mBank.pl

21 marca 2019

# 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

Maciej Zdrolik
analityk
tel. +48 22 829 02 56
maciej.zdrolik@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

## Kalendarium danych

**Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy**

| | Kraj | Zmienna | Okres | Prognoza | | Poprzednio | Odczyt |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | mBank | konsensus | | |
| **18.03.2019 PONIEDZIAŁEK** | | | | | | | |
| 14:00 | POL | Saldo obrotów bieżących (mln EUR) | sty | 2114 | 1560 | -1400 | 2136 |
| 14:00 | POL | Eksport (mln EUR) | sty | 18700 | 18400 | 16005 | 18493 |
| 14:00 | POL | Import (mln EUR) | sty | 19200 | 18555 | 17345 | 18214 |
| 14:00 | POL | Inflacja bazowa r/r (%) | sty | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.8 |
| 14:00 | POL | Inflacja bazowa r/r (%) | lut | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 1.0 |
| **19.03.2019 WTOREK** | | | | | | | |
| 10:00 | POL | Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%) | lut | 7.0 | 7.2 | 7.5 | 7.6 |
| 10:00 | POL | Zatrudnienie r/r (%) | lut | 2.8 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| 10:30 | GBR | Stopa bezrobocia (%) | sty | | 4.0 | 4.0 | 3.9 |
| 11:00 | GER | Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.) | mar | | 13.0 | 15.0 | 11.0 |
| 11:00 | GER | Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.) | mar | | -11.0 | -13.4 | -3.6 |
| 15:00 | USA | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | sty | | 0.3 | 0.1 | 0.1 |
| **20.03.2019 ŚRODA** | | | | | | | |
| 10:00 | POL | Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%) | lut | 3.9 | 4.7 | 6.1 | 6.9 |
| 10:00 | POL | PPI r/r (%) | lut | 3.0 | 2.6 | 2.2 | 2.9 |
| 10:00 | POL | Koniunktura konsumencka GUS | mar | | | | |
| 10:30 | GBR | CPI r/r (%) | lut | | 1.8 | 1.8 | 1.9 |
| 19:00 | USA | Decyzja FOMC (%) | mar | | 2.50 | 2.50 | 2.50 |
| **21.03.2019 CZWARTEK** | | | | | | | |
| 10:00 | POL | Produkcja budowlano-montażowa r/r (%) | lut | 11.0 | 6.0 | 3.2 | |
| 10:00 | POL | Sprzedaż detaliczna r/r (%) | lut | 5.3 | 5.3 | 5.2 | |
| 13:00 | GBR | Decyzja BoE (%) | mar | | 0.750 | 0.750 | |
| 13:30 | USA | Indeks Philly Fed (pkt.) | mar | | 5.0 | -4.1 | |
| 13:30 | USA | Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.) | 09.03 | | | | |
| 14:00 | POL | Minutes NBP | mar | | | | |
| 16:00 | EUR | Koniunktura konsumencka (pkt.) | mar | | -7.1 | -7.4 | |
| **22.03.2019 PIĄTEK** | | | | | | | |
| 0:30 | JAP | CPI r/r (%) | lut | | 0.3 | 0.2 | |
| 9:15 | FRA | PMI w przemyśle *flash* (pkt.) | mar | | 51.4 | 51.5 | |
| 9:15 | FRA | PMI w usługach *flash* (pkt.) | mar | | 50.6 | 50.2 | |
| 9:30 | GER | PMI w przemyśle *flash* (pkt.) | mar | | 48.0 | 47.6 | |
| 9:30 | GER | PMI w usługach *flash* (pkt.) | mar | | 54.8 | 55.3 | |
| 10:00 | EUR | PMI w przemyśle *flash* (pkt.) | mar | | 49.5 | 49.3 | |
| 10:00 | EUR | PMI w usługach *flash* (pkt.) | mar | | 52.7 | 52.8 | |
| 10:00 | POL | Koniunktura w przedsiębiorstwach GUS | mar | | | | |
| 14:00 | POL | M3 r/r (%) | lut | 9.2 | 8.9 | 8.8 | |
| 14:45 | USA | PMI w przemyśle *flash* (pkt.) | mar | | 53.6 | 53.0 | |
| 14:45 | USA | PMI w usługach *flash* (pkt.) | mar | | 55.8 | 56.0 | |
| 15:00 | USA | Sprzedaż domów na r.wtórnym (mln) | lut | | 5.10 | 4.94 | |

