



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.ziemińska@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		
27.02.2012 PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	sty		1.0	-3.5	
	GER	Głosowanie ws. pakietu pomocowego dla Grecji					
28.02.2012 WTOREK							
8:00	GER	Zaufania konsumentów GfK (pkt)	mar		5.9	5.9	
11:00	EUR	Koniunktura ESI (pkt)	lut		93.8	93.4	
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt)	lut		-20.2	-20.2	
14:00	HUN	Decyzja MNB (%)	mar		7.00	7.00	
14:00	GER	CPI final m/m (%)	sty		0.5	-0.4	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	sty		-1.1	3.0	
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller r/r (%)	gru		-3.7	-3.7	
16:00	USA	Zaufanie konsumentów C Board (pkt)	lut		62.7	61.1	
29.02.2012 ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja HICP final r/r (%)	sty		2.6	2.7	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne r/r (%)	lut	4.9		5.2	
14:30	USA	PKB preliminary kw/kw SAAR (%)	Q4		2.8	2.8	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	lut		61.5	60.2	
20:00	EUR	Beżowa Księga					
	EUR	Aukcja 3-letnich pożyczek EBC (LTRO)					
01.03.2012 CZWARTEK							
2:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt)	lut		50.8	50.5	
9:00	POL	PMI (pkt)	lut			52.8	
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt)	lut		50.1	50.1	
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q4	4.2		4.2	
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	lut		49.0	49.0	
11:00	EUR	Inflacja HICP flash r/r (%)	lut		2.7		
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	25.02.		353	351	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	sty		0.5	0.5	
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	sty		0.4	0.0	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE m/m (%)	sty		0.2	0.2	
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	lut		54.5	54.1	
	EUR	Szczyt Unii Europejskiej					
02.03.2012 PIĄTEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							

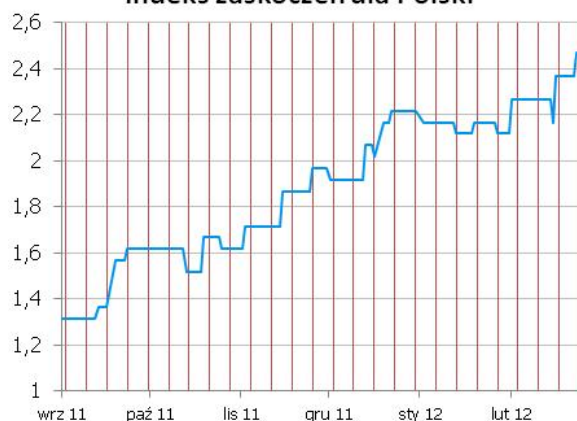
W tym tygodniu...

- **Gospodarka polska.** W środę NBP opublikuje oczekiwania inflacyjne. Prawdopodobnie obniżą się, co będzie oznaczać nieznaczny spadek ryzyka uporczywości podwyższonej inflacji. W czwartek ogłoszony zostanie PMI, który po zaskakująco wysokim odczycie w styczniu powinien nieco spaść. Jednak ze względu na solidne dane makroekonomiczne gospodarki polskiej oraz utrzymanie trendu wzrostowego przez Ifo nie ma powodu do dywergencji. Ponadto GUS opublikuje dynamikę PKB za IV kwartał, która powinna pozostać na poprzednim poziomie. Głównymi czynnikami wzrostu były inwestycje oraz eksport netto.
- **Gospodarka globalna.** Dzisiaj publikacja danych z USA, gdzie wzrost liczby transakcji sprzedaży domów, który wynika prawdopodobnie z reakcji na poprawę zaufania konsumentów i sytuacji na rynku pracy powinien wskazać na utrzymanie trendu ożywienia na rynku nieruchomości. We wtorek poznamy zamówienia na dobra trwałe w USA. Oczekujemy, że zamówienia obniżą się, ale ten spadek będzie miał charakter korekcyjny po wcześniejszym silnym wzroście. W środę oprócz Beżowej Księgi, która przybliży obraz sytuacji ekonomicznej w poszczególnych stanach USA odbędzie się aukcja 3-letnich LTRO. Rynek spodziewa się popytu na poziom ok. 500 mld EUR.

