



Biuro Analiz Ekonomicznych

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

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

Paulina Ziemińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziembinska@brebank.pl

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@brebank.pl

BRE Bank SA
Senatorska 18
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
<http://www.brebank.pl>

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				BRE	konsensus		
16.01.2012 PONIEDZIAŁEK							
19:00	EUR	Wystąpienie szefa EBC					
17.01.2012 WTOREK							
3:00	CHN	GDP r/r (%)	Q4		8.7	9.1	
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	sty		-49.8	-53.8	
11:00	EUR	HICP final r/r (%)	gru			2.8	
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt)	sty		12.3	9.5	
18.01.2012 ŚRODA							
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	gru	2.4	2.4	2.5	
14:00	POL	Place r/r (%)	gru	4.0	4.4	4.4	
14:30	USA	PPI m/m (%)	gru		0.1	0.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.5	-0.2	
16:00	USA	Indeks nieruchomości NAHB (%)	sty		21.0	21.0	
19.01.2012 CZWARTEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	gru	3.5	6.5	8.7	
14:00	POL	PPI r/r (%)	gru	8.5	8.2	8.9	
14:30	USA	CPI m/m (%)	gru		0.1	0.0	
14:30	USA	Housing starts SAAR (tys.)	gru		680.0	685.0	
14:30	USA	Bulding permits SAAR (tys.)	gru		675.0	681.0	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.01.			399.0	
16:00	USA	Indeks Philladelphia Fed (pkt)	sty		11.0	10.3	
20.01.2012 PIĄTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	gru	3.1	3.1	3.0	
17:00	USA	Existing home sales SAAR (tys.)	gru		4.6	4.42	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W środę poznamy dane o zatrudnieniu i płacach. Spodziewamy się nieznacznego obniżenia wzrostu zatrudnienia. Wskaźniki koniunktury są stabilne oraz brak jest oznak gwałtownego hamowania w strukturze zatrudnienia. Niektóre małe kategorie zmieniają poziom, ale ich zmienność jest znikoma. W przypadku płac oczekujemy spadku dynamiki do 4%. Na ich dynamikę wpływają głównie dwa czynniki: dwa dni robocze mniej w ujęciu rocznym oraz premie barbońkowe przesunięte na grudzień. W czwartek z kolei poznamy dane o PPI oraz produkcji przemysłowej. Indeks cen producentów jest pod wpływem wzrostu cen paliw i miedzi na rynkach światowych oraz słabszego złotego. Oczekiwania producentów pozostają na podwyższonym poziomie (+5-10pkt). Dynamika roczna spada przez efekt bazowy, a miesięczne momentum jest silne. Spodziewamy się lekkiego spadku produkcji przemysłowej. Jest to miesiąc sprzeczności: silne momentum w danych, spadkowe PMI i wskaźniki koniunktury. Silny efekt bazowy z ubiegłego roku wygenerowany przez rekordowo długi grudzień (aż 23 dni robocze). Do tego dochodzi efekt bazowy na ciepłownictwie (ciepły grudzień). W piątek NBP ogłosi inflację bazową, gdzie po publikacji danych o CPI spodziewamy się dalszego wzrostu do 3,1%.

• **Gospodarka globalna.** We wtorek poznamy indeks ZEW oraz inflację HICP ze strefy euro. Stabilizacja sytuacji w strefie euro sprzyja poprawie nastrojów wśród inwestorów niemieckich. Inflacja w strefie euro osiągając poziom 2,8% będzie potwierdzała obserwację spadku ryzyka po stronie inflacji. W środę poznamy dane o produkcji przemysłowej w gospodarce USA, gdzie spodziewany jest nieznaczny wzrost. Dodatni wpływ może mieć większa ilość godzin roboczych w miesiącu oraz odblokowanie kanału dostaw po powodzi w Tajlandii. W czwartek dane z rynku nieruchomości, gdzie poprawa sytuacji na rynku pracy oraz wzrost zaufania konsumentów sprzyjają ożywieniu. Spodziewane nieco gorsze dane ze względu na okres świąteczny, ale ogólny trend powinien zostać zachowany.

