mBank.pl

17 października 2014

Raport Dzienny

Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Karol Klimas
analityk
tel. +48 22 829 02 56
karol.klimas@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		
13.10.2014 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
14.10.2014 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	wrz		1.4	1.5	1.2
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	paź		16.0	25.4	3.2
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	paź		0.0	6.9	-3.6
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sie		-1.7	0.9 (r)	-1.8
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	sie	-340	-340	-681 (r)	-986
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sie	12650	12600	13383 (r)	11560
14:00	POL	Import (mln EUR)	sie	12400	12400	13312 (r)	11624
14:00	POL	M3 r/r (%)	wrz	7.9	7.8	7.4	7.8
15.10.2014 ŚRODA							
3:30	CHN	CPI r/r (%)	wrz		1.7	2.0	1.6
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	sie		6.1	6.2	6.0
14:00	POL	CPI r/r (%)	wrz	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	paź		20.00	27.54	6.17
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	wrz		-0.2	0.6	-0.3
14:30	USA	PPI r/r (%)	wrz		1.8	1.8	1.6
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	wrz			51.8 (r)	47
16.10.2014 CZWARTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	wrz	0.8	0.6	0.5	0.7
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie r/r (%)	wrz	3.5	3.5	3.5	3.4
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	wrz	0.7	0.8	0.7	0.8
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.10			287	264
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		0.4	-0.2 (r)	1.0
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	paź		20.0	22.5	20.7
17.10.2014 PIĄTEK							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	wrz	4.0	3.5	-1.9	
14:00	POL	PPI r/r (%)	wrz	-1.5	-1.5	-1.5	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	wrz		1002	956	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	wrz		1035	1003 (r)	
15:55	USA	Koniunktura kons. U.Michigan (pkt.)	paź		84.2	84.6	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Tydzień kończą dane miesięczne z sektora przemysłowego. Po danych SAMAR o produkcji samochodów zdecydowaliśmy się na podniesienie prognozy produkcji przemysłowej do 4,0% - tym niemniej, przyspieszenie to w całości wynika z efektu dni roboczych (+1 r/r vs. -1 r/r w sierpniu) i powrotu produkcji branży motoryzacyjnej do normy. Przełomu nie należy spodziewać się również w cenach producentów – wszystko wskazuje tam na stabilizację dynamiki cen producentów na poziomie z poprzedniego miesiąca.

Gospodarka globalna. Dzień pod znakiem danych z amerykańskiego rynku nieruchomości. Powszechnie oczekuje się nieznacznego wzrostu aktywności budowlanej. Warto również zwrócić uwagę na pierwszy odczyt nastrojów konsumenckich w USA w październiku.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- NBP: Za wnioskiem o obniżkę stóp procentowych NBP o 25 pb we wrześniu głosowali: Elżbieta Chojna-Duch, Jerzy Osiatyński oraz Anna Zielińska-Głębocka - wynika z opublikowanych w czwartek głosowań RPP. Wniosek nie uzyskał większości głosów.
- NBP: Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła we wrześniu 0,7 proc. rdr wobec 0,5 proc. rdr w sierpniu.
- NBP: Sytuacja ekonomiczna w sektorze przedsiębiorstw w III kwartale w dalszym ciągu się poprawiała, jednak prognozy na IV kwartał sugerują malejące prawdopodobieństwo utrzymania się tej pozytywnej tendencji.
- USA: Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu spadła do 264 tys. z 287 tys. tydzień wcześniej. Jest to najniższy odczyt tego wskaźnika od kwietnia 2000 r.

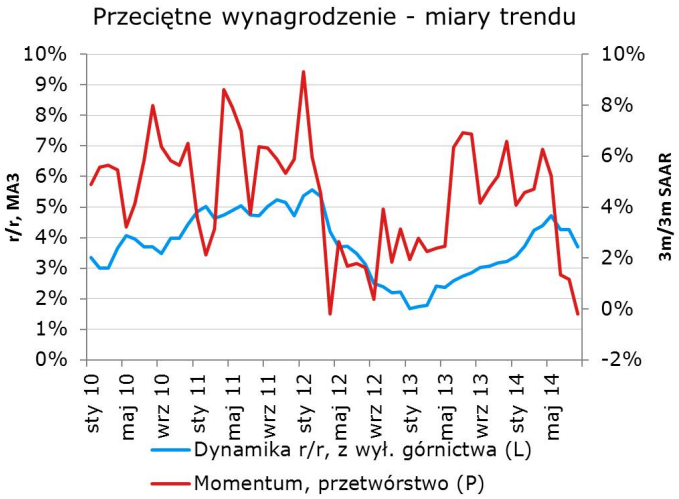
Decyzja RPP (5.11.2014)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA mBanku	**obniżka 50 bps**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	0.816	-0.009
USAGB 10Y	2.155	-0.030
POLGB 10Y	2.654	0.015

