

24 maja 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](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		
20.05.2019 PONIEDZIAŁEK							
1:50	JAP	PKB kw/kw wstępny (%)	Q1		-0.1	0.5	0.5
14:00	POL	Minutes RPP	maj				
21.05.2019 WTOREK							
10:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	kwi	6.7	6.5	5.7	7.1
10:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	kwi	3.0	3.0	3.0	2.9
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka (pkt.)	maj		-7.7	-7.9	-6.5
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.wtórny (mln)	kwi		5.34	5.21	5.2
22.05.2019 ŚRODA							
10:00	POL	Koniunktura konsumencka	maj				
10:00	POL	Koniunktura w przedsiębiorstwach	maj				
10:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	kwi	9.5	8.1	5.6	9.2
10:00	POL	PPI r/r (%)	kwi	2.5	2.5	2.5	2.6
10:30	GBR	CPI r/r (%)	kwi		2.2	1.9	2.1
20:00	USA	Minutes FOMC	maj				
23.05.2019 CZWARTEK							
9:15	FRA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	maj		50.0	50.0	50.6
9:15	FRA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	maj		50.8	50.5	51.7
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	maj		44.8	44.4	44.3
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	maj		55.4	55.7	55.0
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	maj		48.1	47.9	47.7
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	maj		53.0	52.8	52.5
10:00	GER	Indeks Ifo - oczekiwania (pkt.)	maj		95.0	95.3 (r)	95.3
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt.)	maj		103.5	103.4 (r)	100.6
10:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	kwi	23.5	15.9	10.8	17.4
10:00	POL	Realna sprzedaż detaliczna r/r (%)	kwi	11.3	8.2	1.8	11.9
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	18.05		215	212	211
15:45	USA	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt.)	maj		52.7	52.6	50.6
15:45	USA	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt.)	maj		53.5	53.0	50.9
16:00	USA	Sprzedaż domów na r.pierwotnym (tys)	kwi		670	723 (r)	673
24.05.2019 PIĄTEK							
14:00	POL	M3 r/r (%)	kwi	10.2	10.0	9.9	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	kwi		-2.0	2.6	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska: Dziś zostaną opublikowane dane o podaży pieniądza M3 oraz akcji kredytowej. Spodziewamy się nieznacznego przyspieszenia dynamiki podaży pieniądza.

Gospodarka globalna: Spokojny dzień. Zostaną jedynie opublikowane dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- POL: Na 95 proc. stopy proc. bez zmian do końca kadencji RPP, jeżeli nie będzie nadzwyczajnych okoliczności – powiedziała członkini RPP Grażyna Ancyparowicz.
- POL: Sprzedaż detaliczna w kwietniu 2019 r. wzrosła o 13,6 proc. w ujęciu rocznym, a w ujęciu miesięcznym wzrosła o 4,4 proc. – podała Główny Urząd Statystyczny. Sprzedaż detaliczna realnie wzrosła w ubiegłym miesiącu o 11,9 proc.
- POL: Nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw w I kwartale wzrosły o 21,7 proc. rdr do 28,1 mld zł – podała w czwartek GUS.
- GER: Indeks Ifo, obrazujący nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich, wyniósł w maju 97,9 pkt. wobec 99,2 pkt. w poprzednim miesiącu – podała instytut Ifo w komunikacie.
- EUR: Indeks PMI composite w strefie euro wyniósł w V 51,6 pkt. wobec 51,5 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca – podano wstępne wyliczenia.
- USA: Indeks PMI composite w USA wyniósł w maju 50,9 pkt. wobec 53,0 pkt. w poprzednim miesiącu – podano we wstępnym wyliczeniu.

Decyzja RPP (05.06.2019)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	-0.113	0.008
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.320	0.028
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	2.868	-0.001
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Przed wyborami do Parlamentu Europejskiego

W niedzielę odbędą się wybory do Parlamentu Europejskiego. Wybory te mają prawdopodobnie większe znaczenie od analogicznych wyborów w 2014 roku, bo są przez wiodące partie postrzegane jako decydująca próba sił przed wyborami krajowymi (zaplanowanymi na październik). Niewątpliwie wynik tych wyborów może ustawić dynamikę sceny politycznej (ale i agendę obecnego rządu) na kolejne miesiące.