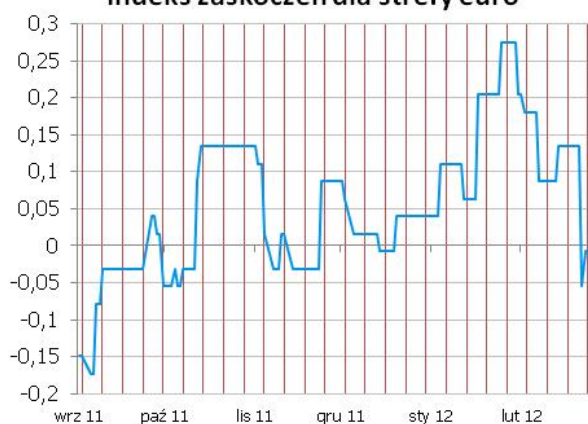
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Tusk: Rząd nie pracuje nad zmianami systemu emerytalnego w II filarze i nie planuje takich zmian w najbliższej przyszłości.
- Rostowski: Tempo finansowania potrzeb pożyczkowych w kolejnych miesiącach będzie zależeć od sytuacji zewnętrznej.

Decyzja RPP (7.03.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.882	0.000
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.977	-0.016
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.539	-0.015
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia**POLSKA****Indeks zaskoczeń dla Polski**

Indeks zaskoczeń wzrósł przede wszystkim po pozytywnym zaskoczeniu sprzedażą detaliczną (odczyt 14,3% r/r wobec oczekiwań o 0,5pp. niższych). Stopa bezrobocia okazała się zbieżna z oczekiwaniami na poziomie 13,2%. Sumarycznie indeks zaskoczeń pozostaje w trendzie wzrostowym, co jest zbieżne z sentymentem obserwowanym na rynku i jest pozytywnym indykatorem dla odczytu PMI i potwierdzenia wyliczeń dla PKB za IV kw. (czwartek).

STREFA EURO**Indeks zaskoczeń dla strefy euro**

Zmiany indeksu dla strefy euro wiedzone były zaskoczeniami odczytami indeksów koniunktury. Duży spadek indeksu w środę wynika z publikacji niższych od oczekiwań indeksów PMI dla strefy euro i Niemiec przede wszystkim w sektorze usług. W czwartek spadek został częściowo zrekomensowany lepszymi od oczekiwań indeksami Ifo (dla sytuacji bieżącej i oczekiwań). Historycznie, ścieżka wzrostu wskazywana obecnie przez Ifo zwiększa wiarygodność sygnału wysyłanego przez indeks. Uważamy zatem, że korekta na PMI była jedynie jednorazowa, zaś gospodarka niemiecka ma szanse powrócić na ścieżkę wzrostu już w I kw. 2012r. i uniknąć technicznej recesji.

USA**Indeks zaskoczeń dla USA**

Indeks dla USA wzrósł w piątek na fali wyższego od oczekiwań odczytu indeksu zaufania konsumentów Uniwersytetu Michigan (75,3 pkt wobec wstępnej estymacji na poziomie 72,5 pkt) potwierdzając obserwowany od września trend wzrostowy. Pozostałe odczyty (nowo-zarejestrowani bezrobotni, dane z rynku nieruchomości) nie zaskoczyły.

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.

Kontynuacja wzrostu depozytów i spadku kredytów detalicznych

NBP opublikował nowy raport o sytuacji finansowej gospodarstw domowych i choć bazuje on na danych za III kw. 2011r., a zatem w pewnym sensie historycznych, to staramy się umiejscowić wnioski w kontekście opublikowanych ostatnio danych o należnościach i zobowiązaniach gospodarstw domowych wobec banków za styczeń 2012r (ze statystyki monetarnej NBP).

W III kw. 2011 dochody do dyspozycji brutto sektora gospodarstw domowych (DDB) wzrosły o 1,6% r/r zahamowując obserwowany od III kw. 2009r. trend spadkowy. Dodatni wkład do wzrostu DDB miało podwyższenie tempa wzrostu dochodu z działalności prywatnych przedsiębiorców (gdzie kontynuowany jest trend wzrostowy), dochodów z pracy najemnej (wpływ wzrostu wynagrodzeń i zatrudnienia) i z własności (pomimo ujemnego salda wpływów i wydatków odsetkowych). Ujemnie na DDB oddziaływał spadek dochodów ze świadczeń socjalnych. Stopa obciążenia dochodów (z tytułu podatków od dochodów i majątku) wyniosła w III kw. 2011r. 21,8% (w ujęciu odsezonowanym wzrosła względem długoterminowej średniej o ok. 0,5pp).