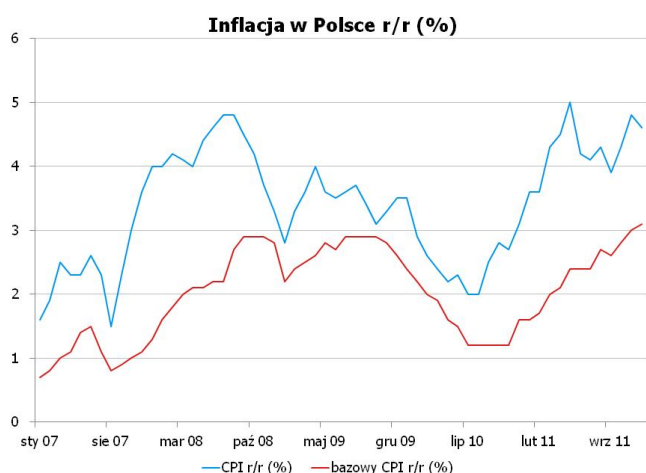
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Rostowski: (...) Nie przewiduję, by obniżenie ratingów miało dodatkowe skutki dla Europy czy Polski.
- Chojna-Duch (RPP): Gdyby spojrzeć obiektywnie na gospodarkę Polski, stan finansów publicznych i systemu finansowego, to z pewnością mamy dobre fundamenty i zasługujemy na podniesienie ratingu.
- Agencja ratingowa S&P obniżyła ocenę kredytową grupie krajów strefy euro. Rating kredytowy Francji oraz Austrii został obniżony z najwyższego możliwego poziomu AAA o jeden stopień do AA+. Również o jeden poziom zostały obniżone ratingi kredytowe Malty z A do A-, Słowacji z A+ do A i Słowenii z AA- do A+. O dwa stopnie obniżono rating Portugalii z BBB- do BB, Włoch z A do BBB+, Hiszpanii z AA- do A i Cypru z BBB do BB+.

Decyzja RPP (8.02.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.852	-0.006
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	0.000	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.787	-0.001
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Niższa inflacja w grudniu

W grudniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 4,8% do 4,6%, co było wynikiem zgodnym z konsensusem prognoz analityków. Na niższym odczycie zaważyła statystyczna baza i nieco niższe wzrosty cen żywności (choć wzrost o 0,9% m/m jest znaczny jak na tę porę roku). W grudniu istotnie wzrosły ceny paliw (1,2% m/m) oraz koszty opieki zdrowotnej (1,6%), co związane było z nową listą refundowanych leków. W pozostałych kategoriach ceny nieznacznie spadły (odzież i obuwie o 0,7% m/m), pozostały stabilne (rekreacja i kultura, edukacja łącznie) lub tylko nieznacznie wzrosły - koszty użytkowania mieszkania wzrosły o 0,1% m/m, ceny energii o 0,2%. Inflacja bazowa wzrosła z 3,0% do 3,1% r/r.



W styczniu inflacja ze względu na efekty bazowe (podwyżka VAT w 2011 spowodowała wzrost cen o co najmniej 0,5%, w 2012 wzrost ten nie przekroczy 0,1%) obniży się prawdopodobnie w okolice lub nawet nieco poniżej 4,0% r/r.

Po publikacji danych o inflacji stawki na krótkim końcu krzywej obniżyły się o 3pb. Należy przyznać, że sentyment na rynku długu i tak był pozytywny po obwieszczeniu KE ws. polskiego programu konwergencji.