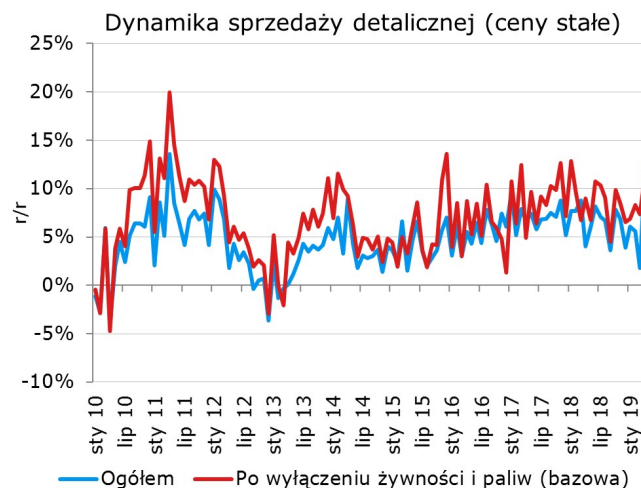
Aktualne sondaże wskazują na nieznaczną przewagę PiS nad Koalicją Obywatelską (39:36% wg średnich z ostatnich badań), co przekłada się na minimalną przewagę w liczbie zdobytych miejsc (22:20). Tym niemniej, przewaga PiS w ostatnich tygodniach zmniejszyła się o ok. 2 pkt. proc. i prosta ekstrapolacja trendów implikuje ryzyko remisu między dwoma głównymi blokami. Pozostałe miejsca przypadną Wiośnie (ok. 10% - 6 miejsc) oraz Kukizowi'15 i Konfederacji (oba ugrupowania oscylują wokół progu, a jego przekroczenie przez jedną z nich zapewni 3 miejsca).

Wybory będą istotne dla inwestorów, a ci – jak wiadomo – nie lubią niespodzianek, a przede wszystkim zmian status quo. Wspomniany przez nas wynik (remis lub prawie-remis) oznaczałby dla nich utrzymanie wysokiej temperatury sporu politycznego w kolejnych miesiącach. Uprawdopodobniłby również kolejne rozluźnienie polityki fiskalnej przygotowane przez partię rządzącą. Skutkiem tego oczekiwane byłyby prawdopodobnie większe emisje obligacji, co standardowo łączy się z osłabieniem dłużnych instrumentów skarbowych. Z prognozowaniem istotności skali reakcji oczywiście należy być tu powściągliwym.

Niezależnie od implikacji dla polityki fiskalnej, wynik wyborów będzie też wskazówką co do możliwych koalicji w wyborach parlamentarnych (prawdopodobne jest, że PiS będzie potrzebował koalicjanta do uzyskania większości w Sejmie). W przypadku zwycięstwa opozycji dodatkowym czynnikiem wpływającym na wycenę ryzyka politycznego będzie kohabitacja przynajmniej do czasu wyborów prezydenckich w 2020 r. Z kolei zdecydowane zwycięstwo PiS oznaczałoby utratę wyborczego rozpędu przez Koalicję Europejską i zwiększyłoby szanse na jednopartyjny rząd PiS na jesieni (a więc utrzymanie status quo w każdym obszarze). W takim scenariuszu inwestorzy mogą domagać się mniejszej premii za ryzyko w polskich aktywach.

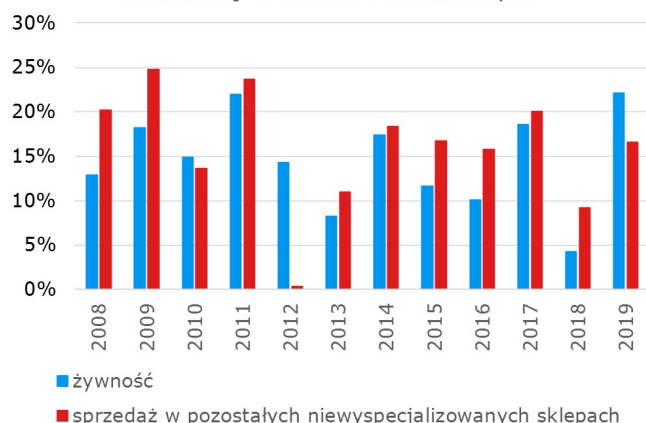
Kolejne dobre dane za kwiecień wspierają optymistyczne prognozy PKB na ten rok

Sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu aż o 11,9% r/r w cenach stałych, bijąc na głowę konsensus rynkowy (8,2% r/r). Nasza prognoza (11,3% r/r) okazała się przy tym relatywnie bliska ostatecznemu wynikowi (również w szczegółach), dlatego łatwo nam wskazać przyczyny dwucyfrowego wzrostu sprzedaży detalicznej.