## Dziś zostaną opublikowane...

**Gospodarka polska:** Dziś zostaną opublikowane dane o produkcji budowlanej oraz sprzedaży detalicznej. W odniesieniu do tej pierwszej, z uwagi na bardzo korzystne warunki pogodowe, spodziewamy się wczesnego startu prac sezonowych i przyspieszenia produkcji na bazie rocznej do ok. 11% r/r. Z kolei w przypadku sprzedaży detalicznej prognozujemy stabilizację dynamiki rocznej w okolicy 5% r/r realnie. Prawdopodobna jest rewizja odczytu styczniowego ze względu na zmiany szacunków cen w niektórych kategoriach (odzież i obuwie, samochody osobowe).
**Gospodarka globalna:** Dzisiaj relatywnie mało danych – poza, jak co czwartek, liczbą nowo zarejestrowanych bezrobotnych w USA, poznamy dane o koniunkturze konsumenckiej w strefie euro oraz wskaźnik koniunktury przedsiębiorstw Philly Fed. Ponadto dziś decyzja Banku Anglii (stopy powinny pozostać niezmienione).

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkcja przemysłowa w lutym 2019 r. wzrosła o 6,9 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 1,5 proc.
- MF: Deficyt budżetu po lutym wyniósł 0,8 mld zł, czyli 2,8 proc. planu na 2019 rok - podało Ministerstwo Finansów.
- Gatnar: Biorąc pod uwagę policy mix, pakiet fiskalny będzie nas mobilizował do tego, aby pod koniec roku pomyśleć o lekkim zacieśnieniu polityki pieniężnej - powiedział w TV Parkiet członek RPP.
- USA: Amerykańska Rezerwa Federalna utrzymała główną stopę procentową w przedziale 2,25-2,50 proc. - podano w komunikacie. Mediana prognoz członków Fed nie przewiduje podwyżek stóp proc. w 2019 r.

| Decyzja RPP (03.04.2019) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |
|---|---|
| podwyżka 25 bps | 0% |
| stopy bez zmian | 100% |
| obniżka 25 bps | 0% |
| **PROGNOZA mBanku** | **bez zmian** |

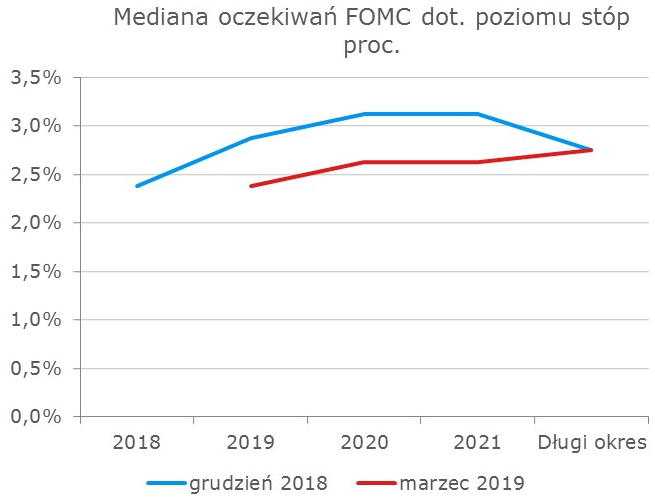
| Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|---|---|---|
| GERGB 10Y | 0.069 | -0.012 |
| USAGB 10Y | 2.524 | -0.011 |
| POLGB 10Y | 2.913 | -0.013 |

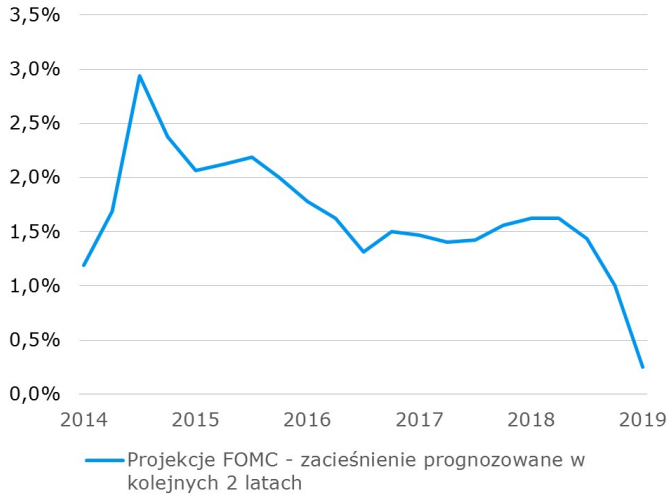
Dotyczy benchmarków Reuters

## Fed gołębieje po raz kolejny

Zgodnie z oczekiwaniami, na marcowym posiedzeniu nie doszło do zmian stóp procentowych i retoryki Fed. W odniesieniu do tej ostatniej - w komunikacie zachowało się odniesienie do „cierpliwości" przy jednoczesnej modyfikacji części diagnostycznej i uznaniu wolniejszego wzrostu PKB w ostatnich miesiącach. Tym niemniej, wynik posiedzenia został przez rynki odebrany jako gołębi. Dlaczego?