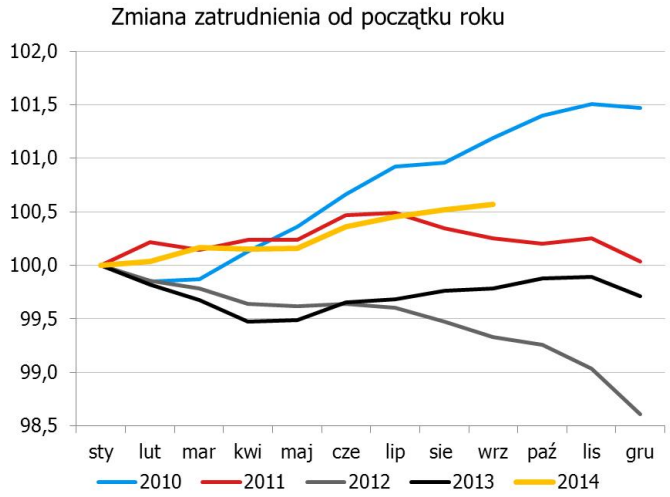
Dotyczy benchmarków Reuters

Dynamika rynku pracy straciła impet. Nie spodziewamy się rozluźnienia rynku pracy, jednak tempa wzrostu i zatrudnienia i wynagrodzeń lokalnie już minęły swoje maksima.

Przeciętne wynagrodzenie wzrosło we wrześniu o 3,4% r/r (czyli praktycznie w takim samym tempie jak w każdym z poprzednich trzech miesięcy), blisko konsensusu rynkowego i naszej prognozy. Jak co miesiąc, nie znamy szczegółów, ale w naszej prognozie pozytywny wpływ dni roboczych, widoczny głównie w przetwórstwie, znosił się z efektem wysokiej bazy w kategorii górnictwo. Tym samym, najprawdopodobniej realizuje się nasz scenariusz – dynamiki m/m z ostatnich miesięcy są bowiem spójne ze spowolnieniem wzrostu płac do ok. 2-2,5% r/r i takie też poziomy zobaczymy na przełomie 2014 i 2015 roku. Jest to związane wprost z niezbyt korzystną sytuację przemysłu i budownictwa w ostatnich miesiącach. Nie należy spodziewać się ponownego przyspieszenia wynagrodzeń w przetwórstwie w najbliższych miesiącach, a dochód realny wspiera obecnie już tylko niska, ujemna inflacja. Podobnie zatem wyglądają prognozy konsumpcji prywatnej. Prawdopodobnie wzrost dochodu realnego w coraz większym stopniu przeznaczany jest na oszczędności (widać wyraźny trend w stronę depozytów o dłuższym terminie zapadalności).



Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło wrześniu o 0,8% r/r (wobec 0,7% w poprzednim miesiącu), poniżej naszej prognozy, ale zgodnie z konsensusem rynkowym. W porównaniu do poprzedniego miesiąca przybyło 3tys. miejsc pracy. Pozostaje nam powtórzyć dokładnie to samo, co pisaliśmy przed miesiącem.



Zatrudnienie straciło impet. Choć spowolnienie ścieżki wzrostu PKB nie powinno być przyczynkiem do zwolnień, niepewność związana z jego genezą (załamanie handlu ze wschodem, utrzymujące się napięcie geopolityczne, przyhamowanie strefy euro) może ograniczać plany rozbudowy zatrudnienia przedsiębiorstw (automatycznie przekłada się to prawdopodobnie także na mniejszy popyt na dobra kapitałowe). Do znanych już napięć geopolitycznych dołączają obawy związane z globalnym wzrostem podsycane przez dalsze tracenie impetu przez dane europejskie oraz gospodarki rozwijające się. Z tego względu na obecnym etapie przekroczenie 1% dynamiki zatrudnienia pod koniec roku jest mocno wątpliwe i należałoby się spodziewać jej unormowania w przedziale 0,6-0,8% przez najbliższe miesiące. Scenariusz ten będziemy weryfikować, jeśli pojawią się sygnały odwrócenia słabnącej koniunktury, choć na razie ich nie widać.

