

3 września 2018

Raport Dzienny

Autorzy:

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

Marcin Mazurek
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
www.mbank.pl

Nasze wszystkie publikacje
dostępne są na stronie
internetowej pod adresem:
www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/

Można nas również śledzić w
serwisie Twitter:

[@mbank_research](https://twitter.com/mbank_research)

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

| | Kraj | Zmienna | Okres | Prognoza | | Poprzednio | Odczyt |
|--------------------------------|------|---------------------------------------|-------|----------|-----------|------------|--------|
| | | | | mBank | konsensus | | |
| 03.09.2018 PONIEDZIAŁEK | | | | | | | |
| 9:00 | POL | PMI w przemyśle (pkt.) | sie | 53.6 | 53.0 | 52.9 | |
| 9:50 | FRA | PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i> | sie | | 53.7 | 53.7 | |
| 9:55 | GER | PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i> | sie | | 56.1 | 56.1 | |
| 10:00 | EUR | PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i> | sie | | 54.6 | 54.6 | |
| 04.09.2018 WTOREK | | | | | | | |
| 15:45 | USA | PMI w przemyśle (pkt.) <i>finalny</i> | sie | | 54.5 | 54.5 | |
| 16:00 | USA | ISM w przemyśle (pkt.) | sie | | 57.6 | 58.1 | |
| 05.09.2018 ŚRODA | | | | | | | |
| 9:50 | FRA | PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i> | sie | | 55.7 | 55.7 | |
| 9:55 | GER | PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i> | sie | | 55.2 | 55.2 | |
| 10:00 | EUR | PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i> | sie | | 54.4 | 54.4 | |
| 11:00 | EUR | Sprzedaż detaliczna m/m (%) | lip | | -0.1 | 0.3 | |
| | POL | Decyzja RPP (%) | 05.09 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | |
| 06.09.2018 CZWARTEK | | | | | | | |
| 8:00 | GER | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | lip | | 1.8 | -4.0 | |
| 13:15 | USA | Zatrudnienie według ADP (tys.) | sie | | 190 | 219 | |
| 14:30 | USA | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 01.09 | | 213 | 213 | |
| 15:45 | USA | PMI w usługach (pkt.) <i>finalny</i> | sie | | 55.2 | 55.2 | |
| 16:00 | USA | ISM w usługach (pkt.) | sie | | 56.8 | 55.7 | |
| 16:00 | USA | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | lip | | -0.5 | 0.7 | |
| 07.09.2018 PIĄTEK | | | | | | | |
| 8:00 | GER | Produkcja przemysłowa m/m (%) | lip | | 0.2 | -0.9 | |
| 11:00 | EUR | PKB kw/kw (%) <i>finalny</i> | Q2 | | 0.4 | 0.4 | |
| 14:30 | USA | Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.) | sie | | 193 | 157 | |
| 14:30 | USA | Stopa bezrobocia (%) | sie | | 3.8 | 3.9 | |
| 14:30 | USA | Przeciętne zarobki godzinowe m/m (%) | sie | | 0.2 | 0.3 | |

W tym tygodniu...

Gospodarka polska: W poniedziałek poznamy wskaźnik PMI w Polskim przemyśle w sierpniu. Nasze – wyższe od konsensusu rynkowego – prognozy wskazują na odbicie po nieoczekiwanym spadku w lipcu. W środę decyzję po wakacyjnej przerwie podejmie RPP. Spodziewamy się utrzymania status quo – braku zmian w poziomie stóp oraz komunikacji. Otoczenie wysokiego wzrostu oraz umiarkowanej presji inflacyjnej sprzyja takiemu nastawieniu. Wszelkie wydarzenia globalne z ostatnich dwóch miesięcy (kryzys turecki, brak porozumienia między Chinami a USA w sprawie ceł) zostaną przypisane do kategorii „ważnego monitorowania”. W kluczowych dla polskiej polityki pieniężnej czynnikach zewnętrznych (EBC) niewiele się zmieniło.

Gospodarka globalna: Tydzień publikacji rozpoczyna się od finalnych odczytów wskaźników PMI w przemyśle w strefie euro (poniedziałek). Poniedziałek w USA to dzień wolny od pracy, dlatego pierwsze publikacje pojawią się we wtorek – będzie to indeks ISM w sektorze przemysłowym. W środę warto zwrócić uwagę na finalne odczyty wskaźników PMI w strefie euro, tym razem dla sektora usług. Czwartek rozpoczyna się od danych z Niemiec (zamówienia w przemyśle), na kolejne publikacje należy poczekać do otwarcia amerykańskiego rynku. Na pierwszy ogień pójdą dane o zatrudnieniu w sierpniu według ADP. Kolejny będzie cotygodniowy raport o nowych bezrobotnych, a o 16:00 zostaną opublikowane: ISM w usługach w sierpniu oraz zamówieniach w przemyśle. Piątek rozpocznie się znowu od danych z Niemiec (produkcja przemysłowa w lipcu). O 11:00 Eurostat poda finalne dane o PKB w strefie euro w drugim kwartale. Głównym daniem będą comiesięczne dane z amerykańskiego rynku pracy. Oczekiwane jest odbicie w liczbie nowych etatów poza rolnictwem, stabilizacja dynamiki wynagrodzeń oraz dalszy spadek stopy bezrobocia.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