Dzisiejsza dana nie jest wcale bez znaczenia dla RPP, choć ponowne złagodzenie stanowiska RPP dopiero nastąpi po danych o inflacji za styczeń i już mniej optymistycznych odczytach z realnej gospodarki (pierwszym z serii mogą być dane o produkcji przemysłowej za grudzień). Do obniżek stóp nie dojdzie jednak szybciej niż w II kw.

Zawężenie deficytu na rachunku bieżącym

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w listopadzie nastąpiło zawężenie deficytu na rachunku bieżącym (do 1034 mln EUR z 1546 mln EUR), choć w mniejszej skali od naszych oczekiwań (spodziewaliśmy się deficytu na poziomie około 700 mln EUR, konsensus rynkowy ponad 1500 mln EUR). Zgodnie z publikacją kwartalnych rachunków o bilansie płatniczym, poprzednie dane zostały zrewidowane w górę o około 1 mld EUR.

Kompozycja jest w zasadzie mało zaskakująca, niewielkie kierunkowe błędy w każdej z kategorii złożyły się na końcowy błąd w całym rachunku bieżącym. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami saldo obrotów handlowych pozostało na niemal niezmiennym poziomie względem października (-749mln EUR wobec

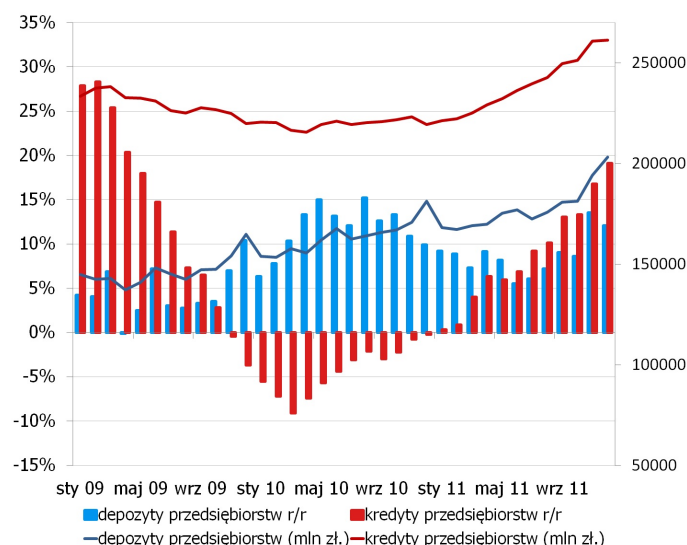
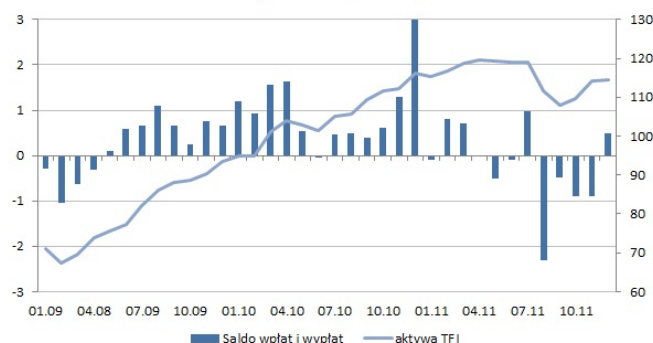
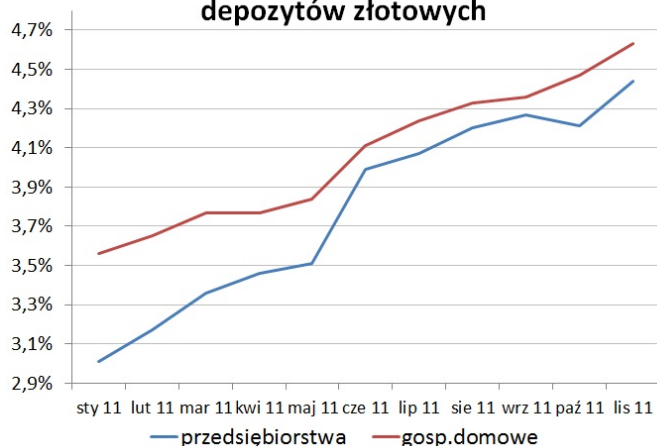
-671mln EUR). Wypada więc powtórzyć poprzednią argumentację. Niższy deficyt handlowy to nie efekty jednorazowe (tym razem po raz kolejny zgodność z modelami jest „modelowa”) lecz początek działania automatycznych stabilizatorów, które będą powodowały istotne zwiększenie kontrybucji eksportu netto w nadchodzących kwartałach. Odnośnie salda transferów, dodatni wynik to efekt wyższej płatności ze strony EU w listopadzie. W przypadku salda dochodów niska realizacja sugeruje, że większa repatriacja zysków (czy drenaż zysków) nie jest obecnie obserwowany. Co więcej, zgodnie ze stylizowanymi faktami negatywne saldo dochodów poprawia się w okresie spowolnienia, a ostatni (październikowy) odczyt nie był efektem niezaliczenia płatności kuponowych od obligacji, lecz wyrazem wspomnianego dostosowania (tym samym saldo dochodów po wyłączeniu płatności odsetkowych od długu SP było wyjątkowo niskie).