Dane potwierdzają ryzyka dla polskiej gospodarki. Nie one jednak, lecz projekcja inflacyjna będzie przyczynkiem do kolejnej obniżki stóp procentowych na listopadowym posiedzeniu. Uważamy, że możliwe jest kolejne cięcie o 50pb.

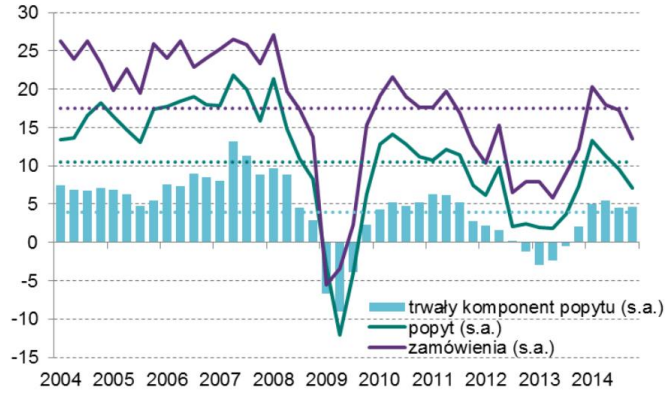
Coraz bardziej pesymistyczne wyniki badań koniunktury NBP

Na pierwszy rzut oka (tytuł i nagłówki prasowe) opublikowana wczoraj „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw. . . ” nie dostarcza znaczących podstaw do pesymizmu odnośnie do polskiej gospodarki. Diabeł jednak, jak zwykle, tkwi w szczegółach, a tu dostrzegamy, że wiele negatywnych tendencji dostrzeżonych w poprzednich edycjach badań koniunktury uległo zakorzenieniu.

Po pierwsze, wprawdzie ogólny wskaźnik koniunktury (BOSE) w III kwartale po raz kolejny wzrósł, ale tego samego nie można powiedzieć o wskaźnikach opracowywanych na podstawie bardziej szczegółowych pytań. W III kwartale zanotowano wyraźne spadki zarówno w odniesieniu do zamówień (w tym eksportowych), jak i produkcji; co więcej, prognozy tych ostatnich znalazły się poniżej swoich długookresowych średnich. Warto zauważyć, że jest to wzorzec obserwowany wcześniej w badaniach koniunktury GUS, gdzie ankietowani, pomimo wyraźnego pogorszenia ocen zamówień czy produkcji, pozostawali od miesięcy relatywnie optymistyczni w odniesieniu do ogólnej sytuacji gospodarczej. Poznanie źródeł tego „ogólnego”

optymizmu byłoby interesujące, raport NBP nie odpowiada jednak niestety na to pytanie.

Wykres 18 Wskaźniki prognoz: popytu ogółem, trwałego komponentu popytu oraz zamówień



Po drugie, wprawdzie wpływ konfliktu ukraińsko-rosyjskiego był po raz kolejny obecny w odpowiedziach ankietowanych, ale w świetle badania ad hoc okazał się być ograniczony do stosunkowo niewielkiej grupy eksporterów z istotną ekspozycją na rynki wschodnie. Sugeruje to, że nie jest to jedyna przyczyna obserwowanego obecnie w Polsce pogorszenia koniunktury – na co konsekwentnie wskazywaliśmy od miesięcy – a swoją rolę odegrała również stagnacja w strefie euro i czynniki wewnętrzne.