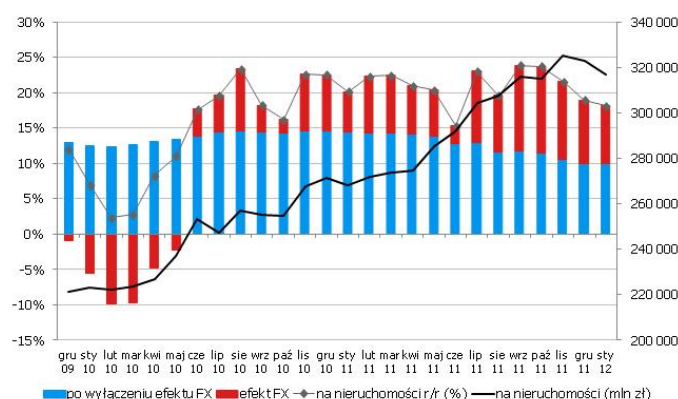
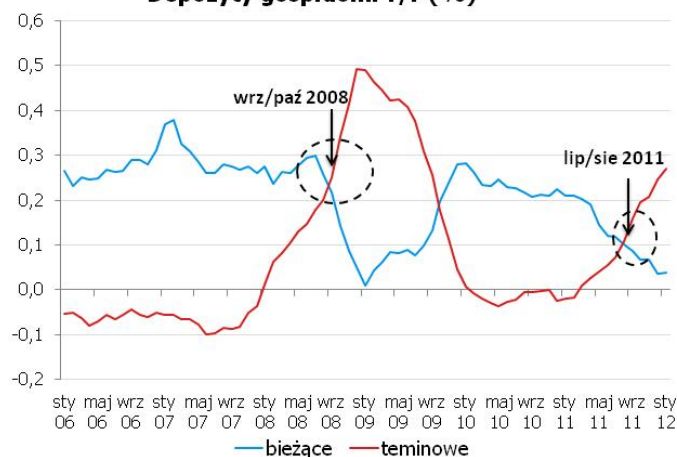
Przechodząc do konsumpcji, udział konsumpcji dóbr trwałych w całym agregacie znajduje się w powolnym trendzie wzrostowym (w III kw. wyniósł 7,2%), jednak dynamika wzrostu od początku 2011r. maleje. Spożycie dóbr nietrwałych wykazuje znacznie mniejszą zmienność i stabilnie wzrasta w ujęciu rocznym. Wykorzystanie kredytu do finansowania konsumpcji (relacja przyrostu wolumenu kredytów konsumpcyjnych do spożycia indywidualnego) od 2009r. znajdowało się w trendzie malejącym, zaś w III kw. 2011r. wyniosło 0,8% i wskazało punkt odwrócenia trendu. W kontekście utrzymującej się ujemnej dynamiki rocznej kredytów konsumpcyjnych wydaje się, że to odbicie powinno mieć swoje źródło w osłabieniu konsumpcji w stosunku do tempa wzrostu dochodów.

Stan aktywów finansowych gospodarstw domowych obniżył się w III kw. 2011r. o 2% (24,6 mld zł) do wartości 1223,5 mld zł. Złożyły się na to zwiększenie wartości realizowanych transakcji (+10 mld zł - czterokrotnie mniej niż przed rokiem) oraz spadek wartości rynkowej posiadanych aktywów. W 2011r. w porównaniu z rokiem poprzednim nastąpiło zwiększenie udziału depozytów bankowych w całym stanie aktywów (do 37,9%), zaś zmniejszenie udziału akcji i innych udziałów kapitałowych (do 25,4%). W III kw. 2011r po raz pierwszy od początku 2010r. wzrosło zainteresowanie gospodarstw domowych dłużnymi papierami wartościowymi - nowe inwestycje z tego tytułu wyniosły 1,1 mld zł i w całości dotyczyły transakcji długoterminowych (na koniec kwartału stan papierów dłużnych wyniósł 7,1 mld zł). Łączny stan rezerw ubezpieczeniowych i kapitałowych sektora gospodarstw domowych sięgnął pod koniec III kw. 2011r kwoty 320,5 mld zł (druga pozycja po depozytach w aktywach). Od 2007r poziom relacji aktywów finansowych do dochodu do dyspozycji obniżył się ze 140% do 131% w III kw. 2011r.