Przechodząc do strony finansowania, po raz kolejny odnotowujemy wysoki odpływ w zakresie finansowania ze strony monetarnych instytucji finansowych (sytuacja ta idealnie pasuje do zachowania kursu walutowego w listopadzie - tak długo jak będziemy obserwowali odpływ w tej kategorii, złoty będzie pozostawał pod presją). Co więcej, poważnie obniżyła się saldo BIZ (z 1921 mln EUR w poprzednim miesiącu do -232mln EUR w listopadzie). Takie statystyki mogą być wodą na młyn zwolenników scenariusza sudden stop w Polsce, lub oczekiwań na realizację takiego scenariusza, które powinny się zbiegać z deprecjacją krajowej waluty. Nie jest to nasz scenariusz bazowy - oczekujemy, że stopniowo automatyczny stabilizator w postaci płynnego kursu pozwoli zmniejszyć nierównowagę na rachunku bieżącym i stopniowo przyczynić się do zmniejszenia ryzyka finansowania. Na koniec i na marginesie zaznaczamy, że w listopadzie NBP „wydał” na interwencje 866 mln EUR - to jednak na grudniową kwotę czekają prawdopodobnie uczestnicy rynku.

Kolejny miesiąc silnego wzrostu podaży pieniądza M3

Podaż pieniądza M3 wzrosła w listopadzie znacznie powyżej oczekiwań (o 12,4% r/r konsensus plasował się na poziomie 11,1%) o ponad 29 mld zł (czyli aż 3,4% m/m). Zgodnie ze wzorcem sezonowym o 0,2pp. do 1,2pp. wzrosła kontrybucja gotówki w obiegu związana z okresem świątecznym. W grudniu podobnie jak w listopadzie zaskoczyła wartość depozytów przedsiębiorstw, która wzrosła o kolejne 9,2 mld zł utrzymując dwucyfrową dynamikę roczną (12,1%, po wyłączeniu efektu kursu walutowego to ok. 10,1%), co może wskazywać, że środki zdeponowane przez przedsiębiorstwa na depozytach w listopadzie pozostały nieruszone. Do zaskoczeń należy także zaliczyć znacznie słabszy od wzorca sezonowego spadek wartości depozytów instytucji samorządowych (tylko -5,7% m/m przekładając się na 7,9% r/r i dając 0,2pp. kontrybucję do wzrostu całego agregatu) oraz wzrost wartości depozytów niemonetarnych instytucji finansowych o ponad 3,5 mld zł (9,6% m/m). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami utrzymany został wysoki poziom wzrostu rocznego depozytów gospodarstw domowych (w grudniu 13,5% r/r). Od początku III kw. kontynuowana jest tendencja znacznie wyższych niż historyczne nominalnych przyrostów miesięcznych, co potwierdza dodatkowo też o wzroście awersji do ryzyka (saldo wpłat i wypłat z TFI wyniosło w 2011r. ok. -2,3 mld zł, choć w grudniu było po czterech miesiącach spadków dodatnie i wyniosło 0,5

mld zł - patrz wykres) oraz rozpoczętej wojnie depozytowej (obserwowany wzrost oprocentowania nowych umów - patrz wykres).