Po pierwsze, zadziałał efekt późnej Wielkanocy, wskutek czego wydatki na żywność i w pozostałych niewyspecjalizowanych sklepach zostały zrealizowane w większości w kwietniu, w przeciwieństwie do zeszłego roku, kiedy miało to miejsce w marcu. Wahnięcia sprzedaży w okresie marzec-kwiecień nie są same w sobie niczym zaskakującym z uwagi na ruchomy charakter tego święta. Po drugie, sprzedaż detaliczna w kwietniu zeszłego roku była jeszcze słabsza niż wskazywał na to kalendarz (zaskoczenie in minus wyniosło 3-4 pkt. proc. na całym agregacie). W istocie rzeczy, około wielkanocna sprzedaż w 2018 r. była relatywnie słaba, co stworzyło solidną niską bazę (por. wykres poniżej). Po trzecie, w kwietniu b.r. dobrze (i tutaj mamy pozytywne zaskoczenie z naszej perspektywy) zachowała się sprzedaż dóbr trwałych półtrwałych w części kategorii. Zaskoczenie o 4-6 pkt. proc. dotyczy przede wszystkim odzieży i obuwia, farmaceutyków oraz mebli, RTV i AGD. Sprzedaż samochodów okazała się z kolei niewrażliwa na wahnięcia w dniach roboczych. Summa summarum, sprzedaż bazowa okazała się w kwietniu najzwyczajniej od 2011 roku (+11,3% r/r w cenach bieżących, po wyłączeniu paliw, żywności i samochodów) i kwestie kalendarzowe nie tłumacza w całości tego przyspieszenia.

Średnia miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej w okresie wielkanocnym

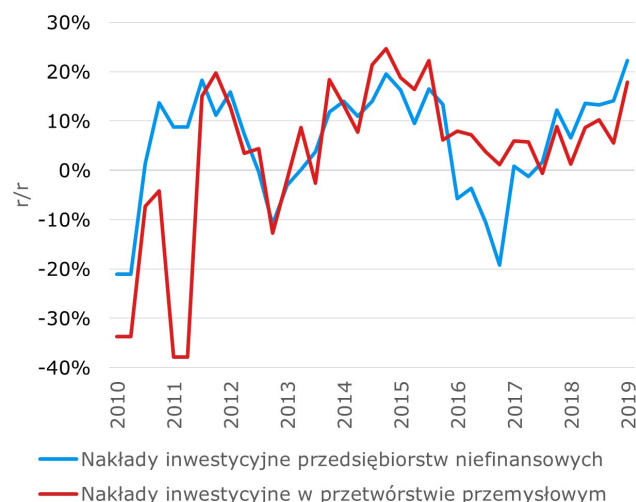


Dobry wynik sprzedaży detalicznej i korzystne szczegóły odczytu wskazują na to, że koniunktura konsumencka nie kłamie i utrzymując się na wysokim poziomie indeksy (w tym rekordowe oczekiwania gospodarstw domowych dotyczące ich sytuacji finansowej) mają odzwierciedlenie w popycie konsumpcyjnym. Tym niemniej, przestrzegalibyśmy przed prognozowaniem ostrego przyspieszenia konsumpcji prywatnej w II kwartale na podstawie samej tylko sprzedaży detalicznej. Wynika to zarówno ze zbyt małej ilości danych (to tylko jeden miesiąc z kwartału), jak i z faktu, że konsumpcja prywatna jest znacznie „gładsza” niż sprzedaż detaliczna. Efektów Wielkanocy próżno szukać w rachunkach narodowych. Tym niemniej w II kwartale pierwsze elementy „piątki” trafiają do kieszeni gospodarstw domowych i jest to element bardziej przemawiający za nieco wyższą dynamiką konsumpcji.