Podsumowując, raport NBP wskazuje na odbicie w trendzie spadkowym realnych dochodów, których tempo wzrostu pozostaje niższe niż dynamika spożycia indywidualnego, co wskazuje na spadającą stopę oszczędzania. Skutki takich trendów będą widoczne w osłabieniu konsumpcji oraz odbudowie poziomów oszczędności (szczególnie w depozytach

bankowych ze względu na znaczny spadek wartości aktywów gospodarstw domowych ulokowanych w bardziej ryzykownych instrumentach). Potwierdza to statystyka monetarna - w styczniu detaliczne depozyty długoterminowe wzrosły ponad 7 mld zł względem grudnia (dynamika 27,1% r/r), zaś w całym 2011r. aż o 46,6 mld zł. Obserwujemy zatem podobną tendencję jak w 2008r. (patrz wykres), czemu sprzyjają atrakcyjne poziomy oprocentowania oraz wysoka awersja do ryzyka (mniejsze inwestycje w akcje, odpływ z TFI).

Depozyty gosp.dom. r/r (%)

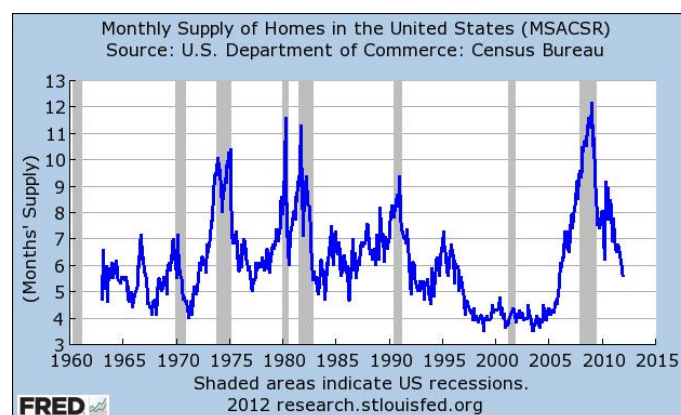


Zadłużenie gospodarstw domowych utrzymuje się na wysokim poziomie (wskaźnik zadłużenia względem dochodów do dyspozycji wzrósł w pierwszych trzech kwartałach 2011r. o 4pp. do poziomu 59%, zatem pozycja finansowa gospodarstw domowych uległa relatywnemu pogorszeniu), jednak tendencje wzrostowe przyrostu zadłużenia osłabiają się. W styczniu kontynuowany był spadkowy trend rocznej dynamiki kredytów konsumpcyjnych (-3,3% r/r po wyłączeniu efektu kursowego), których wartość spadła w ciągu 12 miesięcy o prawie 4 mld zł i wyniosła 132,3 mld zł. Wartość kredytów na nieruchomości spada co prawda w styczniu o 6 mld zł w stosunku do grudnia, jednak po wyłączeniu efektu kursu walutowego spadek odnotował jedynie wolumen kredytów w CHF (o 1,3% m/m i o 5,7% r/r) co zrekompensował wzrost (w wolumenie w PLN - ok. 2 mld zł) kredytów denominowanych w euro (+ 6% m/m). Kredyty złotowe w styczniu wzrosły 0,8% m/m, co razem złożyło się na wzrost całego wolumenu kredytów mieszkaniowych o 0,4% m/m po wyłączeniu zmian kursów walutowych. Wnioskujemy zatem, że pomimo wejścia w życie od stycznia rekomendacji SII (przede wszystkim obniżającej zdolność kredytową) nie obserwujemy załamania na