W telegraficznym skrócie - bo w sposób dramatyczny (w większej skali niż oczekiwano) zmieniły się projekcje przedstawione wczoraj przez ten bank centralny. Obniżyły się prognozy PKB i inflacji, wzrosły również prognozy stopy bezrobocia przy jednoczesnym obniżeniu stopy naturalnej (taka kombinacja to nowość). Przełożyło się to na obniżenie projekcji stopy Fed funds o 50 pb. Obecnie członkowie FOMC oczekują jeszcze jednej podwyżki w tym cyklu, i to dopiero w 2020 r. Co więcej, oznacza to, że członkowie FOMC nie widzą już potrzeby podnoszenia krótkoterminowej stopy procentowej powyżej poziomu naturalnego. Efektywnie, usuwa to ostatnie pozostałości jastrzębiego nastawienia. Jedna podwyżka więcej nie ma w tym kontekście znaczenia. Wisienką na torcie w tej sytuacji jest ogłoszenie zakończenia procesu zmniejszania bilansu we wrześniu b.r.

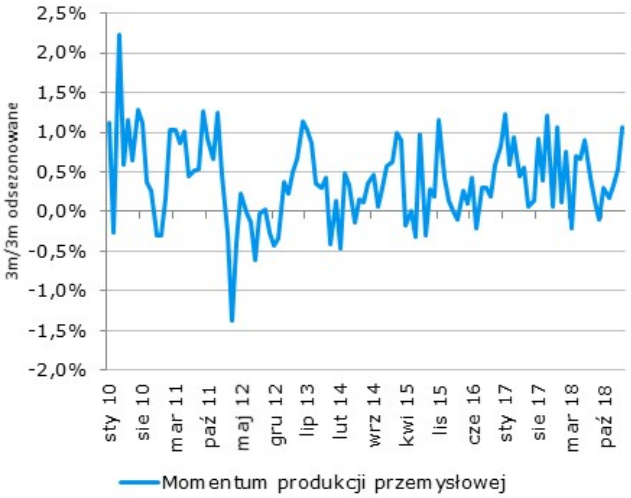


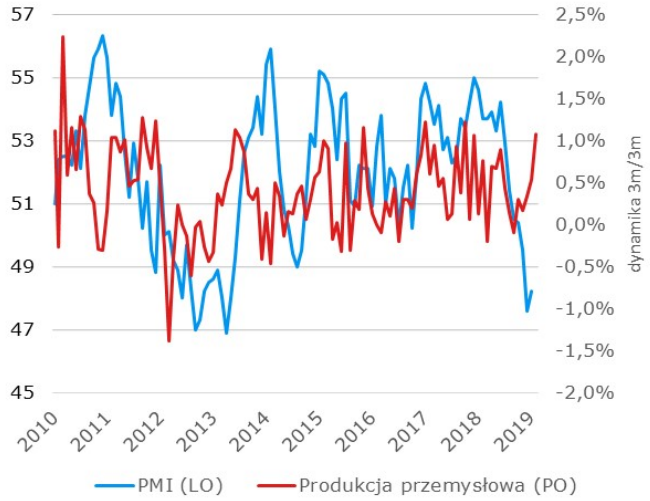

Rynek w reakcji na decyzję Fed przeszedł od wyceniania małego cięcia stóp procentowych do wyceniania nieco większego cięcia stóp procentowych w 2020 r., a stawki stóp procentowych przesunęły się w dół znacząco wzdłuż całej krzywej. Bez dalszego pogorszenia bieżących danych nie należy oczekiwać wyceniania głębszego łagodzenia polityki pieniężnej. Niemniej jednak jest jasne, że Fed postanowił dmuchać na zimne i przyjąć obecny poziom stóp procentowych jako adekwatny do stanu gospodarki dziś i w przyszłości. Jest to spójne i z symetryczną funkcją reakcji, i z chęcią realizacji celu inflacyjnego w sposób symetryczny. Odnosząc się do tej ostatniej kwestii na konferencji, J.Powell w zasadzie zapowiedział, że wzrost inflacji z powrotem w okolice celu nie będzie dla Fed problemem. Poprzeczka do wznowienia podwyżek stóp procentowych została zawieszona bardzo wysoko.