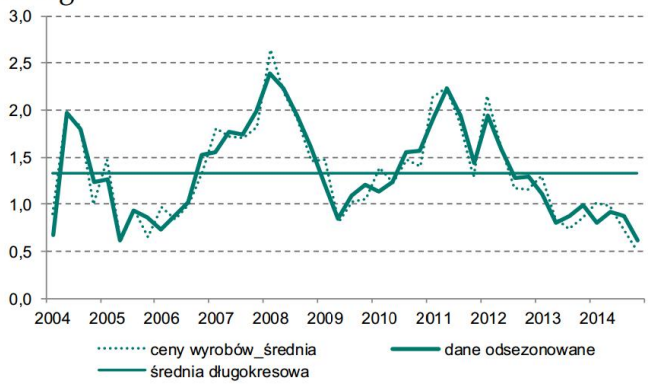
Wykres 19 Wskaźnik prognoz produkcji

Po trzecie, z grona czynników wewnętrznych oddziałujących na koniunkturę najmocniej wybija się kwestia budownictwa. Sektor ten, widziany przez pryzmat ankiet NBP, przeżywa w II połowie roku istotne pogorszenie sentymentu, widoczne w wyraźnie gorszych perspektywach popytu, niższej produkcji i – uwaga! – mniejszym dostępie do kredytu bankowego (jedyna branża).

Po czwarte, badania potwierdzają wniosek, który można było już dwoma-trzema miesiącami wysnuć z „twardych danych": rynek pracy przestał przyspieszać (por. nasz komentarz do opublikowanych wczoraj danych GUS). Obecnie, zarówno w odniesieniu do płac, jak i tworzenia miejsc pracy, obserwujemy stabilizację prognoz na dość niskich poziomach, co sygnalizuje brak istotnej presji płacowej w nadchodzących miesiącach i niewielkie wzrosty zatrudnienia. W takim kontekście nie zaskakuje fakt, że wykorzystanie mocy produkcyjnych po raz pierwszy od wielu kwartałów spadło, a wraz z nim – skłonność do podejmowania przez przedsiębiorstwa inwestycji (choć poziomy odpowiednich wskaźników są w dalszym ciągu solidne).

Wreszcie, kilka słów komentarza należy się rozdziałowi poświęconemu cenom. W bieżącej edycji badań koniunktury zanotowano bowiem kilka niechlubnych rekordów: najniższe prognozy cen surowców i materiałów, najniższe w historii prognozy cen własnych towarów i usług, najniższy odsetek przedsiębiorstw przewidujących wzrosty cen, etc. Tendencje te są niezależne od sektora, bycia eksporterem i kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Summa summarum, jest to obraz dezinflacji (choć w przypadku cen producenckich powinno się mówić raczej o deflacji) zapuszczającej coraz głębiej korzenie, zarówno w faktycznych decyzjach przedsiębiorstw, jak i w oczekiwaniach.

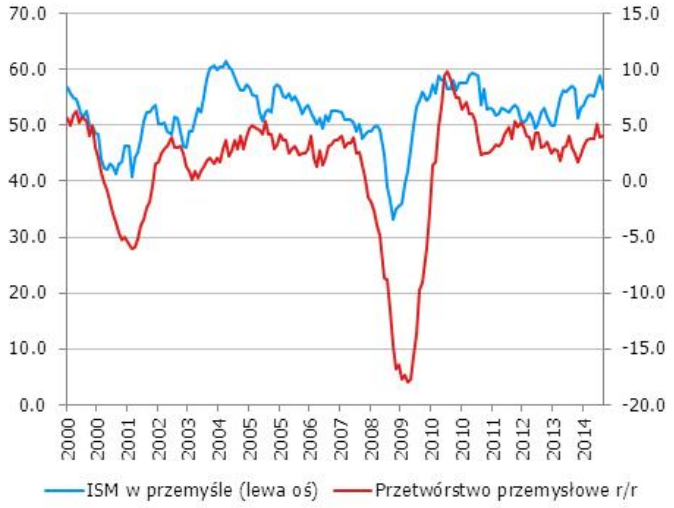
Wykres 107 Kwartalne prognozy wzrostu cen sprzedawanych przez przedsiębiorstwa towarów i usług



Reasumując, pomimo optymistycznego tytułu, najnowszy raport o koniunkturze NBP dostarcza amunicji zwolennikom dalszych cięć stóp procentowych, wskazując na dalsze pogorszenie sentymentu wśród przedsiębiorstw, a także na strukturalną już niemalże deflację. Obydwa wnioski powinna potwierdzić również projekcja inflacyjna, łącznym efektem będzie zaś obniżka stóp o kolejne 50 bp na listopadowym posiedzeniu.