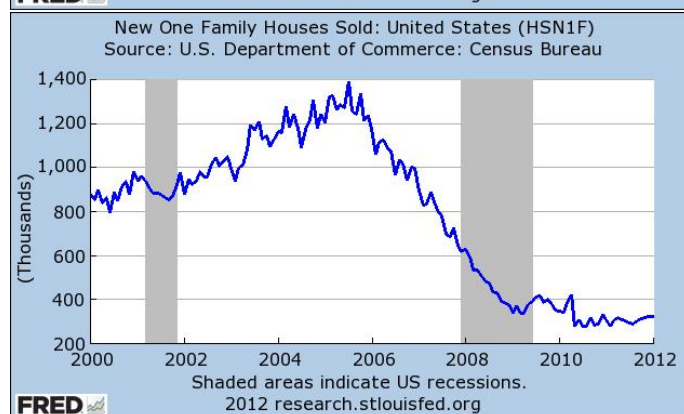
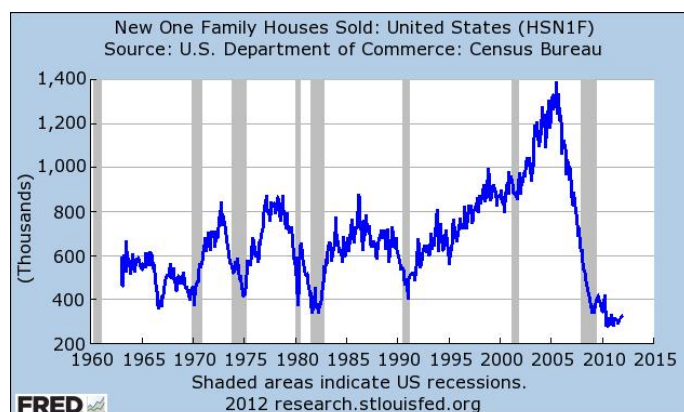
rynku kredytów hipotecznych, choć trendy rocznych stóp wzrostu pozostają spadkowe. Uważamy, że wraz z obniżaniem się konsumpcji trendy obserwowane na należnościach i zobowiązaniach gospodarstw domowych zostaną utrzymane.

USA: dobre dane z rynku nieruchomości ale daleko jeszcze do poziomów sprzed recesji

Sprzedaż nowych jednorodzinnych domów w styczniu wyniosła 321 tys. SAAR wobec 325 tys. SAAR odnotowanych w grudniu 2011 roku. Rynek oczekiwał sprzedaży na poziomie 315 tys. SAAR. Na koniec stycznia liczba wystawionych nowych domów na sprzedaż wyniosła 151 tys. SAAR wobec 154 tys. SAAR na koniec grudnia 2011 roku. Średnia wartość sprzedawanych domów wyniosła 261,6 tys. USD i była ona niższa o 1,3% wobec średniej z grudnia.



Spoglądając na obecne trendy można wywnioskować, że sytuacja stopniowo poprawia się, ale ta poprawa jest bardzo powolna. Słabsze dane z innych sektorów gospodarki mogą być katalizatorem QE3, jednak z uwagi na niezłe momentum poza sektorem domów, z podjęciem decyzji FOMC poczeka do zakończenia Operation Twist, a więc do maja/czerwca.



Sprzedaż nowych jednorodzinnych domów pozostaje daleko poniżej poziomów sprzed ostatniego kryzysu oraz sprzed wcześniejszych okresów spowolnień (patrz wykres). Od ponad półtora roku sprzedaż nowych domów znajduje się w przedziale od 280 do 325 tys. SAAR. Trwające anemiczne ożywienie na rynku nieruchomości oznacza, że prawdopodobnie w średnim okresie nie zostaną osiągnięte poziomy sprzed kryzysu.

