

20 lutego 2014

## Raport Dzienny

### Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk  
główny ekonomista  
tel. +48 22 829 01 66  
[ernest.pytlarczyk@mbank.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@mbank.pl)

Marcin Mazurek  
starszy analityk  
tel. +48 22 829 01 83  
[marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel. +48 22 526 70 34  
[piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Marek Ignaszak  
analityk  
tel. +48 22 829 02 56  
[marek.ignaszak@mbank.pl](mailto:marek.ignaszak@mbank.pl)

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
tel. +48 22 829 00 00  
fax. +48 22 829 00 33  
<http://www.mbank.pl>

### Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

| Godzina                 | Kraj | Zmienna                                | Okres | Prognoza |           | Poprzednio | Odczyt |
|-------------------------|------|----------------------------------------|-------|----------|-----------|------------|--------|
|                         |      |                                        |       | mBank    | konsensus |            |        |
| 17.02.2014 PONIEDZIAŁEK |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 0:50                    | JAP  | PKB kw/kw (%)                          | Q4    |          | 0.7       | 0.3        | 0.3    |
| 15:00                   | POL  | Wykonanie budżetu (%)                  | sty   |          |           |            | 5.6    |
| 18.02.2014 WTOREK       |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 11:00                   | GER  | ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)          | lut   |          | 44.0      | 41.2       | 50.0   |
| 11:00                   | GER  | ZEW - oczekiwania (pkt. )              | lut   |          | 61.5      | 61.7       | 55.7   |
| 14:00                   | HUN  | Decyzja Banku Węgier (%)               |       |          | 2.75      | 2.85       | 2.70   |
| 14:00                   | POL  | Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)       | sty   | 4.6      | 3.3       | 2.7        | 3.4    |
| 14:00                   | POL  | Zatrudnienie r/r (%)                   | sty   | 0.6      | 0.6       | 0.3        | 0.0    |
| 14:30                   | USA  | Wsk. Empire State (pkt. )              | lut   |          | 9.75      | 12.51      | 4.48   |
| 19.02.2014 ŚRODA        |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 14:00                   | POL  | Produkcja przemysłowa r/r (%)          | sty   | 3.8      | 3.5       | 6.6        | 4.1    |
| 14:00                   | POL  | PPI r/r (%)                            | sty   | -0.9     | -0.9      | -0.9       | -0.9   |
| 14:30                   | USA  | Rozp. budowy domów SAAR (tys. )        | sty   |          | 950       | 1048 (r )  | 880    |
| 14:30                   | USA  | Pozwolenia na budowę SAAR (tys. )      | sty   |          | 975       | 991 (r )   | 937    |
| 14:30                   | USA  | PPI r/r (%)                            | sty   |          | 1.2       | 1.1        | 1.2    |
| 20:00                   | USA  | Minutes Fed                            |       |          |           |            |        |
| 20.02.2014 CZWARTEK     |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 2:45                    | CHN  | PMI w przemyśle (pkt. )                | lut   |          | 49.5      | 49.5       | 48.3   |
| 9:00                    | FRA  | PMI w przemyśle wstępny (pkt. )        | lut   |          | 49.5      | 49.3       |        |
| 9:00                    | FRA  | PMI w usługach wstępny (pkt. )         | lut   |          | 49.4      | 48.9       |        |
| 9:30                    | GER  | PMI w przemyśle wstępny (pkt. )        | lut   |          | 56.3      | 56.5       |        |
| 9:30                    | GER  | PMI w usługach wstępny (pkt. )         | lut   |          | 53.4      | 53.1       |        |
| 10:00                   | EUR  | PMI w przemyśle wstępny (pkt. )        | lut   |          | 53.9      | 54.0       |        |
| 10:00                   | EUR  | PMI w usługach wstępny (pkt. )         | lut   |          | 51.9      | 51.6       |        |
| 14:00                   | POL  | Minutes RPP                            |       |          |           |            |        |
| 14:30                   | USA  | CPI r/r (%)                            | sty   |          | 1.6       | 1.5        |        |
| 14:30                   | USA  | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys. ) | 15.02 |          | 330       | 339        |        |
| 16:00                   | USA  | Indeks Philly Fed (pkt.)               | lut   |          | 10.0      | 9.7        |        |
| 16:00                   | EUR  | Wsk. koniunktury konsumenckiej (pkt.)  | lut   |          | -11.0     | -11.7      |        |
| 21.02.2014 PIĄTEK       |      |                                        |       |          |           |            |        |
| 16:00                   | USA  | Sprzedaż domów na r.wtórny (mln)       | sty   |          | 4.70      | 4.87       |        |

### Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska.** Dziś o 14:00 publikacja opisu dyskusji na ostatnim posiedzeniu RPP. Wziąwszy pod uwagę ostatnie wypowiedzi członków Rady oraz ton konferencji prasowej prezesa Belki, trudno tu oczekiwać zaskoczeń dotyczących ogłędu gospodarki. Ciekawa za to może być ewentualna dyskusja na temat zaburzeń na rynkach wschodzących i ich wpływu na Polskę.

**Gospodarka globalna.** Dzień pod znakiem indeksów PMI ze strefy euro. Tym razem oczekiwania są dość konserwatywnie ustawione (na utrzymanie wyśrubowanych, styczniowych poziomów) i, biorąc pod uwagę znaczenie sfery realnej dla EBC, każda negatywna niespodzianka – a takiej nie można wykluczyć, jeśli weźmie się pod uwagę ekspozycję Europy i zwłaszcza Niemiec na niedomagające rynki wschodzące – będzie oznaczać przecenę euro. Po drugiej stronie Oceną warto, obok indeksu Philly Fed i cotygodniowych danych z rynku pracy, obserwować odczyt inflacji. Wczorajsza niespodzianka w PPI (wyższy od oczekiwań wzrost cen w ujęciu bazowym) mogła rozbudzić oczekiwania na podobne zaskoczenie również w cenach konsumenckich.

### Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkcja przemysłowa w styczniu wzrosła o 4,1 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem wzrosła o 2,9 proc (**więcej w sekcji analizy**).
- Cichoń, MF: Inflacja średnioroczna w 2014 roku nie przekroczy 1,5 proc., ale nie będzie to miało negatywnego wpływu na dochody budżetowe, gdyż zostanie zrównoważone wyższym niż zakładano, 3-proc. wzrostem PKB.
- Kowalczyk, MF: Przy założeniu "konserwatywnej sprzedaży SPW w marcu i zrolowania papierów zapadających w kwietniu, Ministerstwo Finansów może mieć po kwietniu sfinansowane około 80 proc. tegorocznych potrzeb pożyczkowych.

| Decyzja RPP (5.03.2014) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje                          | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps         | 0%                                                               | GERGB 10Y                          | 0.000        | 0.000        |
| stopy bez zmian         | 100%                                                             | USAGB 10Y                          | 2.734        | -0.020       |
| obniżka 25 bps          | 0%                                                               | POLGB 10Y                          | 4.506        | 0.043        |
| <b>PROGNOZA mBanku</b>  |                                                                  | <b>Dotyczy benchmarków Reuters</b> |              |              |
| <b>stopy bez zmian</b>  |                                                                  |                                    |              |              |

## Fed wciąż na autopilocie.

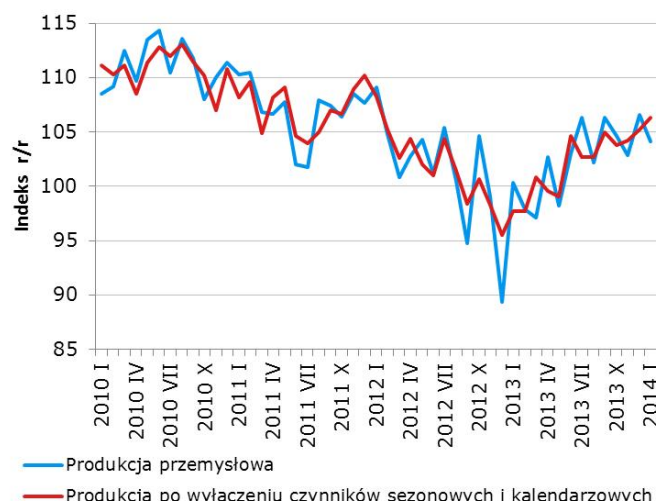
Tezę zawartą w tytule można było udowodnić już po przesłuchaniu Janet Yellen w Kongresie. Jest ona osobą z reguły dążącą do konsensusu i jednocześnie przykładającą dużą wagę do promulgowania tez zgodnych z tym konsensusem. Jej ocena gospodarki zbiegła z poglądami wszystkich członków FOMC wyrażonych w „Minutes” z ostatniego posiedzenia Fed pod przewodnictwem Bena Bernanke. Odnotujemy zatem główne punkty toczącej się obecnie dyskusji.