## Cud polskiego przemysłu

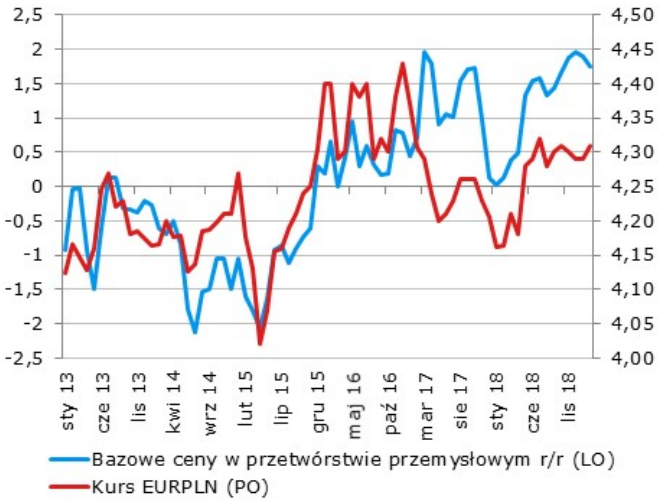
Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 6,9% r/r, istotnie powyżej prognoz (konsensus 4,7% r/r; my 3,9% r/r). Zaskoczenie częściowo należy przypisać bardzo dobremu wynikowi górnictwa – przyspieszenie z 0 do ok. 16% r/r podbiło produkcję przemysłową o 0,8 pkt. proc. Innymi słowy, gdyby nie wynik górnictwa, powtórzyłby się odczyt z poprzedniego miesiąca. Tym niemniej, sam wynik przetwórstwa również jest imponujący (7,0% r/r). W ujęciu miesięcznym produkcja przyrosła o 1,7% m/m (po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych), co wydźwignęło momentum przemysłu z powrotem w okolice 1% m/m.




Jeszcze bardziej imponująco wygląda porównanie twardych danych z polskiego przemysłu z sentymentem, który w ostatnich miesiącach ulegał systematycznemu pogorszeniu. Gdyby dawne relacje PMI (a zwłaszcza komponentu produkcji, który dobrze odzwierciedlał krótkoterminowe wahnięcia) z produkcją były zachowane, momentum produkcji przemysłowej byłoby nawet o 2 pkt. proc. niższe niż faktycznie zanotowane. Ta trwająca od grudnia seria pozytywnych zaskoczeń domaga się wyjaśnienia i musimy uczciwie zauważyć, że takowego nie mamy. Trop prowadzi jednak w stronę eksportu, który w ostatnich miesiącach notował dobre wyniki, zwłaszcza jeśli odniesiemy je do otoczenia zewnętrznego. Rozkład wzrostów produkcji w lutym po sekcjach częściowo to potwierdza – dwucyfrowe dynamiki zanotowano bowiem w sekcjach zorientowanych na eksport.



