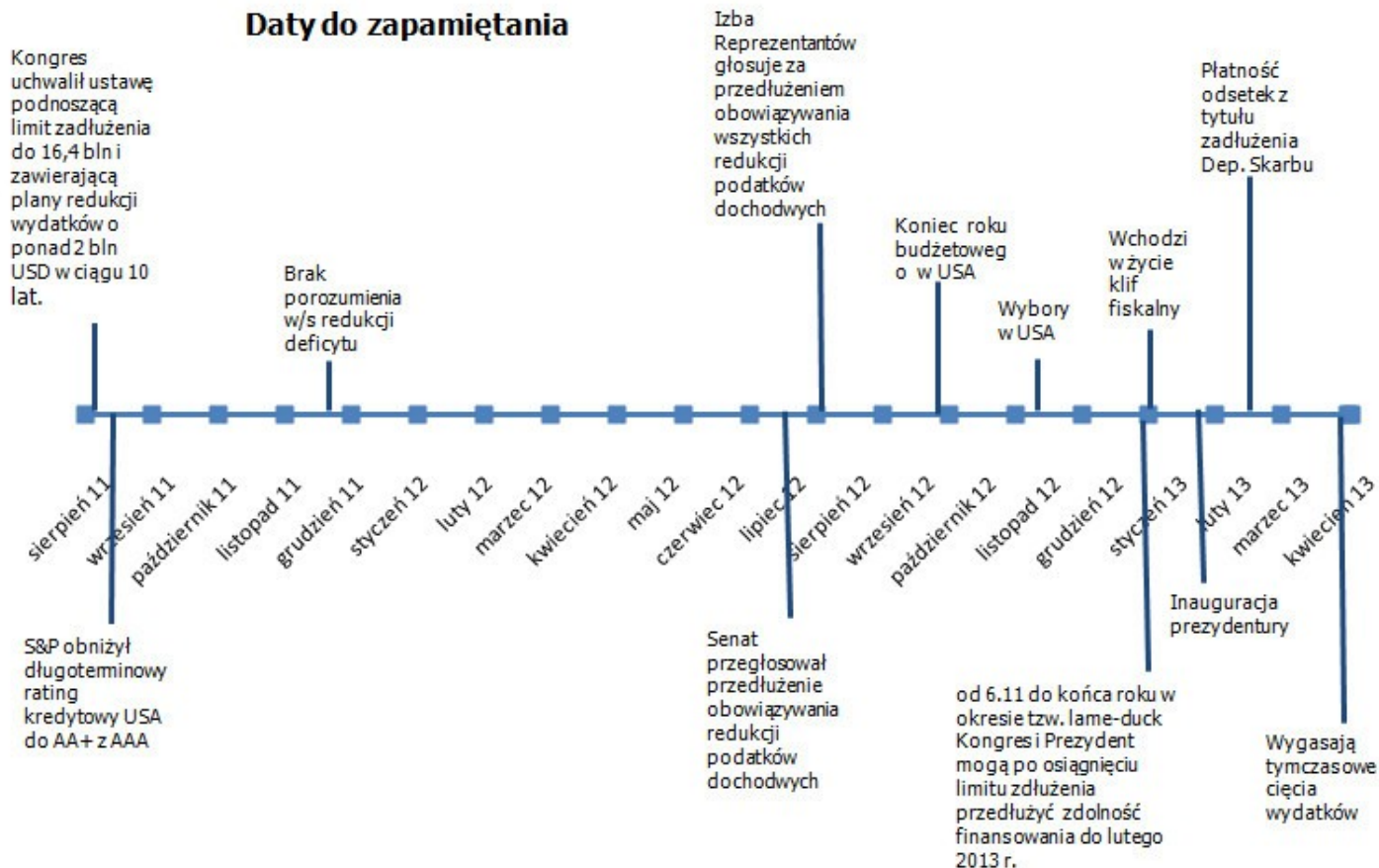
Źródło: CBO

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

Daty do zapamiętania



Źródło: Bloomberg

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

Jak osiągnąć kompromis ?