Aktywa TFI (mld zł)

Średnie oprocentowanie nowych depozytów złotych


Po stronie kredytowej obserwujemy silną dynamikę kredytów korporacyjnych (19,1% r/r z czego ponad 4pp. stanowi efekt deprecjacji PLN, jednak nawet po wyłączeniu efektu kursu walutowego trend stopy wzrostu pozostaje silnie rosnący) wskazującą na ciągle silne momentum inwestycyjne (kredyty inwestycyjne stanowią ponad 30% wszystkich kredytów udzielanych przedsiębiorcom). Dla gospodarstw domowych dane wskazują na odwrócenie trendu na stopie wzrostu należności. Utrzymujące się dwucyfrowe dynamiki (12,0% r/r w grudniu po 13,3% w listopadzie) wynikają w ok. 50% z osłabienia złotego - po wyłączeniu efektu kursowego zauważamy, że roczne przyrosty od początku roku znajdują się w trendzie spadkowym. Uważamy, że istotne osłabienie na rynku kredytów detalicznych nastąpi już na początku tego roku wraz z pełnym wprowadzeniem postanowień rekomendacji KNF oraz ograniczeniami w programie „Rodzina na swoim”. Nie bez znaczenia pozostaje także kwestia niepewnego finansowania akcji kredytowej związana z sytuacją sektora bankowego w strefie euro. Choć kredyty walutowe już stają się produktem niszowym i oczekujemy ich niemal całkowitego ograniczenia w nowej akcji kredytowej (od początku roku kolejne banki odpowiadające za przynajmniej 30% nowej akcji kredytowej w EUR wycofały się z kredytów walutowych), to to wpływ kursu na dynamiki roczne kredytów pozostanie istotny (przynajmniej do połowy 2011r. dodatni).



EURUSD fundamentalnie

EURUSD pod presją obniżenia ratingów 9 krajów strefy euro przez S&P (m. in. Francji o jeden stopień, Włoch i Hiszpanii o dwa stopnie) oraz (kolejnego już) zerwania rozmów prywatnych inwestorów z Grecją w sprawie PSI (powrót do rozmów 18 stycznia). Uzasadnienie do obniżek ratingu to przede wszystkim brak zdecydowanych działań politycznych w kierunku zmniejszenia długu (co ciekawe niejako skrytykowane zostały cięcia fiskalne jako pogłębiające ryzyko recesji); czytając między wierszami agencja byłaby prawdopodobnie najbardziej zadowolona z większego zaangażowania ECB. Euro odłączyło się ostatnio od mini rally na ryzykownych aktywach, co jest w dużej mierze związane z operacjami płynnościowymi ECB oraz rosnącym ryzykiem rozpadu strefy euro. Do rozdysponowania pozostały jeszcze dwa 3-letnie LTRO (w tym kolejny z poluzowanymi kryteriami dot. zastawu = prawdopodobnie jeszcze większa partykypacja). Perspektywa dla euro negatywna, średnioterminowy trend deprecjacyjny.

EURUSD technicznie

EURUSD odbił się od średniej i od góry kanału deprecjacyjnego kreśląc dodatkowo formację świecową „objęcie bessy” co sugeruje kontynuację spadków. Kurs osiadł na strefie wsparcia (1,2590/2641) jednak kontynuacja ruchu w dół jest bardzo prawdopodobna. Analiza techniczna faworyzuje pozycję short ze S/L na poziomie 1,2878 i T/P na poziomie 1,2140. Można poczekać na korektę na wykresie 4h i próbować wejścia w okolicach bliżej 1,2728(88).