Relacja wystawionych nowych domów na sprzedaż do sprzedanych domów, która wskazuje na czas jaki zajęłoby zlikwidowanie bieżących zapasów domów pod warunkiem utrzymania bieżącego tempa sprzedaży (patrz wykres) wyniosła 5,6 i była nieco niższa od średniej historycznej (6,2). Nadpodaż domów zmniejszyła się od czasu końca recesji o ponad połowę, ale nadal jest jeszcze powyżej średnich poziomów w okresach ożywienia (pomiędzy 4 a 5). Osiągnięcie tamtych poziomów będzie wymagało jeszcze długiego czasu, choćby ze względu na istniejący jeszcze nawis podaży domów na rynku wtórnym.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD znów wzrosło w piątek, osiągając maksimum 1,3486. Sentyment rynkowy wsparty oczekiwaniami na LTRO (Draghi wspominał, że banki wykorzystają środki na zmniejszenie ryzyka refinansowania w I kwartale, zaś dodatkowa płynność nie stwarza problemu, gdyż jest absorbowana przez depozyty ECB) - pisaliśmy już niejednokrotnie, że redukcja premii za ryzyko związana z tą operacją może mieć większe znaczenie niż różnice w podaży pieniądza pomiędzy EMU i USA. Z danych makro w tym tygodniu zamówienia na dobra trwałe (wtorek) oraz ISM w przemyśle (czwartek), główne wydarzenie polityczne to szczyt UE w czwartek. Dziś głosowanie w Bundestagu nad pakietem dla Grecji (interesujące będą raczej komentarze, a nie sam wynik, który wydaje się mniej więcej pewny). Wkraczamy w okres, kiedy do gry może powrócić ryzyko implementacji zarówno pomocy dla Grecji jak i kwestii szeroko związanych z ESM. Uważamy, że w ostatnim tygodniu zostały stworzone podwaliny pod nowy (krótkoterminowy) range a w tym tygodniu EURUSD będzie poruszał się w paśmie 1,3320-1,3625.

EURUSD technicznie

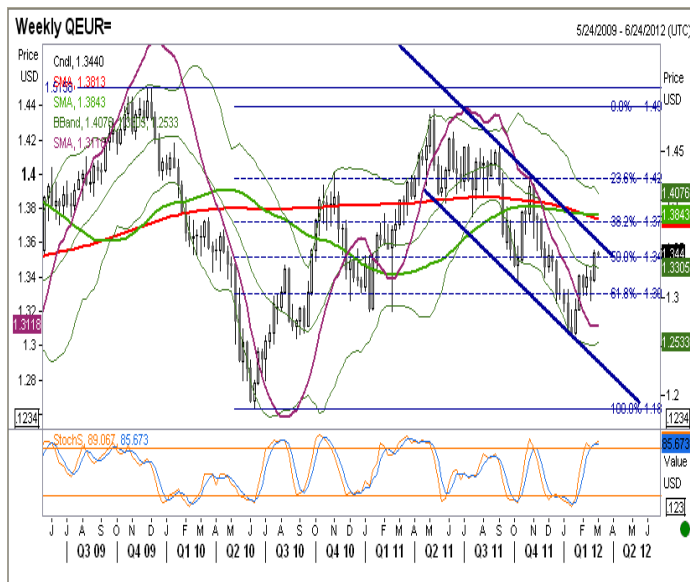
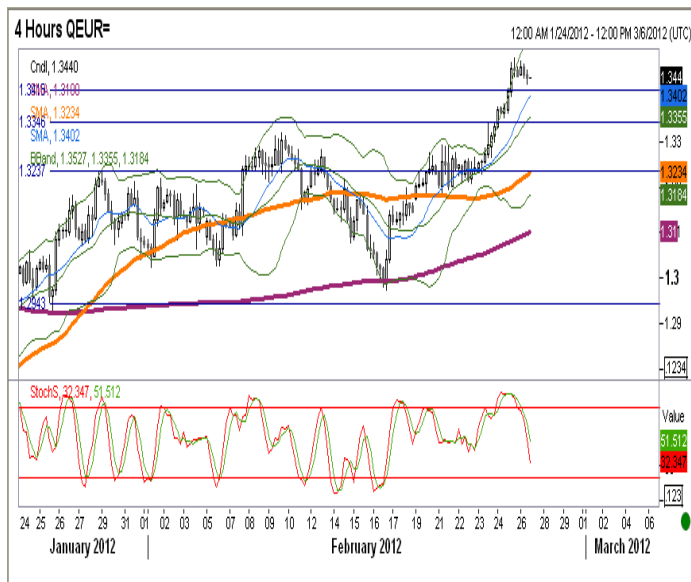
Na wykresie tygodniowym solidna świeca w górę i przebite 50% Fibo. Notowania zbliżają się do górnej granicy kanału deprecjacyjnego 1,3600, które jest jednocześnie górną granicą kanału aprecjacyjnego na wykresie dziennym. Na tych poziomach można wyznaczyć cel na najbliższe dni. Wykres 4h (zawracający oscylator) może sugerować pewną korektę na przestrzeni dnia, jednak należy zauważyć rysującą się tam formację flagi, a więc ruch na oscylatorze można potraktować drugorzędnie (bardzo umiarkowany zasięg spadków).