Kongres zbierze się na sesji już w okresie tzw. *lame-duck*, czyli w momencie gdy nowy Kongres jest już wybrany ale nie rozpoczął jeszcze swojej kadencji. W praktyce jest to okres między 6 listopada br., a 20 stycznia przyszłego roku. Rozpoczęcia poważnych prac należy się jednak spodziewać dopiero od poniedziałku 26 listopada, po Święcie Dziękczynienia (czwartek 22 listopada). Oznacza to, iż Kongres ma tylko kilka tygodni na osiągnięcie kompromisu i wypracowanie odpowiednich aktów prawnych. Kongres może wydać zgodę na zastąpienie większości elementów klifu fiskalnego tymczasowymi zmianami podatkowymi zanim ostatecznie rozstrzygnie o zmianach. Możliwe jest też przełożenie negocjacji zanim nowy Kongres się ukonstytuuje w styczniu przyszłego roku. Warto w tym miejscu przypomnieć sobie bardzo trudne negocjacje latem ubiegłego roku, kiedy prezydent Obama prosił o zwiększenie maksymalnego limitu zadłużenia tak, aby rząd mógł regulować swoje zobowiązania. Kompromis został w końcu osiągnięty dzięki zobowiązaniu się przez administrację Obamy do cięć budżetowych. Zwiększenie limitu długu w zeszłym roku nie wystarczyło na długo. Dzisiejsze problemy są pokłosiem wieloletniej polityki deficytów budżetowych, które zostały zwiększone po 2008 r. by stymulować gospodarkę. Proces legislacji rozpocznie się w Izbie Reprezentantów gdzie przewagę mają Republikanie. W ubiegłym roku republikańska większość w celu redukcji deficytu federalnego godziła się jedynie na cięcia wydatków, a nie podwyżki podatków. Zupełnie inne preferencje mają Demokraci. Opowiadają się oni za działaniami łączącymi podwyżki podatków i cięcia wydatków. Symptodem podziałów w Izbie Reprezentantów jest wypowiedź republikańskiego przewodniczącego Izby J.Boehner'a gdy stało się jasne, iż Republikanie utrzymają w niej większość. Stwierdził on, iż „nie ma mandatu do podnoszenia podatków”. Postęp w kwestii redukcji deficytu będzie więc wymagał kompromisów od każdej ze stron.

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

Podziały są głębokie

Prezydent Obama uznał wzrost podatków dla najlepiej zarabiających jako jedną z istotnych kwestii swojej kampanii wyborczej. W tej sytuacji po zwycięskich wyborach trudno będzie mu twierdzić, iż nie ma mandatu do prośbienia Kongresu o podwyżkę podatków dla najbogatszych.

Stawki podatkowe dla osób samotnych

Dochody do opodatkowania (tys. USD) od do		Obowiązujące (gdy wygasną obniżki wprowadzone przez Bush'a)	Propozycje Obamy do budżetu na 2013 r.	Propozycje Romney'a	Obowiązujące po przedłużeniu obniżek wprowadzonych przez Bush'a
-	8 900	15,0%	10,0%	8,0%	10,0%
8 900	36 150	15,0%	15,0%	12,0%	15,0%
36 150	87 550	28,0%	25,0%	20,0%	25,0%
87 550	182 600	31,0%	28,0%	22,4%	28,0%
182 600	212 850	36,0%	33,0%	26,4%	33,0%
212 850	397 000	36,0%	36,0%	26,4%	33,0%
397 000	>	39,6%	39,6%	28,0%	35,0%

Źródło: Tax Policy Center

Republikanie opowiadają się przeciw wzrostowi stawek podatkowych, a za rozszerzeniem bazy podatkowej w celu uzupełnienia utraconych dochodów. Sprzeciwiają się również cięciom wydatków obronnych, a opowiadają się za redukcją programów federalnych. Poprzez zlikwidowanie podwyższenia podatków Republikanie chcą

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

łagodzić perspektywy zacieśnienia fiskalnego.

Demokraci gotowi są do cięcia wydatków na obronę i zgadzają się na wolniejszą realizację redukcji innych wydatków. Szczególnie dotyczy to wydatków wpływających na programy pomocy społecznej. Demokraci są również chętni do podnoszenia stawek podatkowych dla podatników o najwyższych dochodach. W istocie Demokraci chcą zmniejszyć rozmiar klifu fiskalnego poprzez eliminację większości ale nie wszystkich podwyżek podatków oraz rozłożyć cięcia wydatków w dłuższym okresie czasu. Są to te same propozycje, co do których obie strony nie mogły znaleźć kompromisu podczas ubiegłorocznej debaty budżetowej.