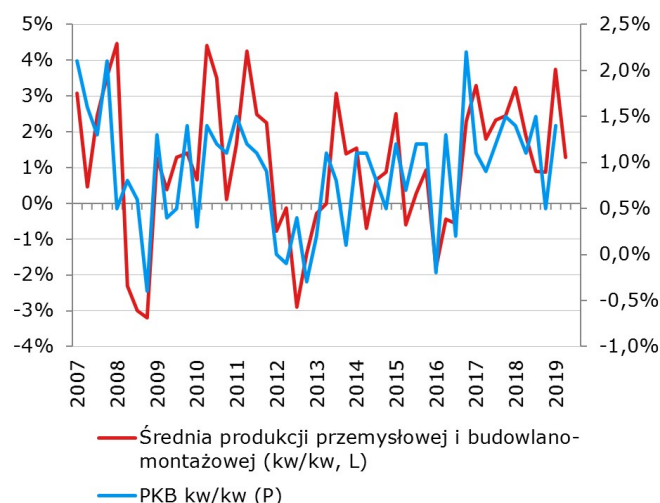
Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w kwietniu o 17,4% r/r – tym samym nasza optymistyczna prognoza (ok. 23% r/r) okazała się zawyżona, ale konsensus z kolei nie docenił produkcji (ok. 16% r/r). W ujęciu miesięcznym widać stagnację produkcji (+0,3% m/m po odsezonowaniu), ale jest to stagnacja na bardzo wysokim poziomie aktywności. Struktura produkcji wskazuje na decydującą rolę robót inżynierskich – co może sugerować wciąż wysoki wkład inwestycji publicznych (przykładowo, finisz części budów dróg). Perspektywy budownictwa na kolejne miesiące pozostają korzystne, choć dynamika produkcji budowlanej powinna łagodnie zwalniać.

Czarnym koniem wczorajszego dnia okazały się być jednak dane o nakładach inwestycyjnych przedsiębiorstw niefinansowych (50+ pracowników). W I kwartale wzrosły one aż o 22% r/r – ostatnio tak wysoką dynamikę zanotowano w 2008 roku. Jeszcze bardziej interesująca jest struktura tych wzrostów – wprawdzie częściowo napędzane były one przez branżę o dużym udziale sektora publicznego (transport +30% r/r, energia +46%), ale tak wysoka dynamika inwestycji przedsiębiorstw nie byłaby możliwa bez wysokiego wkładu przedsiębiorstw prywatnych. Niepełne dane, którymi dysponujemy, potwierdzają ten wniosek. Nakłady inwestycyjne w sekcji Informacja i komunikacja wzrosły o 38% r/r, w odpowiadającym za ok. 40% całości przetwórstwie przemysłowym nakłady przyspieszyły do 18% r/r, co jest najlepszym wynikiem tego sektora od 2015 r. Przyspieszenie inwestycji prywatnych ma niebagatelne znaczenie z punktu widzenia perspektyw wzrostu gospodarczego na ten rok. Następuje ono bowiem w momencie, w którym inwestycje publiczne znacząco spowalniają z uwagi na przebieg cyklu wydatkowania środków UE i kalendarz wyborczy (potwierdzają to pu-

blikowane również wczoraj dane o finansach JST). To przekazanie pałeczki sektorowi prywatnemu dobrze wróży wzrostowi inwestycji w kolejnych kwartałach, zwiększa odporność krajowego cyklu koniunkturalnego na wstrząsy zewnętrzne i stwarza ryzyko w górę (sic!!!) dla naszych prognoz PKB na rok bieżący.



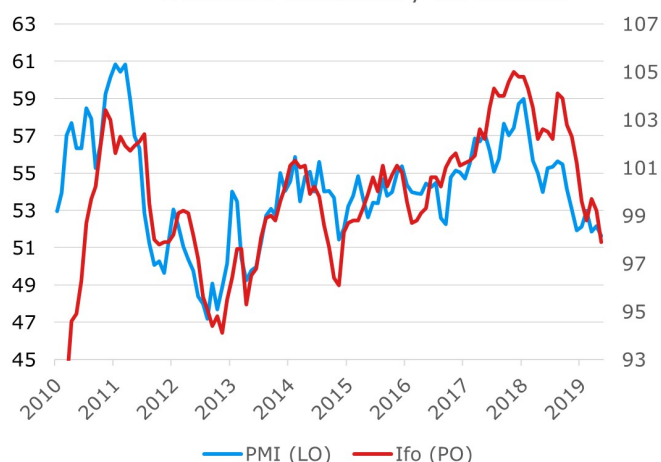
Pierwsza przymiarka do PKB na II kwartał ujawnia dość dużą rozbieżność między wskazaniem „twardych” (produkcja) i „miękkich” danych (indeksy koniunktury), możemy jednak oczekiwać, że dynamika PKB będzie zbliżona do tej z I kwartału (za-tem ok. 4,5% r/r), przy nieco niższym momentum (por. wykres powyżej). Z punktu widzenia RPP dane pozostają istotne jedynie jako potwierdzenie optymistycznego scenariusza gospodarczego. Dla ewolucji polityki pieniężnej kluczowe będzie ich przełożenie na inflację oraz same wzrosty inflacji. W świetle obecnych prognoz stabilne stopy procentowe NBP to nasz bazowy scenariusz.