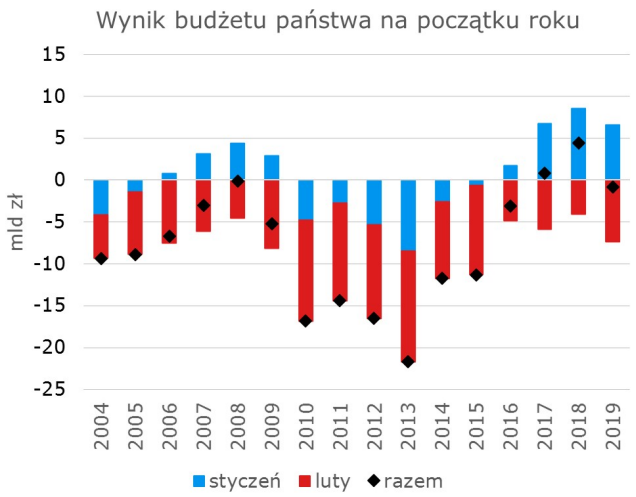

Ceny producentów drugi miesiąc z rzędu okazały się niższe od naszej prognozy. Dynamika roczna na poziomie 2,9% w lutym implikuje, że ceny w przetwórstwie w ujęciu bazowym pozostały bez zmian m/m. To z kolei oznacza kolejną, istotną rozbieżność względem naszych krótkoterminowych modeli opartych na dostępnych zmiennych obserwowalnych. Ewidentnie po stronie producentów nie ma obecnie siły cenowej i bez szoku kursowego (do którego naszym zdaniem jest coraz dalej biorąc pod uwagę fenomenalnie dobre dane z sektora realnego) trudno będzie o wygenerowanie wzrostów cen w przetwórstwie przemysłowym. Ciągle wspiera to obraz gospodarki, która mimo szybkiego tempa wzrostu nie generuje presji inflacyjnej. Oczywiście mowa tu o presji ponad miarę. Niezerowe tempo wzrostu cen jest warunkiem utrzymania zmiany technologicznej, ale trudno argumentować, że inflacja cen producentów w przedziale 2-3% (zależnie od miary) stanowi powód do jakiejkolwiek reakcji władz monetarnych.



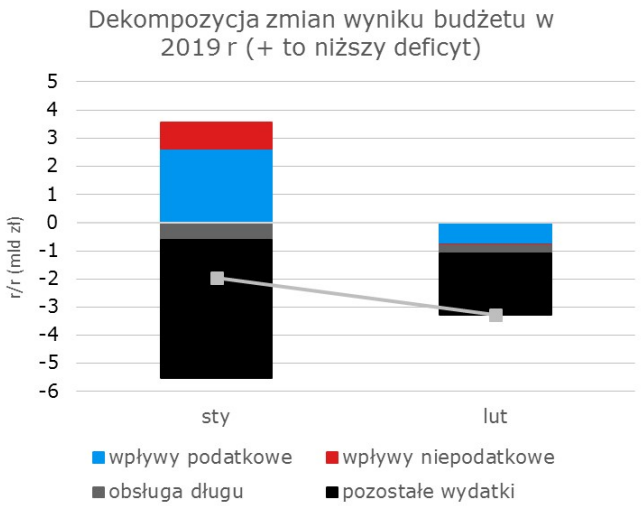

Jeden miesiąc to przypadek, dwa miesiące to już wzorzec. Niezależnie od wyników budownictwa (publikacja jutro), decydujemy się na podwyższenie prognoz PKB w I kwartale i w całym roku. W pierwszych trzech miesiącach wzrost gospodarczy wyniesie najprawdopodobniej ok. 4,4% r/r – spadek dynamiki w porównaniu do końcówki 2018 będzie zatem minimalny i nieodczuwalny. Jednocześnie, to I kwartał miał być kluczowy dla ścieżki PKB w całym roku i przesuwa to wzrost średnioroczny w górę w analogicznej skali.

## Niespodziewany deficyt po lutym

Zgodnie z opublikowanymi wczoraj danymi, po lutym budżet państwa ma 800 mln zł deficytu, co jest wynikiem gorszym niż w dwóch poprzednich latach - w 2017 i 2018 r. na tym etapie notowano jeszcze nadwyżki – i nie wynika to bynajmniej ze słabości jednego miesiąca.




W samym tylko lutym pogorszenie wyników budżetu widoczne jest zarówno po stronie dochodowej, jak i wydatkowej (w styczniu to mocne dochody ratowały wynik budżetu, w lutym tej tarczy zabrakło). Dochody podatkowe budżetu państwa spadły w lutym o 3,1% r/r po wzroście o 7,9% r/r w styczniu. Rozkładając je na czynniki pierwsze, widzimy że największy negatywny wkład stał się udziałem VAT (-12% r/r w lutym wobec +12,6% w styczniu) i akcyzy (+1,2% r/r w lutym wobec -11% r/r w styczniu), a w pozostałych przypadkach wzrosty są wciąż solidne. Wpływy z CIT w lutym urosły o 14,5% r/r (+2,8% r/r w styczniu), z PIT zaś o 9% r/r w lutym (wobec 15,4% r/r w styczniu). Przypadek VAT, zważywszy na solidną dynamikę procesów nominalnych w gospodarce i brak przesłanek do rozszczelnienia systemu, wygląda na wypadek przy pracy lub raczej efekt przesunięć zwrotów. Nie można też wykluczyć nieco innej sezonowości wpływów z tego podatku po wprowadzeniu split payment. Przyczyny spadku dynamiki PIT są zapewne bardziej złożone, ale nie można a priori wykluczyć przyspieszenia zwrotów nadpłaconego podatku dzięki zmianie sposobu rozliczania (e-PIT).