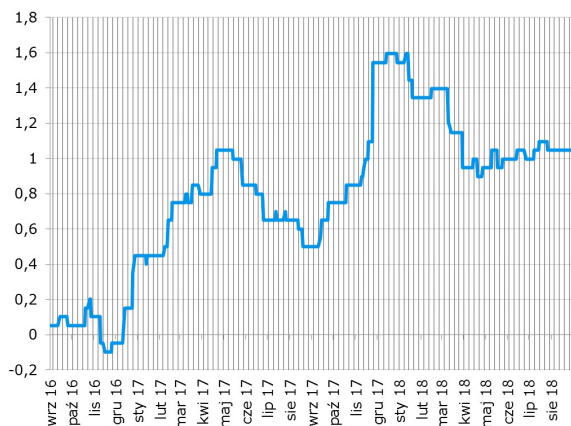
- GUS: Produkt Krajowy Brutto w II kwartale 2018 r. wzrósł o 5,1 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 5,2 proc. rdr w I kwartale.
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w sierpniu 2018 r. wzrosły o 2,0 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny nie zmieniły się.
- MF: Ministerstwo planuje przeprowadzić 6 września przetarg sprzedaży obligacji OK0720 / PS0123 / WZ0524 / WS0428 / WZ0528 / oraz innych obligacji typu WS albo IZ za 3-6 mld zł - podano w komunikacie.

| Decyzja RPP (05.09.2018) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. | Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|--------------------------|--|-----------------------------|--------------|--------------|
| podwyżka 25 bps | 0% | GERGB 10Y | 0.341 | 0.005 |
| stopy bez zmian | 100% | USAGB 10Y | 0.000 | 0.000 |
| obniżka 25 bps | 0% | POLGB 10Y | 3.174 | -0.010 |
| PROGNOZA mBanku | bez zmian | Dotyczy benchmarków Reuters | | |

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

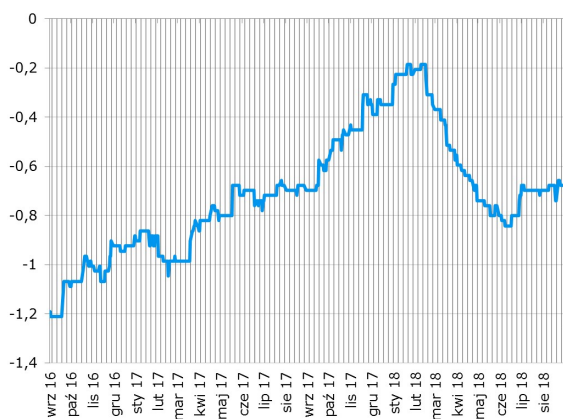
Indeks zaskoczeń dla Polski



Brak istotnych zaskoczeń w danych publikowanych w zeszłym tygodniu. W tym tygodniu jedynie indeks PMI może poruszyć polskim indeksem zaskoczeń.

STREFA EURO

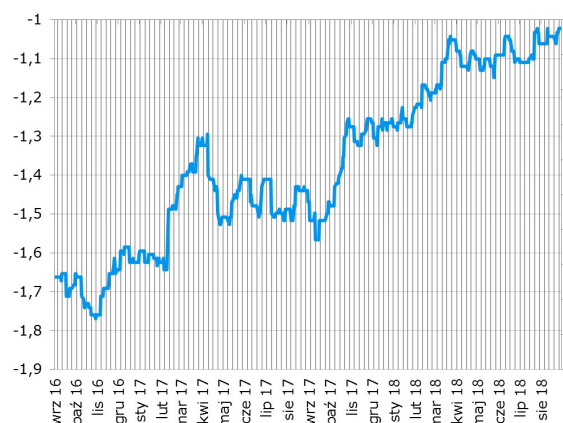
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



W górę dzięki dobrym danym o koniunkturze (Ifo), a rozczarowanie danymi o inflacji nie zdołało tego zanegować. W rozpoczynającym się tygodniu ton nadawać będą finalne dane o PMI i sprzedaż detaliczna.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA



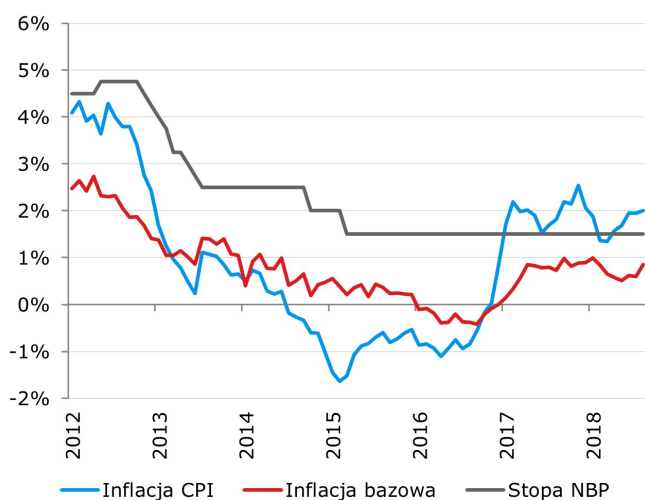
Nieznacznie w górę, jako że pozytywne niespodzianki (koniunktura konsumencka, PKB) przeważały nad negatywnymi (indeks Chicago Fed NAI). W najbliższych dniach dane o koniunkturze (ISM) oraz raporty z rynku pracy (ADP, NFP, joblessy) mogą przedłużyć dobrą passę amerykańskiego indeksu.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Inflacja jednak bez zmian, PKB z zaskakującą strukturą.

Niespodzianka inflacyjna w sierpniu, głównie w inflacji bazowej.

Wbrew naszym oczekiwaniom (i konsensusowi rynkowemu) inflacja CPI w sierpniu utrzymała się na poziomie z lipca. Rozbieżność naszej prognozy z odczytem flash wyniku w połowie z błędnego szacunku cen żywności (obstawialiśmy przedział -1 – 1,2% m/m vs. faktyczna realizacja -0,7%), zaś w połowie z nadmiernie optymistycznego szacunku inflacji bazowej (według wstępnych danych, nie będzie to 0,6% lecz 0,8% lub nawet 0,9%). Pozostałe kategorie ujawnione przez GUS okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami (spadek cen paliw o 0,1% m/m, podwyżka cen w kategorii nośniki energii o 0,5% z uwagi na podwyżki cen gazu).

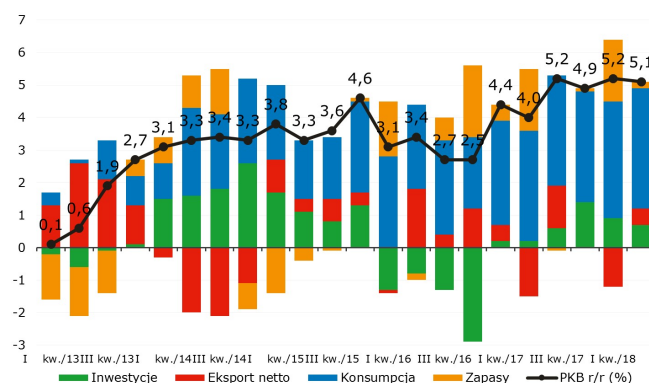


O ile w przypadku cen żywności pomyłki zdarzają się często (skala też nie jest nadmiernie duża, sierpień i lipiec to miesiące największej amplitudy z uwagi na ceny warzyw i owoców), to nadmiernie optymistyczny szacunek inflacji bazowej w zasadzie nas cieszy, a nie smuci. Choć brzmi to paradoksalnie, łatwiej trafić trend inflacji bazowej niż pojedynczy odczyt z uwagi na potężną heterogeniczność dóbr-reprezentantów koszyka bazowego, która jest tajemnicą kuchni statystycznej GUS. Niespodzianka w inflacji bazowej oznacza, że realizuje się scenariusz wzrostów inflacji bazowej w drugiej połowie roku, który kreśliśmy od miesięcy. To najwyższy czas, biorąc pod uwagę zależności pomiędzy zmiennymi makro, na budowanie się presji w cenach bazowych. Oczywiście, może się okazać, że wzrost inflacji bazowej wynika z jednej kategorii – np. z absurdalnie wysokiego tempa wzrostu cen biletów lotniczych – choć naszym zdaniem jest to raczej mało prawdopodobne, gdyż amplituda wahań cen biletów lotniczych przejawia silny trend spadkowy w tym roku. Prawdopodobna przyczyna to większa skala rozlewania się wzrostów inflacji (być może będzie to widać w samym koszyku żywnościowym na żywności przetworzonej) połączona z niespodzianką w jednej z kategorii (nie wiemy której). Wygląda na to, że inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych znów urośnie.

PKB potwierdzony na poziomie 5,1% r/r, rozczarowanie w inwestycjach.