USA: wyrównanie strat produkcji z sierpnia

We wrześniu produkcja przemysłowa w USA podniosła się o cały 1% w porównaniu do sierpnia, przy niewielkiej rewizji (w dół) poprzedniego odczytu. Wynik był ponad dwukrotnie wyższy od konsensusu rynkowego i więcej niż skorygował spadki z sierpnia (bilans dwóch miesięcy +0,8%). Samo przetwórstwo przemysłowe natomiast podniosło się o 0,5%, co przy rewizji poprzedniego odczytu do -0,5% oznacza co najwyżej wyrównanie strat z sierpnia (gwoli dokładności prawie wyzerowanie strumienia produkcji na poziomie lipca). Solidnym dopalaczem dla wrześniowych danych były wyniki górnictwa (+1,8%) oraz wytwarzania i dystrybucji mediów (+3,9%).



Już w przypadku poprzedniego odczytu nie wpadaliśmy w panikę i nie wieszczyliśmy nagłego odwrócenia trendu produkcji przemysłowej i gospodarki amerykańskiej w ogóle. Nasza hipoteza dotycząca słabego sierpnia w związku z przesunięciami wyłączeń technicznych w fabrykach wydaje się prawdziwa. Samo przetwórstwo rośnie zaś (ujęciu rocznym - patrz wykres) w tempie charakterystycznym dla lat solidnego wzrostu gospodarczego napędzanego rodzącymi się bańkami na rynku nieruchomości (2003-2006). Całkiem nieźle, biorąc pod uwagę bieżącą kondycję sektora nieruchomości (znacznie niższe poziomy aktywności) oraz generalny obraz gospodarki światowej powracającej do równowagi po kryzysie finansowym.

Po odczycie rynek reagował powściągliwie (niewielkie wzrosty rentowności amerykańskich obligacji; absolutnie asymetryczne względem tego, co wydarzyło się po - nie bójmy się użyć tego słowa - gorszym, ale śmieciowym odczycie sprzedaży detalicznej). Większy ruch na giełdzie (i na rentownościach) pojawił się dopiero po wypowiedzi Bullarda, że Fed może nie zakończyć QE na październikowym posiedzeniu. To już pewne, że gospodarka nie będzie w stanie dostarczyć tempa wzrostu, którego życzyliby sobie inwestorzy. Nie dlatego, że będzie rosła zbyt wolno, lecz głównie z powodu wyśrubowanych oczekiwań. Z tego względu, o ile jeszcze miesiąc temu grana była normalizacja polityki pieniężnej, obecnie przesunął się zarówno moment pierwszej podwyżki stóp, jak i (najprawdopodobniej) doszło do kolejnego przeszacowania (w dół) docelowej stopy Fed funds w długim okresie. Rynek gładko wchodzi w pardygmat secular stagnation (Summers), a wiec okres impotencji polityki pieniężnej i przesunięcia ciężaru reakcji na politykę fiskalną. Do czasu wypracowania odpowiedniego policy mix są to warunki sprzyjające do tymczasowych wybuchów gry na wzrost ryzyka kredytowego, zarówno w krajach ze sztucznie wymuszonym jego poziomem (peryferia strefy euro i presja na EBC), jak i krajach-beneficjentach tego wymuszania (Polska). W tym drugim przypadku jednak utrzymanie wzrostu i zrównoważenia (zewnętrznego i wewnętrznego) powinno pozwalać na utrzymanie lokalnego - w sensie czasowym - charakteru ruchów w górę na rentownościach obligacjach. Scenariusz strategiczny to wszak wciąż środowisko niskich stóp procentowych.