Po stronie wydatkowej za całość wzrostu wydatków w lutym

odpowiada wyższa subwencja do FUS i FER oraz większa subwencja ogólna dla JST. Są to elementy budżetu zasadniczo pod pełną kontrolą MF, dlatego można przypuszczać, że nie jest to przypadek. Być może prefinansowanie większej niż w roku poprzednim waloryzacji emerytur wyjaśnia ten wzrost – są to elementy budżetu państwa, które warto w kolejnych miesiącach obserwować, zwłaszcza z uwagi na niepewność co do sposobu sfinansowania „trzynastej emerytury" w roku bieżącym.

Ze względu na moment cyklu koniunkturalnego i ogłoszony już pakiet fiskalny znaczenie danych budżetowych ponownie wzrosło. W ślad za nim również uczestnicy rynku będą bardziej wrażliwi na wskaźniki fiskalne. O ile sytuacja budżetowa pozostaje naszym zdaniem pod kontrolą (zwłaszcza, że wyniki gospodarcze powinny w tym roku zaskoczyć in plus w stosunku do konserwatywnych założeń budżetu), o tyle ścieżka miesięcznych realizacji z 2018 r. jest niemożliwa do powtórzenia. Analizując miesięczne dane fiskalne, musimy jednak pamiętać o elastyczności dostępnej Ministerstwu Finansów. W kolejnych miesiącach kluczowe będzie zachowanie trzech kategorii, na które zwróciliśmy uwagę w niniejszym komentarzu, tj. wpływów z VAT i PIT oraz dotacji do FUS.

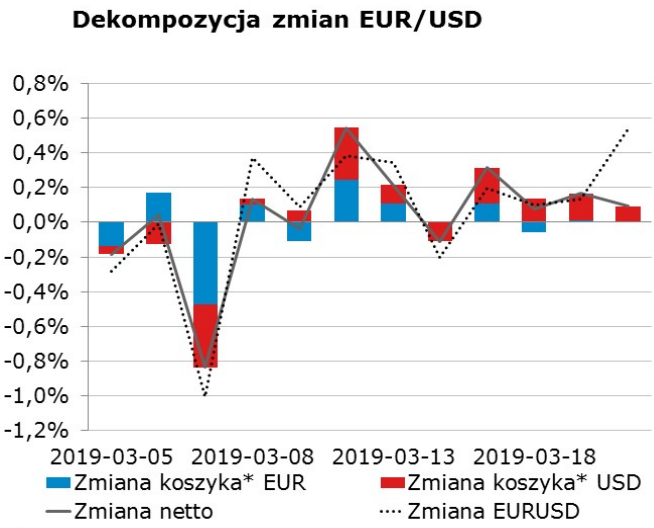
## EURUSD fundamentalnie

Fed pokazał wczoraj, że może być jeszcze bardziej gołębi, co popchnęło EURUSD ostro w górę. Stopy pozostały niezmienione, jednak najważniejszą zmianą były projekcje, w których zniknęły tegoroczne podwyżki i pozostała tylko jedna podwyżka w przyszłym roku (więcej o wczorajszej konferencji Fed w sekcji analiz). De facto zakończenie cyklu zacieśniania przez Fed powinno dzisiaj dalej rzutować negatywnie na dolara (znika jednak z przewag dolara nad pozostałymi walutami). Najpewniej dolar osiągnął już wieloletnie maksimum. Ponadto na EURUSD wpłynąć może rozpoczynający się dwudniowy szczyt państw UE, na którym dyskutowane będzie m.in. przedłużenie negocjacji z Wlk. Brytanią w sprawie Brexitu. Cały czas rozstrzygane jest, czy i jak długo owo przedłużenie miałoby potrwać (rozważany jest nawet rok dodatkowych negocjacji), informacje o osiągniętym porozumieniu mogą pomagać euro.

## EURUSD technicznie

**Stara pozycja:** S/L na małej pozycji short, 80 pipsów straty.
**Nowa pozycja:** Brak.
**Preferencja:** Range 1,13-1,18.
Czynniki fundamentalne (więcej na ten temat w komentarzu obok i w sekcji analitycznej) zdusiły korektę spadkową w zarodku i spowodowały wzrost kursu ponad 1,14. Tym samym, ostatnie lokalne maksima i średnie stanowiące strefę oporów zostały złamane. Zamknięcie powyżej Bollingera i malutka dywergencja na 4H sugerują, że jest przestrzeń do korekty spadkowej, ale to okazja dla grających intraday. W naszym horyzoncie inwestycyjnym trend wzrostowy dominuje. Droga jest obecnie otwarta do 1,1550, a nawet do górnego ograniczenia szerszego range (1,18). Będziemy wypatrywać okazji do dołączenia do tego ruchu.