Wsparcie	Opór
1,2590/2641	1,3155/91
1,2400	1,2867/78
1,2137	1,2740

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



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





EURPLN fundamentalnie

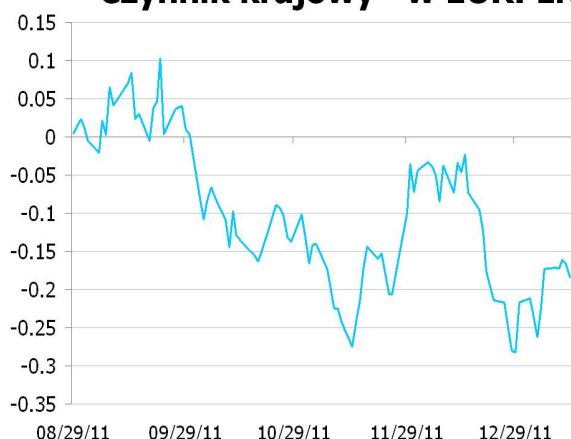
Po czwartkowym umocnieniu złoty pozostał w piątek stosunkowo stabilny poruszając się w przedziale 4,40-4,43. Najsilniejszy ruch w ciągu dnia można wiązać z niższym odczytem inflacji (4,6% wobec 4,8% w listopadzie) lub z pojawiającymi się już wczesnym popołudniem plotkami o obniżeniu ratingów kilku krajów europejskich przez S&P. Kiedy jednak wieczorem plotki okazały się rzeczywistością EURPLN wbrew silnemu osłabieniu EUR względem USD pozostał stabilny - nasz model także wskazuje na umocnienie wpływu czynników krajowych na kurs (pozytywny sentyment z poprzedniego tygodnia na bazie udanej aukcji obligacji, pochwał z KE czy lepszych informacji z Węgier). Dziś otwarcie na poziomie 4,4111. W rozpoczynającym się tygodniu złoty pozostanie pod presją wydarzeń europejskich, informacji z regionu i realnych danych - w środę publikacja danych z rynku pracy, zaś w czwartek z sektora przemysłowego. Odczyt na poziomie naszej prognozy produkcji na poziomie 3,5% r/r (po ostatnich pozytywnych zaskoczeniach) może rzucić nowe światło na stan realnej gospodarki i (tymczasowo) osłabić złotego (obecne poziomy dyskontują już wiele negatywnych informacji, w tym dość istotne wyhamowanie wzrostu PKB).