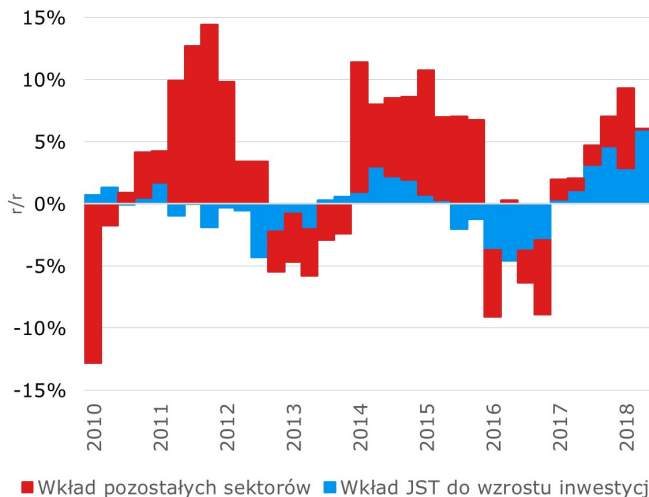
W II kwartale PKB Polski wzrósł o 5,1% r/r, zgodnie z konsensem i odczytem flash. O ile dynamika nie przyniosła tym razem

żadnych zaskoczeń, o tyle w szczegółach odczytu ich nie brakuje.



Po pierwsze, dynamika konsumpcji prywatnej wzrosła nieznacznie, z 4,8 do 4,9% r/r (konsensus 4,6%), potwierdzając tym samym, że typowych dla sprzedaży detalicznej efektów Wielkanocy próżno szukać w danych o całkowitym popycie konsumpcyjnym. Naszym zdaniem w świetle historycznych danych pesymistyczne prognozy konsumpcji nie miały uzasadnienia – nasza prognoza (4,8% r/r) odzwierciedlała zresztą to przekonanie. W kolejnych kwartałach dynamika konsumpcji pozostanie wysoka, czemu sprzyja solidny wzrost realnych dochodów do dyspozycji, sytuacja na rynku pracy, boom na rynku mieszkaniowym i zbliżone do rekordowych nastroje konsumentów.

Po drugie, wzrost inwestycji (4,5% r/r – prognozy oscylowały w granicach 8-9% r/r) okazał się być dużym rozczarowaniem, biorąc pod uwagę duży wzrost nakładów inwestycyjnych samorządów i przedsiębiorstw oraz wysoki przyrost produkcji budowlanej. Jeżeli odczyt ten nie zostanie poddany rewizji (a jest to mało prawdopodobne), to oznacza to, że wzrost inwestycji w II kwartale został praktycznie w 100% wygenerowany przez aktywność samorządów (por. wykres poniżej), widoczną także w odbiciu inwestycji dużych przedsiębiorstw z sektora publicznego. Komentarz GUS wskazuje na wpływ sposobu księgowania wydatków militarnych, który podwyższył dynamikę inwestycji w I kwartale i obniżył w II kwartale. Nie mając bardziej szczegółowych danych, możemy z dynamik inwestycji w I półroczu po prostu wyciągnąć średnią (6% r/r). Nie zmienia to ogólnego obrazu aktywności inwestycyjnej – wyczekiwane przez obserwatorów polskiej gospodarki odbicie w inwestycjach przedsiębiorstw prywatnych wciąż się nie wydarzyło. Przemawia za nim wciąż wiele czynników, ale w tej kwestii musimy pozostać agnostyczni – nie uwierzmy w jego zaistnienie dopóty, dopóki się ono nie pojawi w danych. Wyniki badań NBP, dotyczące planów inwestycyjnych i inwestycji rozpoczętych nie wskazują, aby miało się to zmienić w najbliższych miesiącach.



Po trzecie, o ile wkład zapasów był bliski zeru i tutaj naszym zdaniem zaskoczenia nie ma, o tyle wkład eksportu netto był dodatni. Ta ostatnia wartość (+0,5 pkt. proc.) jest nawet wyższa od naszych szacunków opartych o dane na temat bilansu płatniczego i przynajmniej częściowo powinna być wiązana z pogorszeniem terms of trade.

W świetle szczegółowych danych o PKB możemy podtrzymać naszą ocenę, że w I półroczu b.r. dynamika roczna PKB zanotowała lokalny szczyt i w kolejnych kwartałach powinna być już niższa, spadając poniżej 5% r/r w II połowie roku. Nasza prognoza średniorocznego wzrostu jest obecnie na ostrzu noża między 4,9 i 5,0% r/r, ale utrzymująca się słabość inwestycji skłania nas ku wybraniu niższej prognozy. Jest to dla nas tym samym pierwszą obniżką (aczkolwiek minimalną) prognoz PKB od 2016 roku.

Wnioski i implikacje.