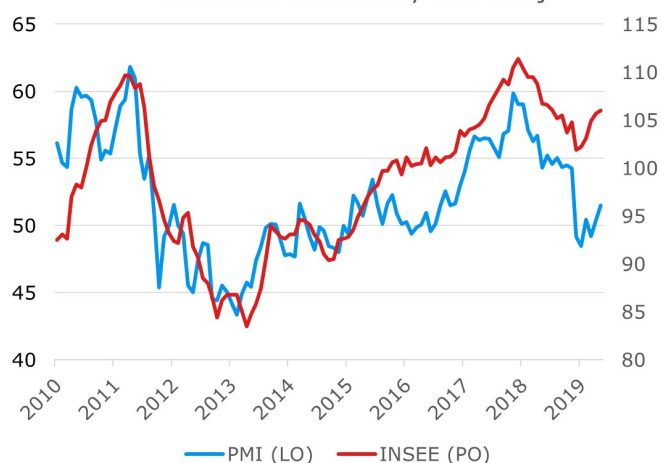
Wzrost pesymizmu w strefie euro

„Superczwartek”, w którym zbiegły się w czasie publikacje prawie wszystkich indeksów koniunktury dla głównych gospodarek strefy euro, dostarczył więcej argumentów pesymistom niż optymistom. Wskaźniki PMI dla strefy euro rozczarowały (przemysł - spadek z 47,9 do 47,7; usługi - spadek z 52,8 do 52,5). W zasadzie jedynym mocnym punktem w maju było zachowanie koniunktury we Francji, gdzie zanotowano wzrosty i w przemyśle, i w usługach, a zachowanie PMI zostało potwierdzone przez analogiczne wskaźniki publikowane przez francuski urząd statystyczny. Warto zauważyć, że rozczarowanie w Niemczech dotyczyło również danych Ifo, a w pozostałych państwach strefy euro maj przyniósł znaczące pogorszenie sentymentu.

Wskaźniki koniunktury dla Niemiec



Wskaźniki koniunktury dla Francji



Szczegóły raportów stawiają gospodarkę strefy euro w jeszcze mniej korzystnym świetle. Po pierwsze, wspomniana słabość pozostałej części strefy euro to po prostu słabość gospodarek państw peryferyjnych (Włoch i Hiszpanii). Zwłaszcza w kontekście nieustannego flirtowania z recesją przez tą pierwszą gospodarkę jest to istotna informacja. Po drugie, pojawiają się sygnały, że pesymizm rozszerzył się z europejskiego przemysłu na usługi – oczekiwania przyszłego popytu w przedsiębiorstwach usługowych spadły do najniższego poziomu od 2014 roku (w przemyśle utrzymały się na najniższym poziomie od 2012 r.). Ponadto, oceny bieżącej produkcji i zamówień w usługach pogorszyły się w maju. Po trzecie, dotychczas odporne na wstrząsy subindeksy zatrudnienia zanurkowały – w przypadku przemysłu w ostatnim miesiącu zanotowano już

pierwszy spadek od 2014 r. i jednocześnie najgorszy wynik od połowy 2013 r. Po czwarte, czasy dostaw w niemieckim przemyśle skróciły się tempie notowanym ostatnio w 2008 r (sic!!!). Choć częściowo odzwierciedla to wcześniejsze (2017) ich wydłużenie w związku z ograniczeniami podaźowymi, duży w tym udział spadku zaległości produkcyjnych w niemieckim przemyśle. Jako taki, jest to negatywny sygnał. Wreszcie, oceny presji kosztowej i cenowej spadły w maju.