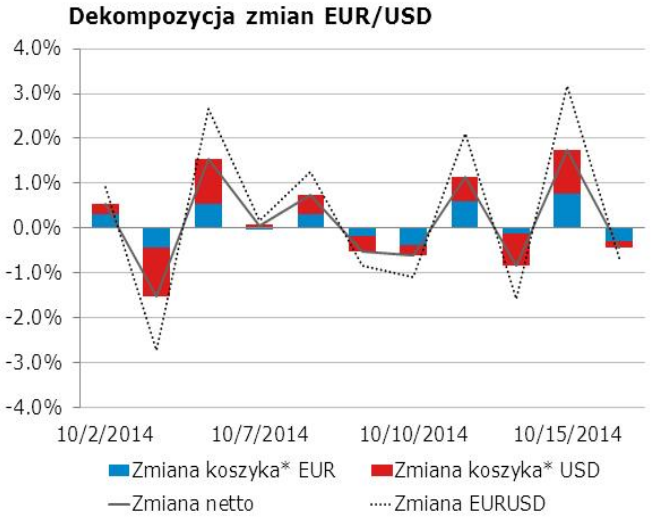
EURUSD fundamentalnie

Awersja do ryzyka awersji do ryzyka nierówna: o ile w środę wiązała się ona z gremialnym umocnieniem euro i osłabieniem dolara, o tyle czwartkowy napad awersji do ryzyka okazał się być mniej korzystny dla wspólnej waluty. Gwałtowna, paniczna wręcz wyprzedaż obligacji państw peryferyjnych strefy euro przyniosła spadek EURUSD o mniej więcej jednego centa. Obawy o ryzyko kredytowe w strefie euro wygasły jednak tak szybko, jak się pojawiły - w godzinach popołudniowych notowania na rynkach ustabilizowały się, a EURUSD powrócił powyżej 1,28, czemu walnie dopomogła wypowiedź Bullarda z Fed, sugerującego możliwość przedłużenia QE na najbliższym posiedzeniu (brak ostatniego, 15 mld taperingu). Tym niemniej, amerykańska gospodarka rośnie w umiarkowanym tempie, oczekiwania zacieśnienia monetarnego przesuwają się na IV kwartał 2015 roku, a ciążący wielu członkom FOMC dolar koryguje się. Efekt? Korekta wzrostowa na EURUSD trwa.

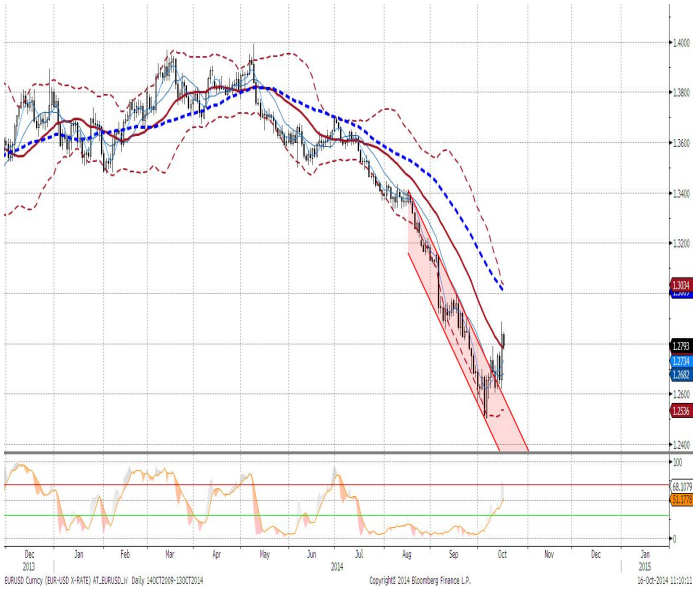
EURUSD technicznie

Kontynuacja dużej zmienności. Na dziennym notowania zakończyły sesję amerykańską czarnym młotkiem. Kurs przejściowo złożył wizytę nawet w okolicy 1,2706 - nie pomyliliśmy się, zainteresowanie kupujących pojawiło się właśnie w okolicach 1,27, niestety nie udało nam się partycypować w tym ruchu. Notowania aktualnie są nad MA200 z wykresu 4h. Po drobnej korekcie w dół oscylator znów rośnie. Jako że cele w perspektywie kilku dni można wyznaczyć nawet w okolicy 1,30, próbujemy złapać ruch w kanale, na razie w kierunku 1,2900, gdzie właśnie ustawiamy T/P. A więc long EURUSD po 1,2804, T/P 1,2900, S/L 1,2700.

Wsparcie	Opór
1,2700	1,3000
1,2606	1,2922
1,2501	1,2886



* Koszyki walutowe wyliczane są jako ważona średnia geometryczna notowań względem GBP, JPY, CAD, CHF.