Niespodzianka inflacyjna w połączeniu z niespodzianką inwestycyjną (wydatki militarne trudno uznać za produkcyjne) oraz miesięcznymi danymi o bilansie handlowym (duży deficyt w czerwcu pogłębi się jeszcze według naszych prognoz w lipcu, a oparte są one o już opublikowane dane miesięczne) sugeruje, że gospodarka dojrzała do wykazywania coraz wyższej presji inflacyjnej. Jeśli to nie import dóbr inwestycyjnych powoduje przyrost deficytu handlowego w towarach (inwestycje w przemyśle praktycznie nie rosną), to raczej jest to konsumpcja prywatna. Pośrednio sugeruje to barierę krajowych możliwości produkcyjnych i wcale nie stoi w sprzeczności z faktem, że firmy uznają bieżący poziom kapitału za wystarczający. Być może jest wystarczający do zaspokojenia popytu wewnętrznego, jednak niekoniecznie ze źródeł krajowych. Oznacza to bezpośrednio, że metryka aktywności gospodarczej w postaci PKB (czynniki produkcji zlokalizowane na terenie kraju!) rosnąć musi wolniej, gdyż kontrolowana będzie coraz większą poprawką z tytułu eksportu netto. Jednocześnie nieco słabszy kurs walutowy i możliwość jego dalszego osłabienia (większy import, niskie stopy realne) sugeruje wyższe ceny z łańcuchów dostaw w przeliczeniu na PLN, ale również ich zwiększenie z uwagi na większą nierównowagę popytu i podaży w relacjach z zagranicą. Zapewne problem ten zostanie na razie zbagatelizowany przez RPP, jednak naszym zdaniem to klucz do zrozumienia presji inflacyjnej w najbliższych kwartałach.

EURUSD fundamentalnie

Piątkowe newsy na froncie wojen handlowych to pozytywne informacje dot. NAFTA, brak dalszych ustaleń na linii Chiny-USA oraz egzemplifikacja absurdalnie wysokich oczekiwań Trumpa wobec UE (obniżenie cel do zera to za mało). To w zasadzie popsuło nastroje widziane jeszcze w środku tygodnia i EURUSD zawrócił do 1,16. Nadchodzący tydzień naznaczony jest oczekiwaniami na dane z amerykańskiego rynku pracy oraz wskaźniki koniunktury. Sierpień jest zwykle słaby na rynku pracy (nawet po poprawkach sezonowych), a rynek oczekuje dodatkowo dość wysokiego wzrostu płac (0,3% m/m). Naszym zdaniem potencjał do zaskoczeń plasuje się w dół. Wcześniej poznamy indeksy koniunktury (przemysł, usługi), które po ostatnich spadkach mogą wykazać więcej wigoru niż postuluje konsensus, gdyż regionalne wskaźniki pozostają bardzo dobre. Podwyżka we wrześniu jest w zasadzie przesądzona (95%), a sam Fed nie jest wrażliwy na pojedyncze publikacje. Bez nowych, pozytywnych informacji w zakresie wojen handlowych ten tydzień będzie jeszcze tygodniem z silnym popytem na dolara. Do końca roku spodziewamy się jednak solidnego odbicia EURUSD.

EURUSD technicznie

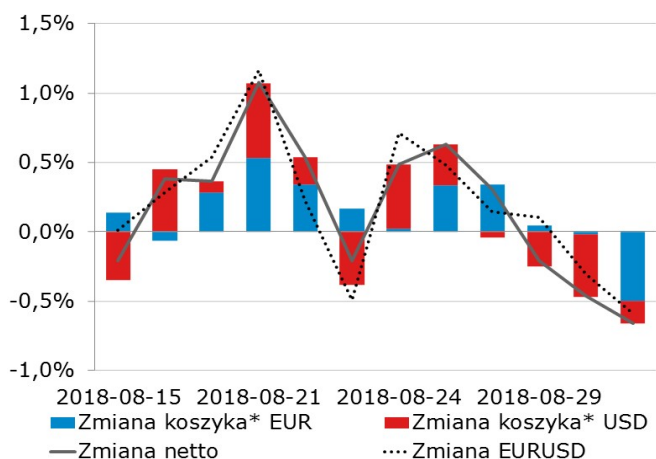
Pozycja: Brak.

Preferencja: Powrót do range.