W najlepszym razie można majową koniunkturę postrzegać jako utrzymanie status quo. Bardziej realistyczne interpretacje to raczej konwergencja nastrojów w usługach i przemyśle (co przy większej wadze usług w PMI oznacza niższy poziom zagregowanego wskaźnika). Dla EBC oznacza to delikatny krok wstecz, ale obserwowany od pewnego czasu wzorec przeszacowywania słabości gospodarki przez „miękkie” wskaźniki wobec twardych danych (PKB, produkcja przemysłowa) będzie argumentem przeciw dalszemu łagodzeniu polityki pieniężnej. Jednocześnie, bank jest prawdopodobnie w pełni świadomy, że minorowe nastroje przedsiębiorstw oznaczają, że bilans ryzyk jest asymetryczny i jakkolwiek sugestie zacieśnienia będzie bezproduktywna. W efekcie, oczekiwania rynku powinny dryfować w kierunku płaskiej ścieżki stóp procentowych w dającej się przewidzieć przyszłości.

EURUSD fundamentalnie

Publikacje makro zafundowały nam wczoraj rollercoaster na EURUSD. Wyliczmy je: słabe dane o koniunkturze w strefie euro, a później gołębie Minutes EBC zepchnęły kurs w okolice 1,11; duża negatywna niespodzianka w danych o koniunkturze w USA (Markit PMI) przyniosła silne osłabienie dolara, które okazało się trwałe. W konsekwencji, rynki zaczęły jeszcze bardziej zdecydowanie wyceniać poluzowanie monetarne w USA, a rentowności obligacji skarbowych USA znalazły się na nowych lokalnych minimach. Zachowanie EURUSD w dniu wczorajszym potwierdza naszą powtarzaną wielokrotnie tezę, że przy gołębim Fed przestrzeń do spadków EURUSD jest obecnie minimalna. Dziś w nocy pesymizm częściowo zniknął z wycen na rynku stopy procentowej, ale wobec braku istotnych publikacji makro nie należy spodziewać się istotnie mocniejszego dolara.

EURUSD technicznie

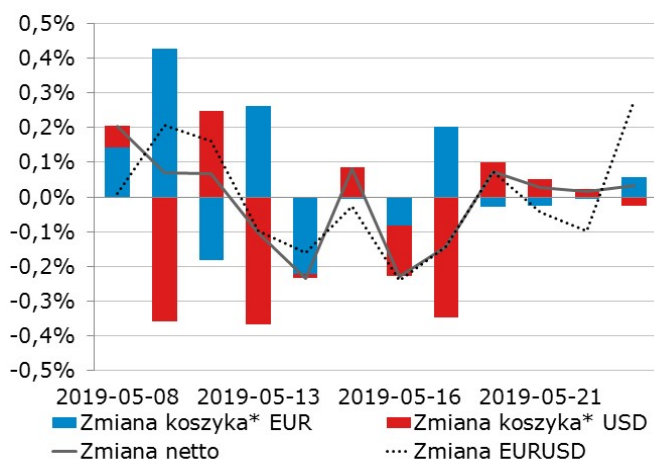
Nowa pozycja: Mały long po 1,1155, S/L 1,11, T/P 1,1250.

Preferencja: Range.

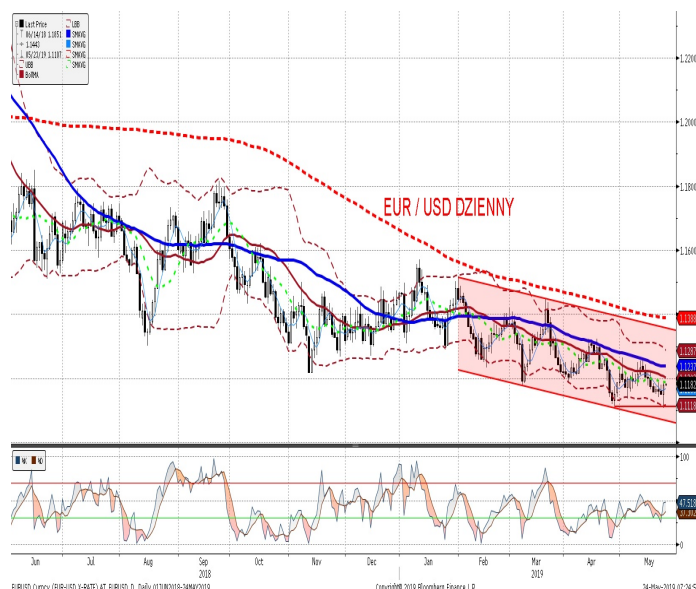
Nasza pozycja miała wczoraj dużo szczęścia – czynniki fundamentalne najpierw spowodowały spadek kursu, a następnie jego ostre wybiecie w górę. Ten pierwszy ruch nie uruchomił S/L (za brak 7 pipsów), ten drugi sprawił, że pozycja jest już na plusie. Efektem wahnięć EURUSD jest kombinacja podwójnego dna i dywergencji (w kierunku wzrostów) na wykresach dziennym i czterogodzinowym. W tej sytuacji pozostaje nam spokojnie obserwować rozwój wydarzeń.