EURPLN technicznie

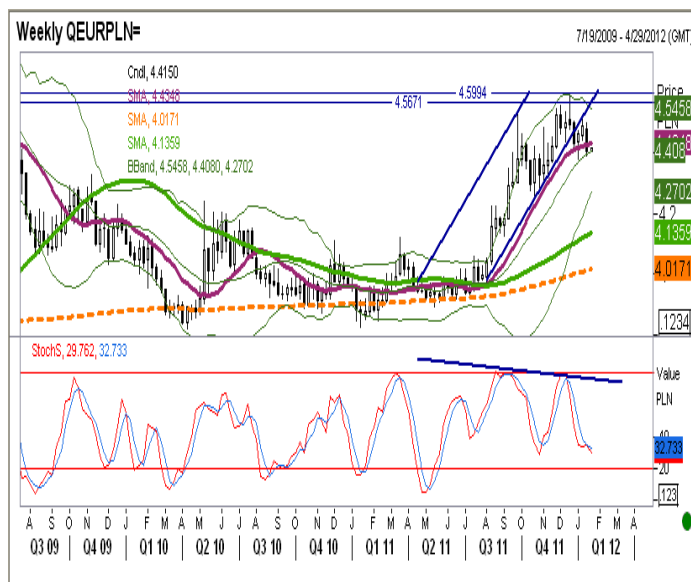
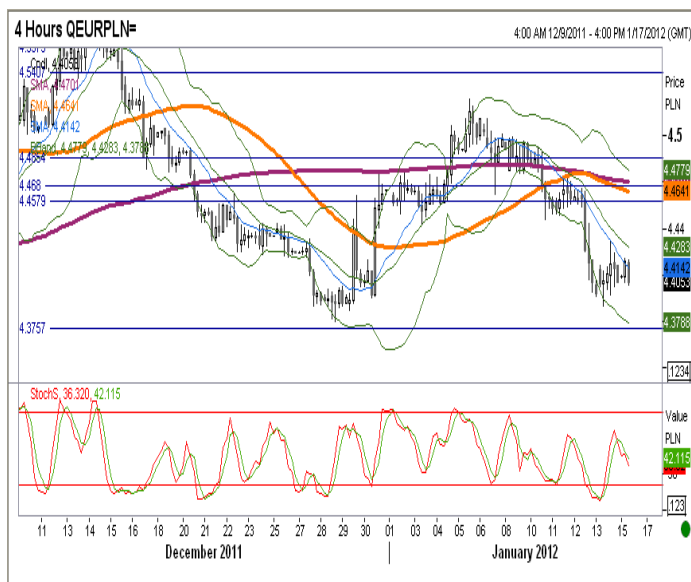
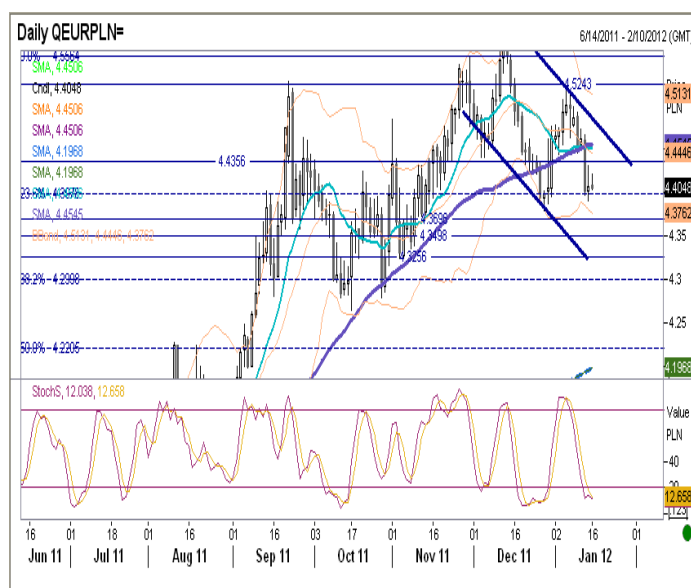
Złoty w środku szerokiego kanału aprecjacyjnego, oparty o Fibo (na wykresie tygodniowym o środkową wstęgę Bollingera). EURPLN jest wyprzedany, powoli formuje się głowa z ramionami. Jeśli wytracenie momentum przebiegnie pod znakiem konsolidacji (poniżej 4,4356) to możliwe są spadki z zasięgiem dolnego ograniczenia kanału, a nawet poniżej do 4,2800. Strategia średnioterminowa to budowanie krótkich pozycji na wzrostach kursu, optymalnie w okolicach 4,43 (lecz można zacząć już po poziomach rynkowych czyli 4,4050), T/P nawet 4,32, S/L 4,4450.