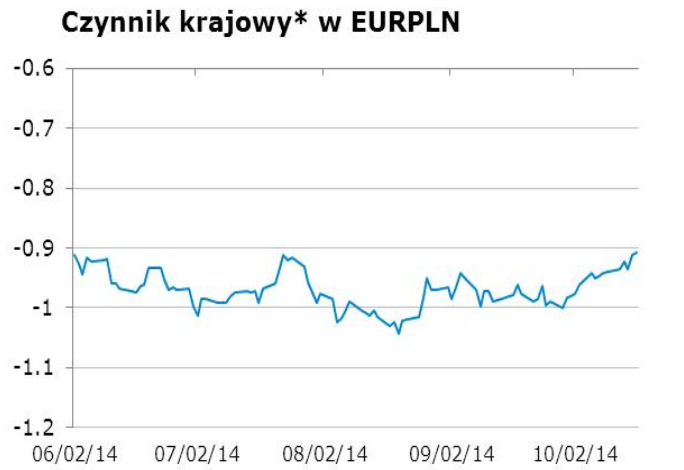
EURPLN fundamentalnie

Kolejna fala awersji do ryzyka przyniosła potężną wyprzedaż polskich aktywów: złoty sięgnął w ciągu dnia poziomu 4,24 za EUR (warto odnotować przyklaskujący deprecjacji komentarz z MF...), 10-letnie SPW wzrosły w przeciągu kilku godzin w rentowności o ponad 30 pb, wyraźnie traciła również giełda. Popołudniu, kiedy fala paniki minęła, EURPLN zaczął powoli spadać. Jakie wnioski dla EURPLN płyną z ostatnich dwóch dni? Po pierwsze, nie należy oszukiwać się, że każda gra na wzrost ryzyka kredytowego w strefie euro będzie czynnikiem walnie szkodzącym polskim aktywom. Po drugie, to EURPLN jest parą walutową, której los jest związany z losem polskich SPW w rękach zagranicznych inwestorów. Nie wyrokując na temat kierunku przyczynowości, można zauważyć, że wyprzedaż waluty i obligacji stanowią samonapędzający się mechanizm. Dzisiejszy dzień powinien upłynąć pod znakiem umocnienia złotego - EURPLN jest parą walutową walnie korzystającą ze stabilizacji na globalnych rynkach.

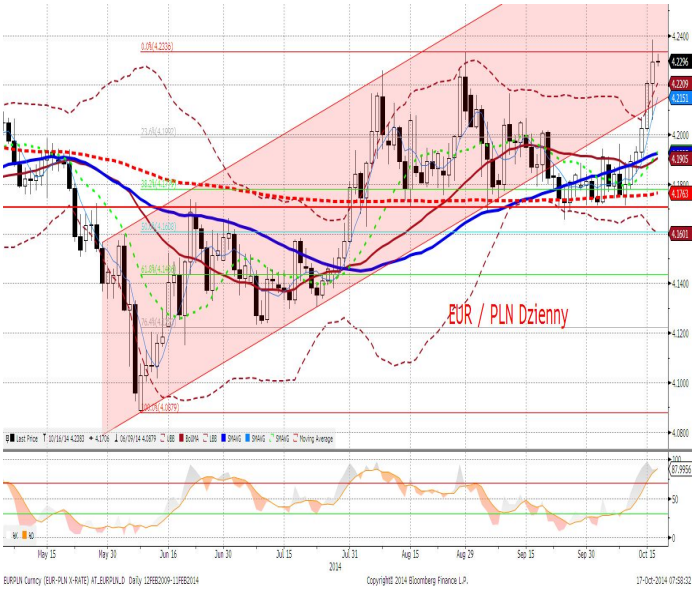
EURPLN technicznie

Być może trudno w to w tym momencie uwierzyć, ale oryginalną naszą strategią na wczoraj było short EURPLN po 4,2180 (twardy S/L 4,2250, T/P 4,2080), potem odwrócenie na T/P w long EURPLN ze S/L 4,20. Niestety z uwagi na zmienność zdecydowaliśmy się na zrealizowanie tylko pierwszej nogi tej misternej gry. Dzięki temu jesteśmy o 1 figurę bogatsi. Notowania na dziennym wyrównały maksima lokalne 4,2336 tylko po to, aby zamknąć się poniżej (z dużym wąsem). Na 4h notowania wróciły do kanału, oscylator zawraca. Short EURPLN po 4,2300, S/L 4,2450, T/P 4,21).

Wsparcie	Opór
4,2077	4,2621
4,1900	4,2467
4,1700	4,2383



* 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.