Wsparcie	Opór
1,3432	1,3625
1,3381	1,3547
1,3321	1,3478-94

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

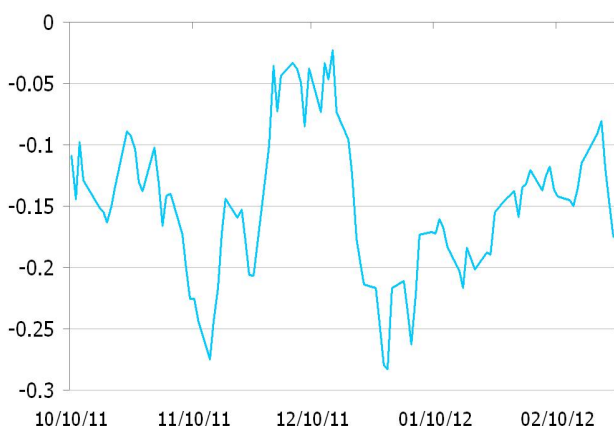
Złoty podczas piątkowej sesji właściwie bez zmian - poruszał się wąskim range 4,16-4,17. Nasz model wskazuje na znaczne umocnienie czynnika krajowego w wycenie EURPLN po czwartkowych danych o sprzedaży detalicznej (wyższej od konsensusu) oraz relatywnie jastrzębich Minutes. Z polskich danych uwaga będzie zwrócona na oczekiwania inflacyjne (środa) oraz PMI i PKB (czwartek). Żadna z tych publikacji nie jest na tyle istotna, aby prowadzić do złamania range do dołu; również środowe LTRO wydaje się w dużej mierze wycenione - w związku z tym gra na dalsze umocnienie PLN chwilowo może nie mieć większego sensu, zwłaszcza przy obecnych poziomach.

EURPLN technicznie

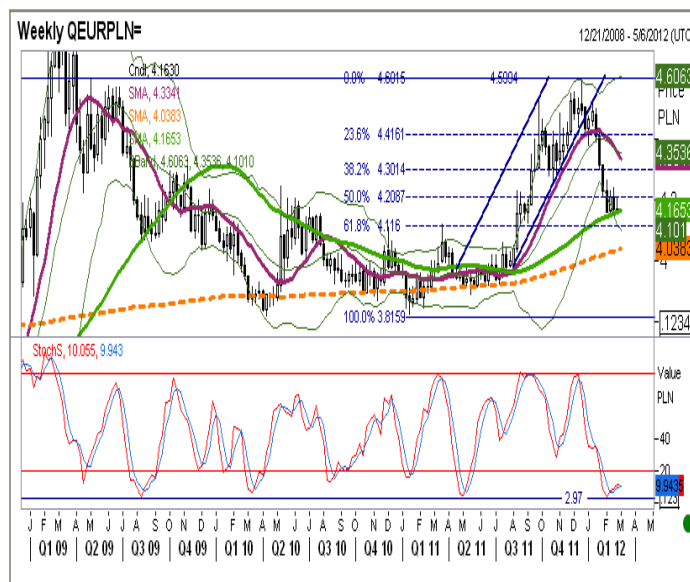
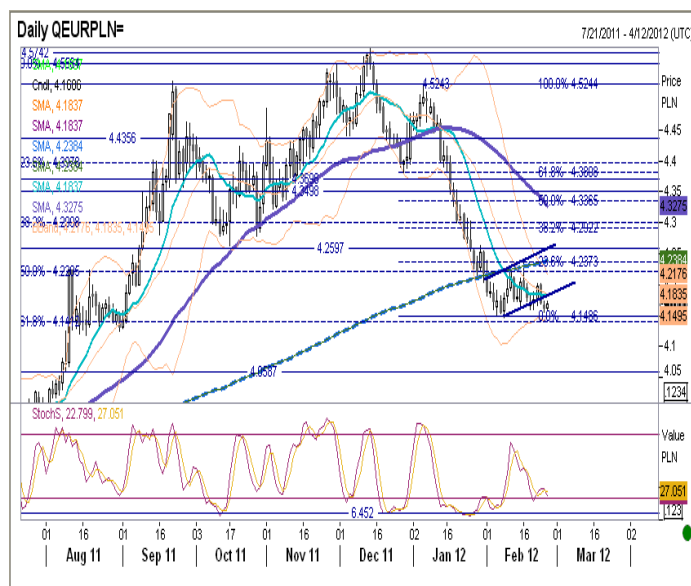
Bez zmian w zakresie pozycji (wejście 4,1648), T/P 4,22, S/L 4,1400, choć złoty znów złamał dół kanału deprecjacyjnego. Para walutowa ma wyraźne problemy z przebicciem się poniżej 4,1600/650. Na wykresie tygodniowym powtarza się sytuacja z poprzedniego tygodnia - finisz na poziomie MA55. Oscylator zawraca, ale wciąż mamy do czynienia z formacją flagi, a więc odwrócenie krótkoterminowego trendu (na deprecjacyjny PLN) nie jest przesądzone. Patrząc z perspektywy krótszych wykresów na złotym wygasła praktycznie zmienność. W takim przypadku musi zdecydować impuls fundamentalny.