Wsparcie	Opór
1,0864	1,1815
1,0341	1,1651
1,0000	1,1570

Dekompozycja zmian EUR/USD



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



EURPLN fundamentalnie

EURPLN tradycyjnie już nieco słabszy na otwarciu i nieco mocniejszy w ciągu dnia – łączna zmienność była jednak mikroskopijna, podobnie jak reakcja złotego na fikołki dolara i euro w ciągu dnia (więcej na ich temat na poprzedniej stronie). Można spekulować, czy lepsze dane z polskiej gospodarki (więcej w sekcji analiz) nie były jedną z przyczyn niewrażliwości złotego na sentyment globalny, ale zachowanie złotego nie odbiegało od wzorca z minionych tygodni. W konsekwencji, EURPLN w dalszym ciągu tkwi w reżimie ekstremalnie niskiej zmienności. W najbliższych dniach jedynym czynnikiem, który może wpłynąć na jego notowania, są wybory do Parlamentu Europejskiego (por. sekcja analiz).

EURPLN technicznie

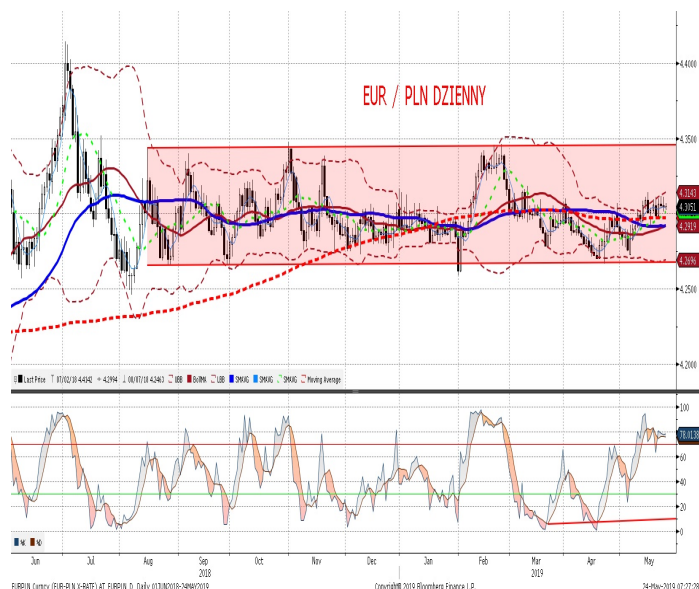
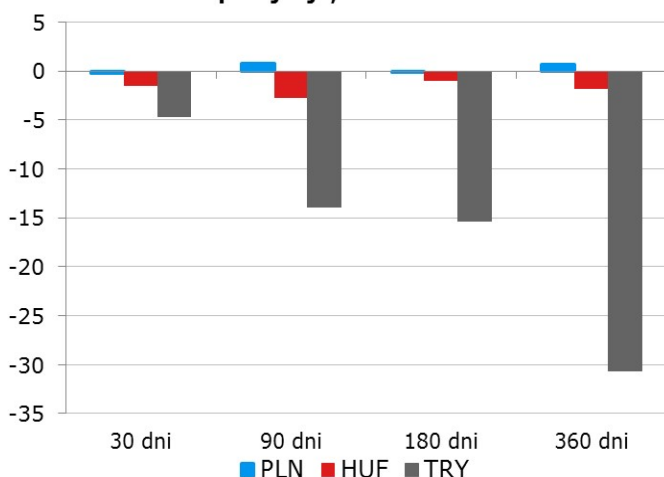
Pozycja: Short po 4,2984 oraz 4,3090, S/L 4,3200, T/P 4,2700.