Po pierwsze, ograniczenie zakupów w ramach QE będzie przebiegało miarowo i do zakłócenia z góry przyjętej trajektorii redukcji potrzeba będzie dużo gorszych danych. Fed prawdopodobnie skupi się na możliwości osiągnięcia minimalnie 2,9% wzrostu PKB w IV kwartale 2014 roku (liczonego jak w Polsce, czyli r/r). Będzie to możliwe dopóty słabszym danym będą przypisywane czynniki wyłącznie pogodowe. Dlatego też scenariuszem bazowym jest kolejna redukcja zakupów na marcowym posiedzeniu, gdyż ten instrument polityki pieniężnej wydaje się przedstawiać małą efektywność w oczach decydentów z FOMC. Po drugie, w związku ze spadkiem stopy bezrobocia do poziomu bliskiego 6,5% cel ten zostanie zmodyfikowany. Członkowie FOMC przedstawili cały wachlarz propozycji, w jaki sposób problem ten mógłby zostać rozwiązany. Naszym zdaniem najbardziej naturalną opcją będzie przejście do opisu jakościowego, gdyż ten dopuszcza największą dyskrecjonalność w prowadzeniu polityki pieniężnej (niektórzy członkowie mówią o otwarciu o szybszych podwyżkach stóp procentowych). Jako że forward guidance jest obecnie uznawane za najsilniejszy kanał oddziaływania Fed na gospodarkę, decydenci pozostawiają sobie szerokie pole manewru, być może pozostawiając nieco większy nacisk na niską inflację.

Reakcja rynkowa na opublikowany zapis dyskusji na posiedzeniu była niewielka (skromne umocnienie dolara, 3 punkty wzrostów rentowności na dłuższych obligacjach). Jakkolwiek inwestorzy zaakceptowali pożegnanie z QE, większa dyskrecjonalność Fed w kontekście polityki stóp procentowych nie będzie oznaczała obojętności na dane. Dopóki zatem nie rozstrzygnie się niepewność odnośnie danych makro (ile pogody, a ile faktycznego spowolnienia) a inflacja pozostanie względnie niska (dziś oficjalna publikacja, wyższa inflacja PPI podnosi poprzeczkę dla zaskoczenia w górę), obligacje amerykańskie powinny cieszyć się popytem. Tym bardziej, że kolejny, niższy odczyt chińskiego PMI może zapoczątkować intensyfikację repatriacji kapitału z EM.

## Przemysł i budownictwo. Dobry początek roku.

W styczniu **produkcja przemysłowa** wzrosła o 4,1% r/r po 3,6% wzroście zanotowanym w grudniu, co okazało się wynikiem nieco lepszym od oczekiwań analityków. Po odsezonowaniu (w styczniu mieliśmy do czynienia z negatywną różnicą liczby dni roboczych) dynamika produkcji przemysłowej wzrosła o 6,3% r/r wobec 5,2% w grudniu. Tym samym, w styczniu mieliśmy do czynienia z trwającym już od III kwartału 2013 dalszym wystromieniem dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu (patrz wykres).



Wzrost zaobserwowano w 24 z 36 sekcji. Wśród rosnących sekcji znalazły się nie tylko te eksportowe (produkcja mebli, urządzeń elektrycznych, komputerów), ale i te powiązane z popytem wewnętrznym, czy budowlanką. Spadki objęły sekcje takie jak farmaceutyki, gdzie obserwujemy od dłuższego czasu spadki produkcji, które nie są związane z cyklem koniunkturalnym.