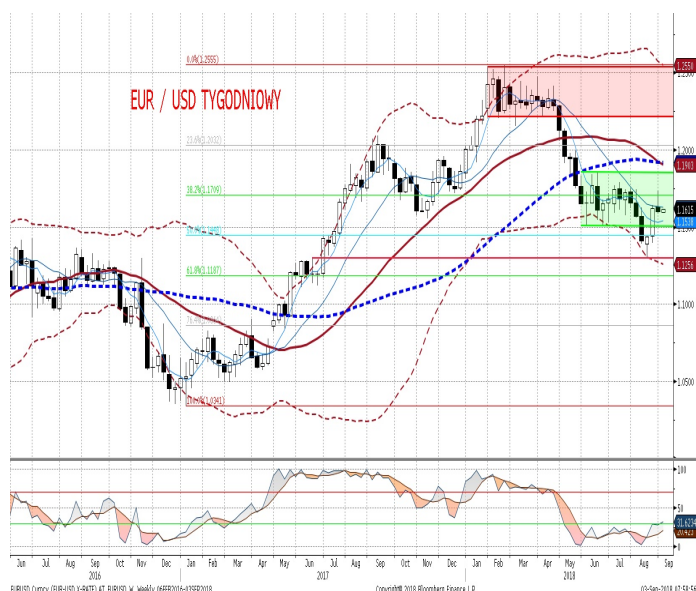
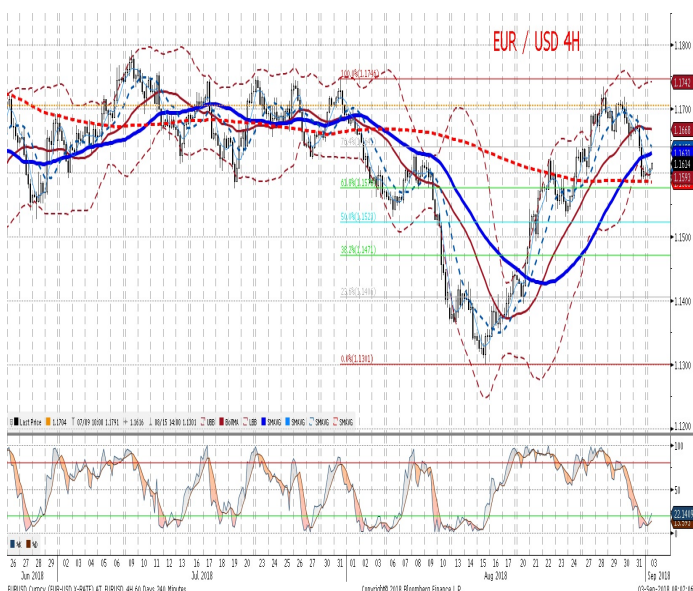
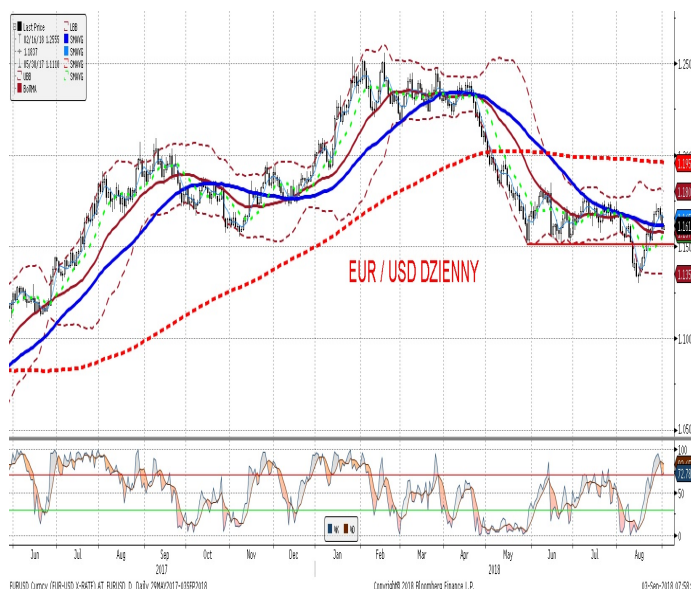
Nagrobek na tygodniowym, na dziennym widać bardzo zgrabne odbicie od górnego ograniczenia starego range (1,1750), na 4H notowania zatrzymały się na MA200. Podstawowe pytanie dla EURUSD dotyczy dolnego ograniczenia obowiązującego pasma wahań – czy jest nim minimum sierpnia (1,1301) i doszło do poszerzenia zakresu zmienności czy też obowiązuje jednak stary range (do 1,15)? Biorąc pod uwagę układ świec, powinniśmy poznać odpowiedź na to pytanie już niedługo, a okolice 1,15 będą dobrym miejscem do zawiązywania zakładów o wzroście EURUSD. Chwilowo pozostajemy poza rynkiem, będziemy grać odbicia od band.

| Wsparcie | Opór |
|----------|--------------|
| 1,1510 | 1,1996 |
| 1,1301 | 1,1851 |
| 1,0869 | 1,1733/47/91 |