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 1,1201 | 1,1815 |
| 1,1100 | 1,1651 |
| 1,0906 | 1,1570 |




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

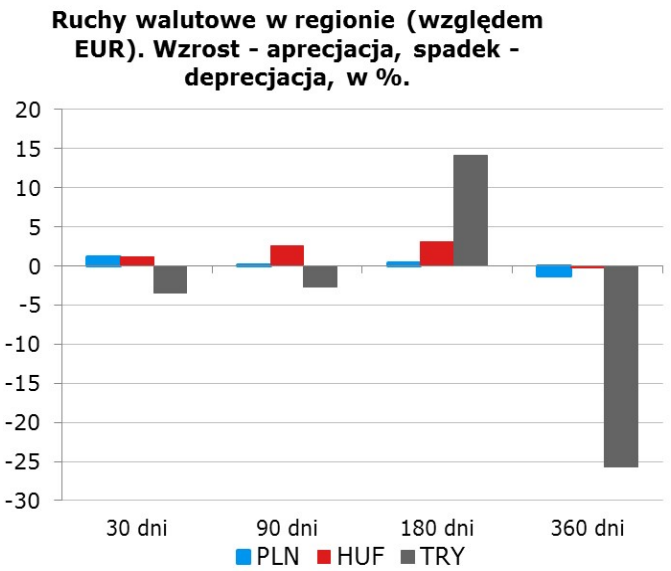
## EURPLN fundamentalnie

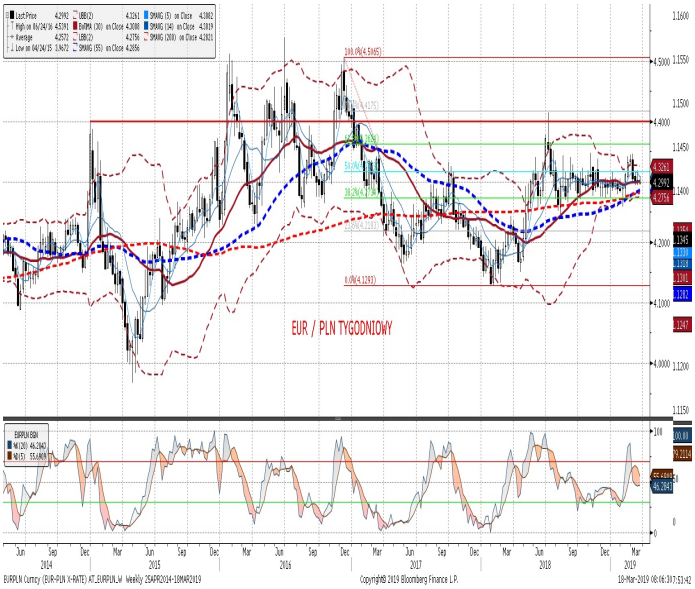
Za złotym wczoraj kolejny dzień umacniania się wobec euro. Sprzyjały informacje z krajowej gospodarki, gdzie produkcja przemysłowa w lutym znacząco przebiła oczekiwania, co w połączeniu z równie dobrym styczniem, przełożyło sie również na podniesienie prognoz PKB (w tym naszej – więcej w sekcji analiz). Pomagały też globalne trendy (ruch EURUSD w górę po wczorajszej konferencji Fed). Dzisiaj opublikowany zostanie kolejny zestaw polskich danych – spodziewamy się lepszego odczytu produkcji budowlano-montażowej, co może dodawać argumentów za dalszym umocnieniem złotego. W obecnych warunkach (wyższy wzrost i łagodne banki centralne) złoty może się w kolejnych miesiącach umacniać wyraźniej niż tylko do okolic 4,25.

## EURPLN technicznie

**Pozycja:** Mała pozycja short po 4,2932, S/L 4,3050, T/P 4,26.
**Preferencja:** Range 4,25-35
Po złamaniu strefy wsparć (4,30) EURPLN kontynuował spadki, choć oczywiście trudno tu mówić o wysokim momentum. Tym niemniej, brak dywergencji i (podwójne!) zamknięcie czarnej świecy pod wspominaną strefą wsparć sugerują, że ruch będzie kontynuowany w krótkim okresie. Jak wspominaliśmy, celujemy w minima lokalne (4,26) i takie są też parametry naszej pozycji (na razie 140 pipsów zysku).