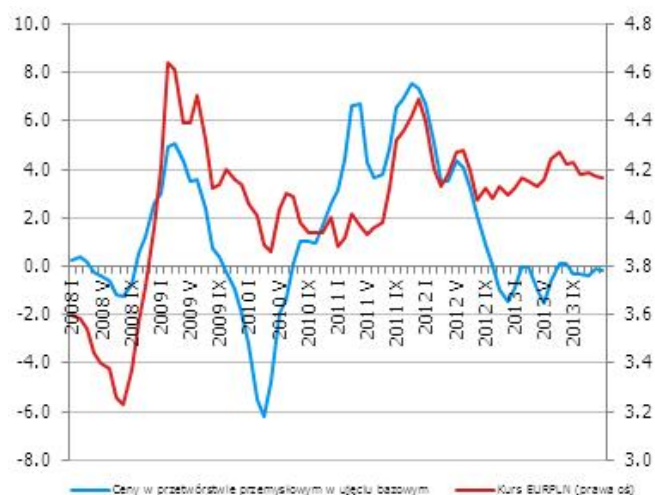
W kolejnych miesiącach spodziewamy się dynamiki produkcji przemysłowej w przedziale 7-9% r/r, co powinno dodatkowo utwierdzać wiarę w ożywienie gospodarcze. W I kw. 2014 wzrost PKB może przekroczyć już poziom 3% r/r.

**Produkcja budowlano-montażowa** spadła o 3,9% w ujęciu rocznym (co ciekawe, wyeliminowanie czynników sezonowych i kalendarzowych nie zmienia dynamiki r/r ani o jotę), nieco poniżej konsensusu (+1,3%), ale zgodnie z naszą prognozą (-3,5%). W przypadku sektora budowlanego trudno oczywiście mówić o odreagowaniu słabego grudnia, ale my takowego nie oczekiwaliśmy – styczeń jest miesiącem charakteryzującym się silnym sezonowym spadkiem aktywności budowlanej, zasadniczo niewrażliwym na koniunkturę, pogodę i kalendarz. Inaczej rzecz ujmując, w styczniu wybieramy dynamikę m/m z przedziału (-60%; -70%). Abstrahując od specyfiki przełomu roku, warto odnotować, że tegoroczne perspektywy dla sektora budowlanego są bardzo dobre. Rozkręca się prywatna działalność inwestycyjna: dowody anegdotyczne wskazują na duże ożywienie w segmencie budownictwa komercyjnego w dużych miastach, budownictwo mieszkaniowe zanotowało zaś w styczniu najlepszy wynik od przeszło roku (bardzo dobre dane o rozpoczętych budowach – patrz wykres poniżej). Wreszcie, niesłabnąca fala przetargów na budowę dróg wskazuje

na istotne przyspieszenie budownictwa infrastrukturalnego począwszy od połowy roku.



**Ceny producentów** spadły w styczniu o 0,9% w ujęciu rocznym (konsensus -0,8%, nasza prognoza -0,9%). Miesięczna dynamika cen producentów wyniosła +0,1% (poprzedni odczyt został obniżony do -0,1% z 0,0%). Gdyby nie pozytywny efekt netto zmian cen energii (podwyżka cen gazu, obniżka cen energii elektrycznej), ceny pozostałyby na poziomie sprzed miesiąca, dokładnie tak, jak w samym przetwórstwie przemysłowym, gdzie ceny nie zmieniły się drugi miesiąc z rzędu. Nieco szybciej rosną ceny w przetwórstwie przemysłowym, ale w ujęciu bazowym, czyli po wyłączeniu sekcji wrażliwych głównie na ceny kształtowane globalnie, gdzie po raz drugi z rzędu odnotowana została dynamika miesięczna +0,1% (annualizowane 1,2%, czyli historycznie wciąż jednak bardzo nisko). W dalszym ciągu uważamy, że rozpędzanie cen producentów przebiega bardzo powoli i wzrosty o większej skali możliwe są dopiero w drugiej połowie roku, kiedy ożywienie gospodarcze stanie się bardziej odczuwalne przez przedsiębiorców. Scenariusz ten obciążony jest jednak coraz większym ryzykiem, gdyż presji inflacyjnej po stronie producentów kompletnie nie widać, a wydaje nam się, że na tym etapie powinna się już pojawiać (domykać się powinna choćby luka pomiędzy kursem walutowym a dynamiką cen – jak widać obecnie amortyzują ją sami przedsiębiorcy prawdopodobnie rezygnując z części marży).