Stawki podatkowe dla małżeństw

Dochody do opodatkowania (tys. USD)		Obowiązujące (gdy wygasną obniżki wprowadzone przez Bush'a)	Propozycje Obamy do budżetu na 2013 r.	Propozycje Romney'a	Obowiązujące po przedłużeniu obniżek wprowadzonych przez Bush'a
od	do				
-	17 800	15,0%	10,0%	8,0%	10,0%
17 800	60 350	15,0%	15,0%	12,0%	15,0%
60 350	72 300	28,0%	15,0%	12,0%	15,0%
72 300	145 900	28,0%	25,0%	20,0%	25,0%
145 900	222 300	31,0%	28,0%	22,4%	28,0%
222 300	266 100	36,0%	33,0%	26,4%	33,0%
266 100	397 000	36,0%	36,0%	26,4%	33,0%
397 000	>	39,6%	39,6%	28,0%	35,0%

Źródło: Tax Policy Center

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

Scenariusze:

- Obie strony osiągają porozumienie na chwilę przed dniem 1 stycznia 2013 r., jednak będzie to rozwiązanie chwilowe, które mogłoby wydłużyć bezpieczny okres o ok. 3 – 6 miesięcy. Dzięki temu odpowiedzialność za długookresowe rozwiązanie tego problemu spadnie na nowy Kongres, który spotka się po Nowym Roku. Wpływ tego scenariusza na rynki zależy od tego jak bardzo burzliwy będzie proces osiągania kompromisu.
- Partie będą się kierować swoimi strategiami, a na bok odsuną potrzebę opóźnienia klifu fiskalnego. Republikańskie odrzucą każdą ustawę wskazującą na konieczność podwyżki podatków. Automatyczne cięcia o wartości równej 5 proc. amerykańskiej gospodarki mogą spowodować katastrofalne skutki dla globalnej gospodarki. USA mogłyby wpaść w cykl podobny do Grecji tzn. kurczenie się gospodarki, mniejsza konsumpcja, spadek PKB, wzrost długu do PKB, obniżki ratingu, jeszcze większe cięcia budżetowe... itd. Bardzo negatywny wpływ na rynki (szczególnie kapitałowe).

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

Wpływ klifu fiskalnego na rynki finansowe

FX	• Potencjalna realizacja klifu fiskalnego z końcem roku będzie prawdopodobnie początkowo wspierać USD w dużej mierze ze względu status „waluty bezpiecznej” tj. USD umacnia się w momencie wzrostu awersji do ryzyka i pozostaje z tego powodu głęboko ujemnie skorelowany w stosunku do rynków kapitałowych. • Jednakże brak konsolidacji fiskalnej w Stanach Zjednoczonych (oraz w szczególności tzw. „twin deficits” – deficyty budżetowy i deficyt na rachunku obrotów bieżących) sugerują, że w długim okresie nastąpi odwrócenie trendu w kierunku słabszego dolara, co znajdzie odbicie w indeksie wartości realnej USD TWI. • Jak dotąd rynki były bardziej skupione na Europie, a ostatnie decyzje EBC wpływały na osłabienie dolara wobec euro. • Rynki po wyborach prezydenckich zwrócą większą uwagę na groźbę klifu fiskalnego.
Rynek długu	• Wbrew intuicji realizacja klifu fiskalnego w krótkim okresie będzie stanowić wsparcie dla amerykańskich obligacji skarbowych uważanych za „bezpieczną przystań”. • Uniknięcie klifu fiskalnego krótkoterminowo prawdopodobnie poprawi oczekiwania dotyczące tempa wzrostu gospodarczego. Jednak rezultatem takiego scenariusza będzie zwiększenie deficytu i w efekcie presja na dłużni koniec krzywej rentowności amerykańskich papierów skarbowych. • Jednak ponieważ rynki już w dużym stopniu wyceniły taki scenariusz pozytywny wpływ uniknięcia klifu byłby ograniczony. • Klif fiskalny nie powinien mieć większych skutków dla rynków obligacji poza USA.
Ocena zdolności kredytowej	• Postrzegamy klif fiskalny jako podstawowe ryzyko dla oceny wiarygodności kredytowej USA. • USA wciąż są postrzegane przez rynki finansowe jako bezpieczna przystań i jest mało prawdopodobne że utracą ten status nawet w przypadku kolejnej obniżki ratingu. Wszystko sprowadza się do kwestii czy zarządzający portfelami wierzą że są inne bezpieczniejsze aktywa do nabycia niż amerykańskie obligacje skarbowe. Powszechna odpowiedź na tak postawione pytanie brzmi - Nie. • Skala szoku wywołanego kolejną obniżką ratingu powinna być mniejsza niż to miało miejsce latem br.r. i jej wpływ będzie prawdopodobnie mniejszy. • Kwestia wiarygodności kredytowej Europy jest obecnie w centrum zainteresowania w o wiele większym stopniu niż w przypadku USA, z zagrożonym obniżką ratingu hiszpańskim lub włoskim długiem, co wywołałoby gwałtowne reakcje. • Istniejące obawy dotyczące długoterminowej stabilności fiskalnej USA mogą się objawić raczej nie jako bankructwo USA, a jako wzrost inflacji.