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN zaczyna tydzień na poziomie 4,30. Perspektywa utrzymania mocnego dolara w połączeniu z raczej małym prawdopodobieństwem pozytywnych informacji dot. wojen handlowych sprawiają, że i złoty nie powinien się umacniać. Piątkowe dane o inflacji (więcej w sekcji analiz) pokazały, że pewne umocnienie złotego jest możliwe przy ruchu na stopach procentowych. Środowe posiedzenie RPP będzie naszym zdaniem działać hamująco na ten potencjał. Sam komunikat oraz posiedzenie po konferencji utrzymane będzie zapewne w bardzo pozytywnym tonie podkreślającym niską inflację oraz zrównoważenie gospodarki. Tymczasem jeśli nasza hipoteza dotyczący generowania presji inflacyjnej przy spadkowej trajektorii PKB znajdzie potwierdzenie w kolejnych danych (więcej w sekcji analiz przy komentarzu do inflacji i PKB), wspomniane argumenty RPP zostaną w przyszłości zanegowane. Rada będzie natomiast bardzo ostrożnie zmieniać retorykę, zwłaszcza przy tak agresywnych zapowiedziach dotyczących braku zmian stóp. To powinno skutkować w perspektywie końca roku słabszym złotym.

EURPLN technicznie

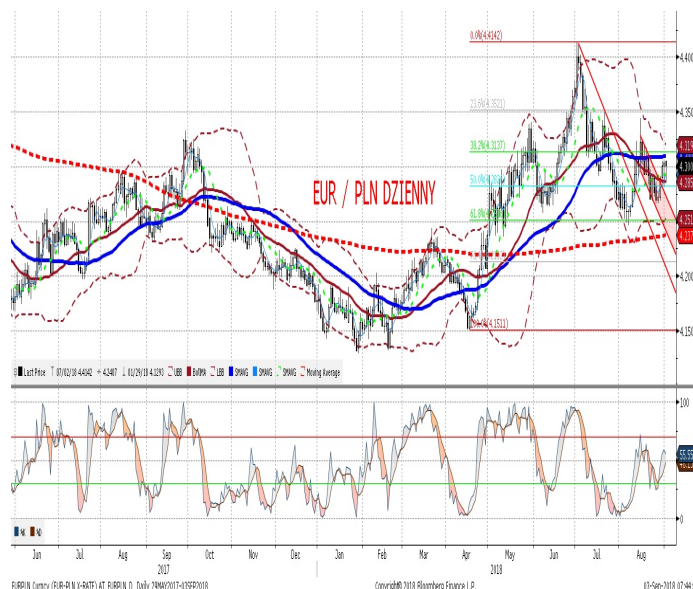
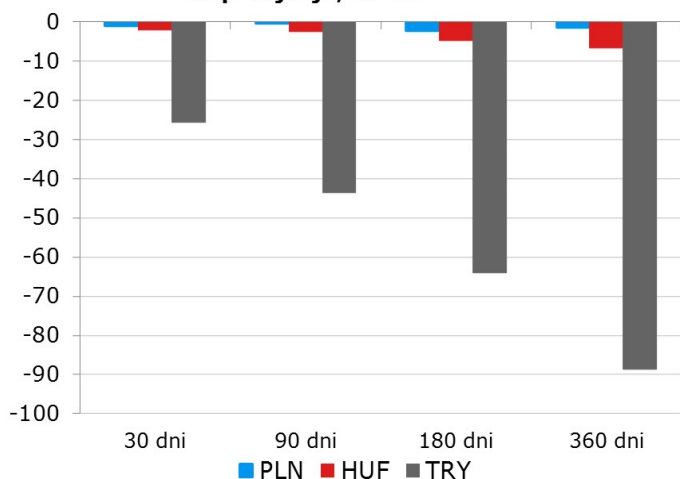
Pozycja: Brak.

Preferencja: Trend wzrostowy.

Bez przełomu: na wykresie tygodniowym ponowne odbicie od MA200W, na dziennym kolejne świece zawierają się między MA30D i MA55D, na 4H notowania po przebicciu MA200 bez skutku walczą z poziomem 4,3050. EURPLN znajduje się w łagodnym trendzie wzrostowym, w którym dominują krótkoterminowe wahania w górę i dół. Z tego względu naszą preferowaną strategią będzie poszukiwanie lokalnych górów i dołków w ramach tego trendu (z pewną preferencją na te drugie). Bez sygnałów odwrócenia i przy nieatrakcyjnym stosunku risk / reward, wolimy dziś pozostać poza rynkiem.

| Wsparcie | Opór |
|----------|--------|
| 4,2657 | 4,4142 |
| 4,2030 | 4,3570 |
| 4,1511 | 4,3088 |

Ruchy walutowe w regionie (względem EUR). Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.