Dane znów nie zmieniają perspektyw polityki pieniężnej. W RPP wiara we wzrost jest już silnie ugruntowana, ale jest to wiara w ożywienie bezinflacyjne. Nic takiej wiary nie zachwieje w najbliższym czasie. Niska inflacja, bardzo, bardzo gołębia RPP, kontekst europejski (oczekiwania na obniżkę stóp w ECB, a może nawet na europejskie QE) oraz regionalny (Węgry już niedługo zrównają stopę bazową z Polską) powinien szachować oczekiwania na rychle zacieśnienie i wspierać polskie obligacje. Obecnie najbardziej podobają nam się dłuższe papiery, gdzie dodatkowo możemy oczekiwać kompresji premii za ryzyko, w tym ryzyko kursowe. Zaznaczamy, że nie potrafimy przewidzieć rozwoju sytuacji na Ukrainie – obecnie zakładamy, że czynnik ten nie będzie decydujący dla gospodarki polskiej i inwestorzy nie dadzą się podpuścić sprzedając polskie aktywa tak jak to miało miejsce w przypadku przeceny styczniowej, która nota bene okazała się okazją do zakupu polskich obligacji i waluty.



## EURUSD fundamentalnie

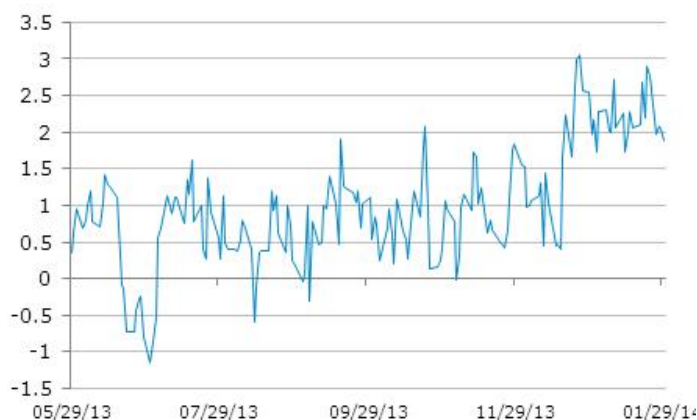
EURUSD niżej, i to głównie z powodu słabości wspólnej europejskiej waluty. Na notowaniach euro zaważyła zapewne kwestia ukraińska - choć ekspozycja europejskiej gospodarki na Ukrainę jest zanedbywalnie mała, wymiar polityczny nie umknął rynkom. Dolar z kolei stabilny, choć z dużymi wahaniami. Gorsze od oczekiwań dane z amerykańskiego rynku nieruchomości dość łatwo przypisać, podobnie jak większość negatywnych niespodzianek, pogodzie, stąd ich wpływ na rynki okazał się przejściowy i łagodzony przez zaskakujące pozytywnie PPI. Minutę FOMC zinterpretowano jako jastrzębie, choć nie do końca jest jasne, dlaczego - jest to dokument czysto historyczny (dyskusja Komitetu jeszcze w starym składzie) i nie mówi niczego, czego w swoim parlamentarnym wystąpieniu nie powiedziała wcześniej Janet Yellen. Dzisiejszy dzień pod znakiem danych o koniunkturze w strefie euro (negatywna niespodzianka to przy obecnych poziomach poważny cios w EURUSD) i amerykańskiej inflacji (wczorajsze dane o PPI mogły nieco rozbudzić oczekiwania, stąd wynik zgodny z konsensem zostanie odebrany negatywnie).

## EURUSD technicznie

Wczorajsza korekta została w dużej mierze zniesiona podczas sesji azjatyckiej. Jednak impet ruchu nieco osłabł, a do słynnych oporów w pasie 1,3800-1,3832 zostało już tylko 40 punktów. Oscylatory od dłuższego czasu są bardzo wysoko, choć wciąż jednak bez dwywergencji. Wydaje się, że paliwo wzrostu EURUSD powoli się wyczerpuje i przebiecie 1,38 nie będzie możliwe bez dodatkowego impulsu dla rynku. Mimo 50 punktów straty utrzymujemy naszą krótką pozycję na parze EURUSD (SL 1,3840), licząc na odbicie od oporów i marsz w stronę 1,34.