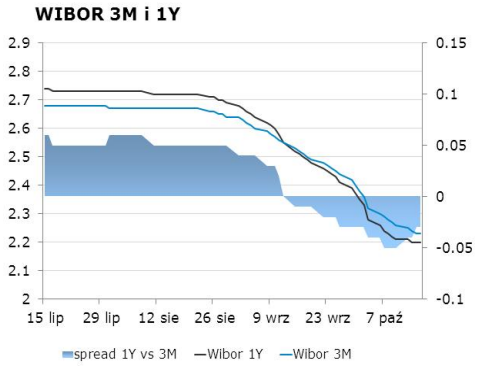
IRS	BID	ASK
1Y	1.69	1.72
2Y	1.74	1.80
3Y	1.79	1.82
4Y	1.9	1.93
5Y	2.02	2.05
6Y	2.11	2.14
7Y	2.59	2.62
8Y	2.31	2.35
9Y	2.4	2.43
10Y	2.48	2.52

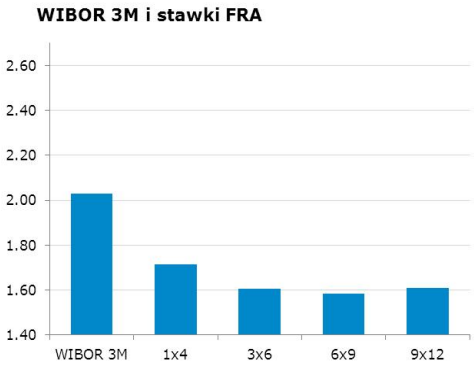
depo	BID	ASK
ON	1.8	2.3
1M	1.9	2.1
3M	1.8	2.1

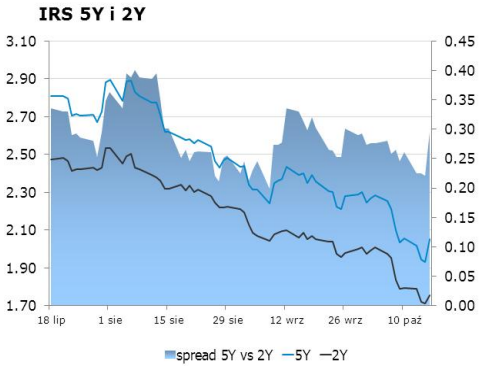
FRA	BID	ASK
1x2	1.82	1.87
1x4	1.68	1.72
3x6	1.57	1.61
6x9	1.55	1.59
9x12	1.57	1.61

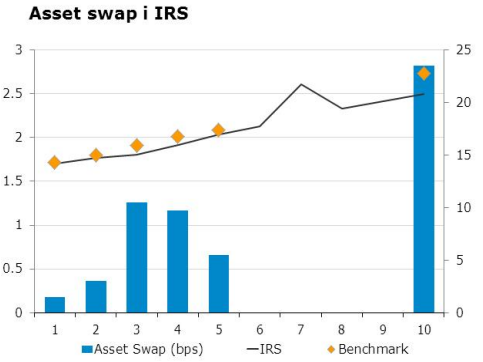
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2223
USD/PLN	3.2985
CHF/PLN	3.4996

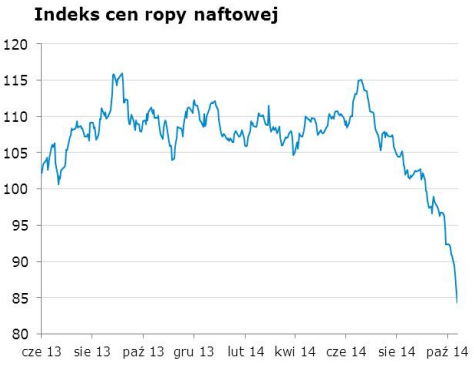
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2809
EUR/JPY	136.18
EUR/PLN	4.2285
USD/PLN	3.3007
CHF/PLN	3.5000

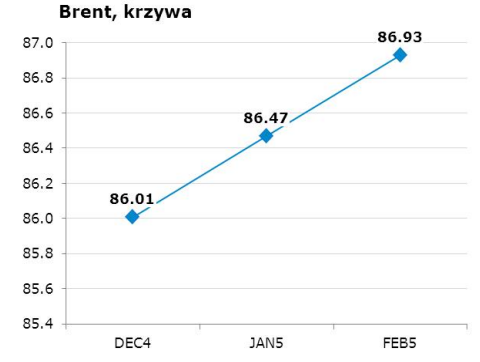












Uwaga!
Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami 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 intrumentów 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.