| IRS | BID | ASK |
|-----|------|------|
| 1Y | 1.76 | 1.80 |
| 2Y | 1.90 | 1.94 |
| 3Y | 2.09 | 2.13 |
| 4Y | 2.26 | 2.30 |
| 5Y | 2.41 | 2.45 |
| 6Y | 2.53 | 2.57 |
| 7Y | 2.63 | 2.67 |
| 8Y | 2.72 | 2.76 |
| 9Y | 2.80 | 2.84 |
| 10Y | 2.87 | 2.91 |

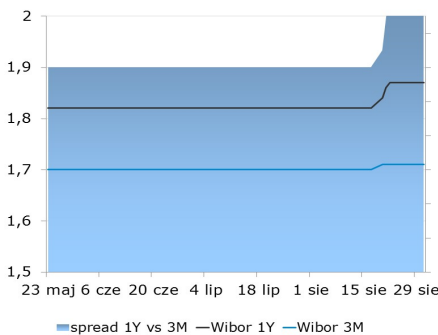
| depo | BID | ASK |
|------|------|------|
| ON | 1.15 | 1.85 |
| 1M | 1.57 | 1.77 |
| 3M | 1.58 | 1.78 |

| FRA | BID | ASK |
|------|------|------|
| 1x2 | 1.61 | 1.67 |
| 1x4 | 1.70 | 1.76 |
| 3x6 | 1.71 | 1.77 |
| 6x9 | 1.74 | 1.80 |
| 9x12 | 1.77 | 1.83 |

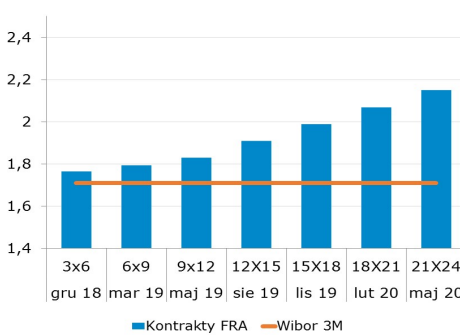
| Fixing NBP | |
|------------|--------|
| EUR/PLN | 4.2953 |
| USD/PLN | 3.6808 |
| CHF/PLN | 3.8033 |

| Poziomy otwarcia | |
|------------------|--------|
| EUR/USD | 1.1595 |
| EUR/JPY | 129.04 |
| EUR/PLN | 4.2978 |
| USD/PLN | 3.7221 |
| CHF/PLN | 3.8186 |

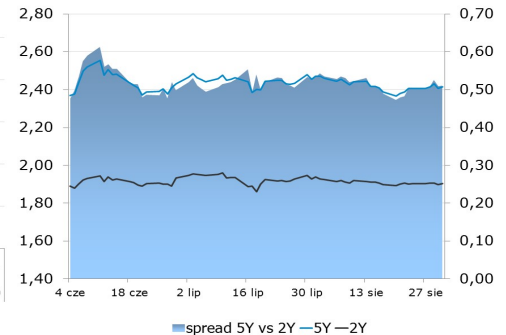
WIBOR 3M i 1Y



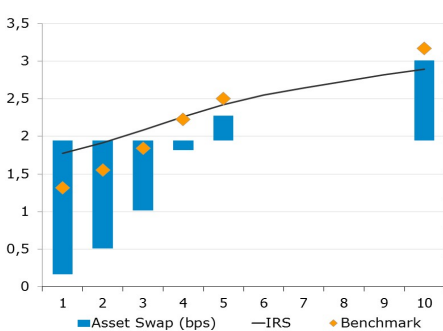
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



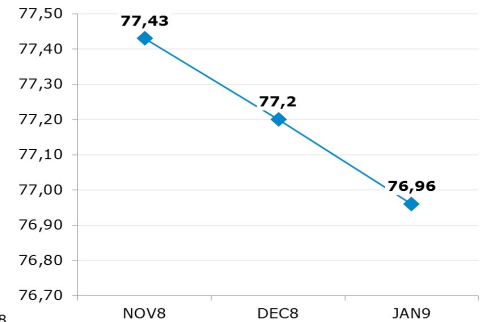
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. w celu promocji i reklamy, zgodnie z § 9 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. 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 (Dz. U. z 2015 r. poz. 878 z późn. zm.). Dokument nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Dokument nie stanowi również doradztwa inwestycyjnego ani oferty w rozumieniu art. 66 § 1 Kodeksu cywilnego. Opracowanie sporządzone zostało w oparciu o najlepszą wiedzę autorów, popartą informacjami z wiarygodnych rynkowych źródeł. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie w dniu wydania materiału i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego, pochodzą z serwisów informacyjnych (Reuters, Bloomberg) i mają charakter wyłącznie informacyjny.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.

Skrzynka pocztowa research@mbank.pl służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.