Wsparcie	Opór
4,1400/68	4,2500
4,0587	4,2205
4,000	4,1900

Czynnik krajowy* w EURPLN



* 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	4.93	4.97
2Y	4.81	4.85
3Y	4.765	4.81
4Y	4.755	4.80
5Y	4.765	4.81
6Y	4.775	4.83
7Y	4.795	4.85
8Y	4.81	4.86
9Y	4.82	4.87
10Y	4.82	4.87

depo	BID	ASK
ON	3.9	4.4
1M	4.3	4.7
3M	4.4	4.9

FRA	BID	ASK
1x2	4.72	4.77
1x4	4.96	5.00
3x6	4.95	4.99
6x9	4.85	4.89
9x12	4.76	4.80

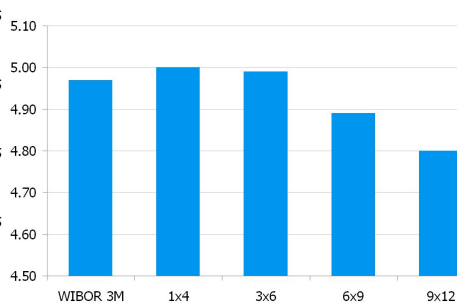
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1654
USD/PLN	3.1103
CHF/PLN	3.4543

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3463
EUR/JPY	109.46
EUR/PLN	4.1627
USD/PLN	3.0900
CHF/PLN	3.4527

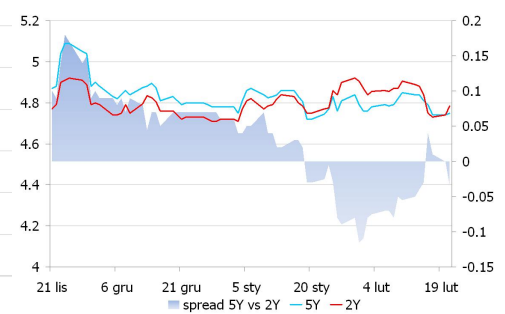
WIBOR 3M i 1Y



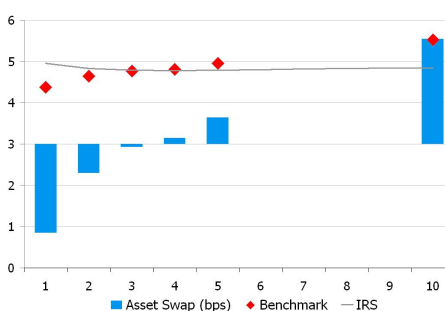
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



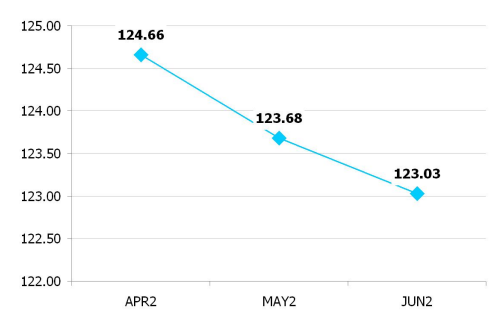
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYBANKOWEGO 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, 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.