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 4,2657 | 4,4142 |
| 4,2030 | 4,3570 |
| 4,1511 | 4,3401 |





| IRS | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1Y | 1.72 | 1.76 |
| 2Y | 1.78 | 1.82 |
| 3Y | 1.83 | 1.87 |
| 4Y | 1.90 | 1.94 |
| 5Y | 1.98 | 2.02 |
| 6Y | 2.07 | 2.11 |
| 7Y | 2.14 | 2.18 |
| 8Y | 2.20 | 2.24 |
| 9Y | 2.26 | 2.30 |
| 10Y | 2.31 | 2.35 |

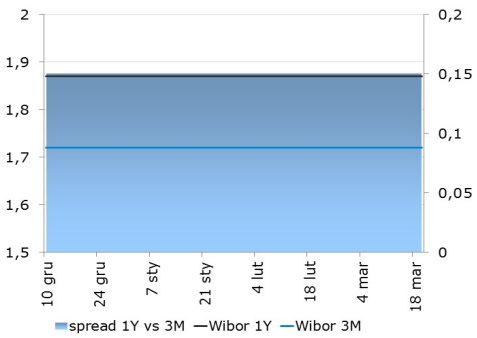
| depo | BID | ASK |
|---|---|---|
| ON | 1.48 | 1.55 |
| 1M | 1.50 | 1.70 |
| 3M | 1.52 | 1.72 |

| FRA | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1x2 | 1.62 | 1.66 |
| 1x4 | 1.69 | 1.75 |
| 3x6 | 1.69 | 1.73 |
| 6x9 | 1.69 | 1.73 |
| 9x12 | 1.70 | 1.74 |

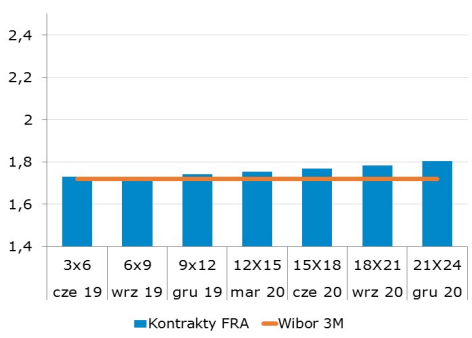
| Fixing NBP | |
|---|---|
| EUR/PLN | 4.2864 |
| USD/PLN | 3.7767 |
| CHF/PLN | 3.7781 |

| Poziomy otwarcia | |
|---|---|
| EUR/USD | 1.1411 |
| EUR/JPY | 126.35 |
| EUR/PLN | 4.2773 |
| USD/PLN | 3.7479 |
| CHF/PLN | 3.7775 |

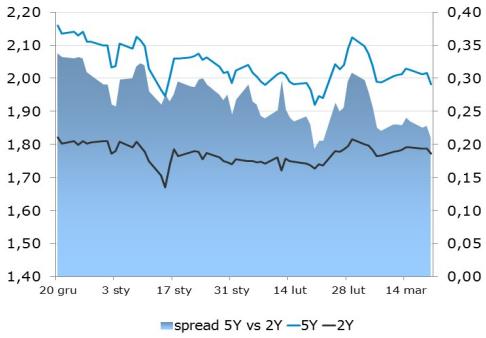
**WIBOR 3M i 1Y**



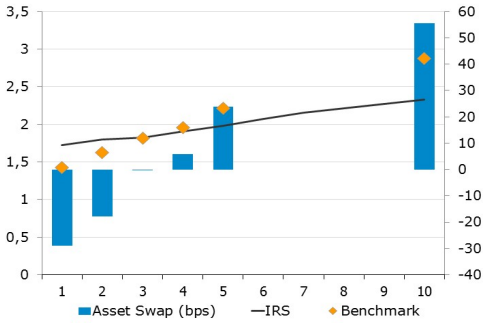

**WIBOR 3M i stawki FRA**




**IRS 5Y i 2Y**

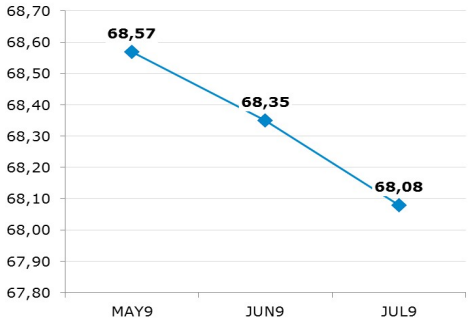



**Asset swap i IRS**




**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 art. 83c Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o Obrocie Instrumentami Finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768 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.