Wsparcie	Opór
4,3980	4,5240
4,3700	4,4780
4,3500	4,4356

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia resztę 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	4.93	5.00
2Y	4.84	4.89
3Y	4.81	4.87
4Y	4.83	4.89
5Y	4.86	4.92
6Y	4.89	4.96
7Y	4.92	4.99
8Y	4.95	5.01
9Y	4.96	5.03
10Y	4.97	5.03

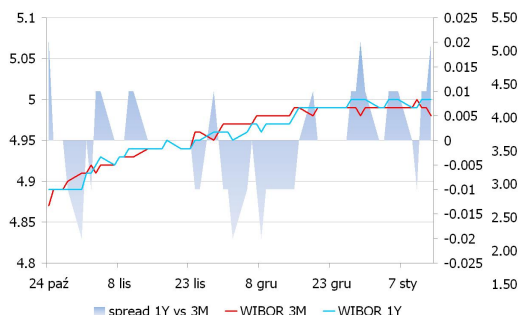
depo	BID	ASK
ON	4.3	4.8
1M	4.4	4.9
3M	4.5	5.0

FRA	BID	ASK
1x2	4.72	4.76
1x4	4.95	5.00
3x6	4.93	4.96
6x9	4.78	4.81
9x12	4.68	4.73

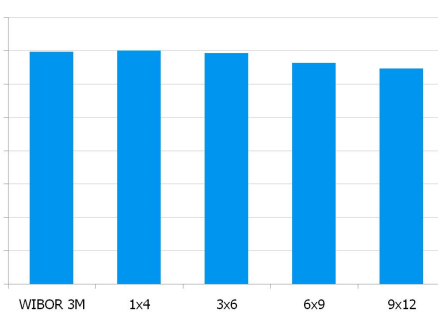
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.4040
USD/PLN	3.4323
CHF/PLN	3.6376

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2637
EUR/JPY	97.37
EUR/PLN	4.4080
USD/PLN	3.4851
CHF/PLN	3.6484

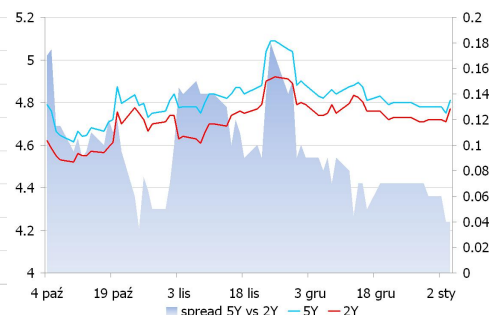
WIBOR 3M i 1Y



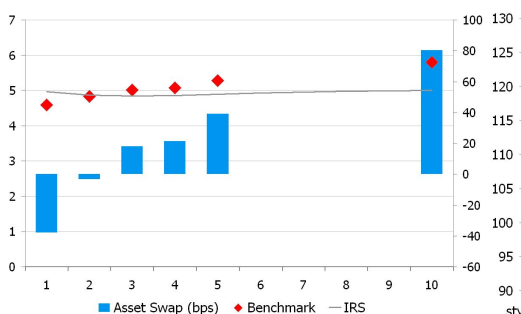
WIBOR 3M i stawki FRA



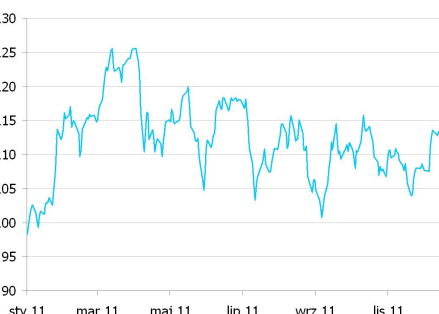
IRS 5Y i 2Y



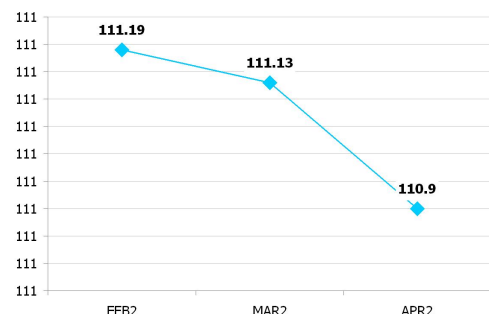
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



UWAGA!

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE 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 BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYPANOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. BRE BANK 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 BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOOPERANTÓW, 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.