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Klif fiskalny i jego wpływ na rynki finansowe

Wpływ klifu fiskalnego na rynki finansowe

Rynki akcji	• Klif fiskalny jest największym średnio terminowym zagrożeniem dla amerykańskich rynków kapitałowych z mniejszym bezpośrednim wpływem na inne regiony. • Klif może negatywnie wpływać na potencjał wzrostu gospodarczego w USA, stopę zwrotu z inwestycji po opodatkowaniu oraz premię za ryzyko kapitałowe. • Firmy z wysokim wskaźnikiem wzrostu stopy dywidend do wydajności i dużej zależności stopy przychodów od rządowych wydatków są najbardziej wrażliwe na klif. Firmy te są skoncentrowane w sektorach opieki zdrowotnej i obrony.
Rynki surowcowe	• Rynki towarowe wyceniają słabsze perspektywy światowego wzrostu gospodarczego prawdopodobnie w związku z obawami związanymi z Europą i Chinami ale być może także ze względu na zbliżający się klif fiskalny w USA. • Wpływ klifu byłby bardzo duży na rynki towarowe, załamanie wzrostu gospodarczego w USA mogłoby zachwiać światowym wzrostem gospodarczym, co spowodowałoby gwałtowny spadek popytu na energię i metale. Sytuacja na rynkach towarowych najbardziej bezpośrednio wpłynie na ceny benzyny i oleju napędowego w USA. Zapotrzebowanie USA na ropę naftową stanowi 15% popytu światowego. Wpływ spadku amerykańskiego popytu byłby zatem widoczny w globalnym poziomie cen ropy brent. • Popyt w rolnictwie charakteryzuje się niską cyklicznością ale niższe ceny benzyny pozwoliłyby na spadek popytu na etanol co pociągnęłoby za sobą spadek cen wielu zbóż. Ceny metali przemysłowych mogłyby również spaść ale biorąc pod uwagę większy znaczenie metali przemysłowych dla gospodarek rynków wschodzących, szczególnie Chin, niż dla USA, ceny metali mogą spaść w mniejszym stopniu niż ceny ropy naftowej. • Recesyjny wpływ klifu fiskalnego spowodowałby prawdopodobny dalszą presję na realne stopy procentowe w USA, co będzie wspierać ceny złota szczególnie jeśli spowoduje dalsze luzowanie ilościowe ze strony Fed.

Sporządził: Krzysztof Wołowicz

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

Departament Analiz:

Tel: +48 (22) 529 76 38

Krzysztof Wołowicz	Dyrektor Departamentu	tel: +48 602 659 769,	e-mail: kw@tms.pl
Bartosz Sawicki	Analitik	tel: +48 603 307 161	e-mail: bs@tms.pl
Szymon Zajkowski	Analitik		e-mail: sz@tms.pl

Prezentowany raport jest wynikiem analiz prowadzonych przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. i, choć sporządzony został na podstawie wiarygodnych źródeł informacji, TMS Brokers nie gwarantuje kompletności, dokładności i poprawności danych w nich zawartych. Dystrybucja raportu ogranicza się do klientów, z którymi TMS Brokers podpisał odpowiednie umowy świadczenia usług, jak również użytkowników serwisów informacyjnych, w tym serwisów internetowych udostępnianych przez TMS Brokers. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za działania podjęte na podstawie rekomendacji, prognoz, przewidywań i jakichkolwiek informacji zawartych w prezentowanym raporcie o ile przy ich przygotowaniu TMS Brokers dołożył należytej staranności. Szczegółowe informacje dotyczące TMS Brokers, zasad sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji, źródeł informacji, określenia odbiorców rekomendacji, terminologii fachowej, konfliktów interesów, jak również częstotliwości wydawania i ważności rekomendacji, wskazane zostały na stronach internetowych www.tms.pl w części „zastrzeżenia”.

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078