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 1,3666   | 1,3908 |
| 1,3524   | 1,3832 |
| 1,3475   | 1,3811 |

### EURUSD wzgl. dysparytetu na 2Y IRS



\* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.



## EURPLN fundamentalnie

Zgodnie z przewidywaniami, wczoraj na notowaniach złotego za-  
ważyły czynniki regionalne. Niestabilna sytuacja na Ukrainie i  
związana z tym duża doza niepewności (informacja o ogłosze-  
niu niezależności przez jeden z zachodnich regionów mogła po-  
ruszyć wyobraźnię niejednego inwestora...) sprawiły, że z grona  
wszystkich państw EM, najmocniej wczoraj traciły państwa gra-  
niczące z Ukrainą: Rosja, Węgry, Polska. W przypadku dwóch  
pierwszych oddziałują wprowdźcie czynniki idiosynkratyczne, nie-  
obecne w Polsce, ale różnicowanie ma tym razem wyraźny cha-  
rakter geograficzny. Trudno ocenić, jaki scenariusz jest już zdys-  
kontowany przez rynki - wydaje się, że samo przedłużanie nie-  
pewności będzie oddziaływać negatywnie na polskie aktywa.  
Dodajmy obawy o wzrost w EM, które mógł rozbudzić nie najlep-  
szy odczyt chińskiego PMI, i nietrudno wyobrazić sobie w dniu  
dzisiejszym dalsze osłabienie złotego. Paradoksalnie, umocnie-  
niu złotego mogą sprzyjać... słabsze dane ze strefy euro (jeśli  
zintensyfikują oczekiwania luzowania monetarnego przez EBC).

## EURPLN technicznie

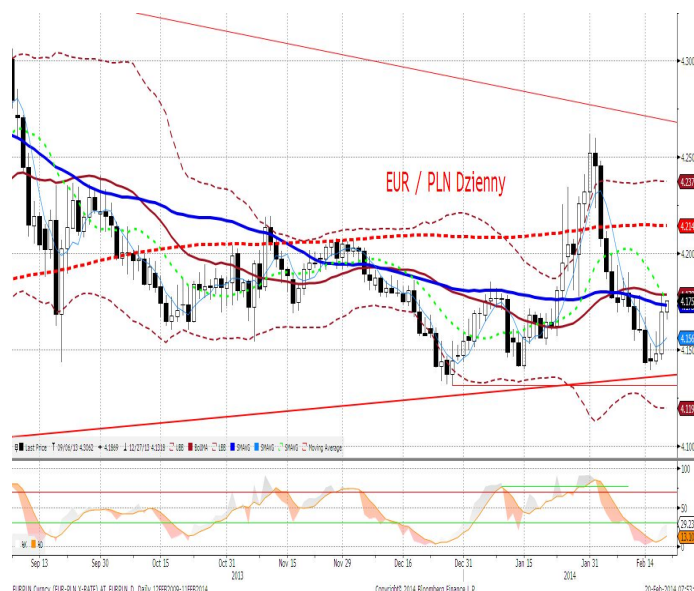
Nasza długa pozycja na EURPLN zarabia już ponad 300 pip-  
sów. Ruch został zatrzymany przez przedział oporów wyzna-  
czanych przez przebiegające na podobnych poziomach MA30  
i MA55 dla wykresu dziennego oraz MA200 na 4H, jednak wie-  
rzymy, że osłabienie złotego będzie kontynuowane. Znajdujemy  
się wciąż poniżej 38,2% zniesienia fibo i zrealizowaliśmy na  
razie pierwszą falę osłabienia. Ruch ma więc jeszcze pewien  
potencjał. Przebicie wspomnianych oporów będzie zwiastować  
marsz w stronę 4,19-4,20. Utrzymujemy naszą rekomendację  
long EURPLN, przesuwamy jedynie zlecenie stop loss do po-  
ziomu 4,1590 (tj. nieco poniżej MA55 na wykresie 4H).

| Wsparcie | Opór   |
|----------|--------|
| 4,1600   | 4,1987 |
| 4,1402   | 4,1868 |
| 4,1318   | 4,1789 |