Preferencja: Range 4,25-35

EURPLN wisi nad MA200D, ale wczoraj pojawił się tam już kolejny nagrobek. Impulsu wzrostowego w dalszym ciągu nie ma i warto naszym zdaniem obstawiać raczej powrót poniżej średnich (czyli poniżej 4,30) niż dalsze wzrosty. Te ostatnie wymagałyby przebicia lokalnych maksimów (4,3142). Nowych sygnałów (w tym dywergencji) na razie brak. Nie widzimy tym samym powodów do zamykania naszej krótkiej pozycji.

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

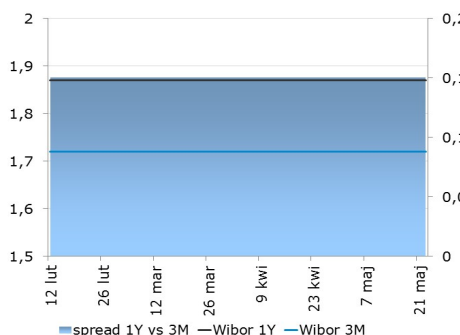
Ruchy walutowe w regionie (względem EUR). Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.



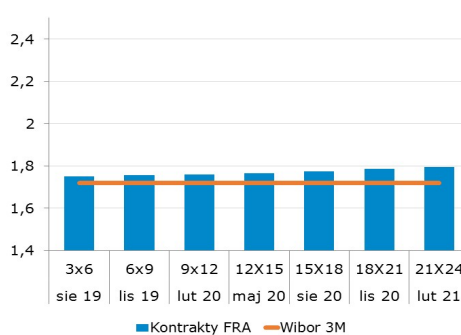
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	1.72	1.76	ON	1.35	1.55	EUR/PLN	4.3107
2Y	1.80	1.84	1M	1.54	1.74	USD/PLN	3.8696
3Y	1.84	1.88	3M	1.61	1.96	CHF/PLN	3.8343
4Y	1.91	1.95					
5Y	1.98	2.02					
6Y	2.06	2.10					
7Y	2.13	2.17					
8Y	2.19	2.23					
9Y	2.25	2.29					
10Y	2.31	2.35					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	1.63	1.68	EUR/USD	1.1181
1x4	1.69	1.75	EUR/JPY	122.53
3x6	1.69	1.75	EUR/PLN	4.3037
6x9	1.70	1.76	USD/PLN	3.8492
9x12	1.72	1.76	CHF/PLN	3.8351

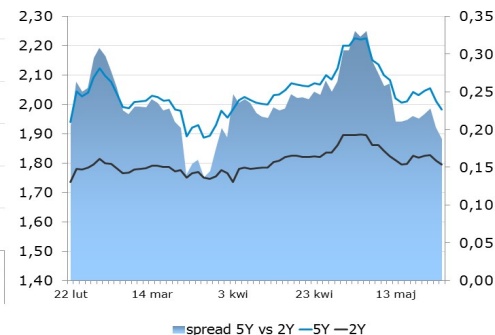
WIBOR 3M i 1Y



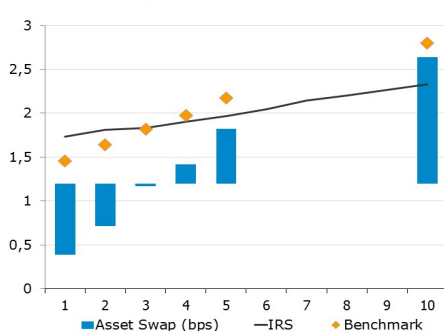
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



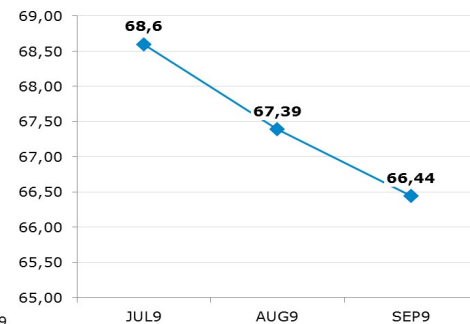
Asset swap i IRS



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.