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



\* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu  
(HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych  
czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe.  
Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



| IRS | BID   | ASK  | depo | BID | ASK | Fixing NBP |        |
|-----|-------|------|------|-----|-----|------------|--------|
| 1Y  | 2.81  | 2.84 | ON   | 2.4 | 2.7 | EUR/PLN    | 4.1638 |
| 2Y  | 3.095 | 3.15 | 1M   | 2.4 | 2.6 | USD/PLN    | 3.0286 |
| 3Y  | 3.34  | 3.40 | 3M   | 2.5 | 2.7 | CHF/PLN    | 3.4083 |
| 4Y  | 3.55  | 3.61 |      |     |     |            |        |
| 5Y  | 3.72  | 3.78 |      |     |     |            |        |
| 6Y  | 3.85  | 3.91 |      |     |     |            |        |
| 7Y  | 3.95  | 4.02 |      |     |     |            |        |
| 8Y  | 4.04  | 4.11 |      |     |     |            |        |
| 9Y  | 4.11  | 4.17 |      |     |     |            |        |
| 10Y | 4.16  | 4.23 |      |     |     |            |        |

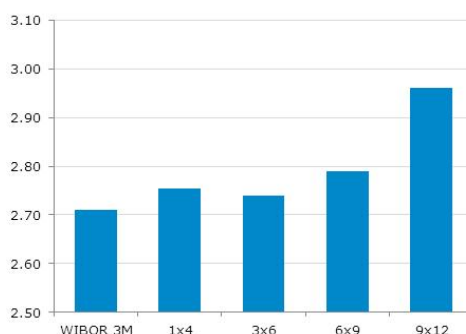
  

| FRA  | BID  | ASK  | Poziomy otwarcia |        |
|------|------|------|------------------|--------|
| 1x2  | 2.59 | 2.64 | EUR/USD          | 1.3732 |
| 1x4  | 2.69 | 2.75 | EUR/JPY          | 140.47 |
| 3x6  | 2.70 | 2.74 | EUR/PLN          | 4.1644 |
| 6x9  | 2.74 | 2.79 | USD/PLN          | 3.0324 |
| 9x12 | 2.93 | 2.96 | CHF/PLN          | 3.4120 |

WIBOR 3M i 1Y



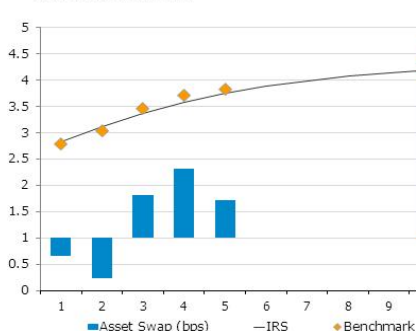
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



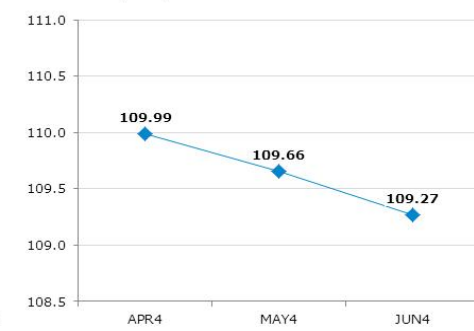
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



# Uwaga!

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów opartej na informacji z kompetentnych rynkowych źródeł, jednakże nie możemy gwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydania raportu i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje, na które powołują się w niniejszym opracowaniu autorzy niekoniecznie pozostają w zgodzie z opiniami mBanku S.A. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie są zatem poradą, rekomendacją, ofertą dotyczącą kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych i nie należy ich tak traktować. Prognozy wskazane w niniejszym dokumencie nie gwarantują osiągnięcia zysków przez inwestora działającego na ich podstawie. mBank S.A. (lub jego pracownicy) może posiadać na rachunku własnym lub może zawierać transakcje kupna/sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszej publikacji. Autorzy oświadczają, że inwestor nie powinien działać wyłącznie na podstawie niniejszego opracowania, bez zasięgnięcia niezależnej profesjonalnej porady inwestycyjnej. Jakakolwiek odpowiedzialność mBanku S.A., jego zarządu, pracowników, współpracowników, kooperantów, agentów z tytułu podjęcia przez jakąkolwiek osobę działań lub zaniechań w związku z niniejszym opracowaniem jest wyłączona. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.