



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		
27.02.2012 PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	sty		1.0	-1.9 (r)	2.0
	GER	Głosowanie ws. pakietu pomocowego dla Grecji					
28.02.2012 WTOREK							
8:00	GER	Zaufania konsumentów GfK (pkt)	mar		6.0	5.9	6.0
11:00	EUR	Koniunktura ESI (pkt)	lut		93.8	93.4	94.4
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów (pkt)	lut		-20.2	-20.2	-20.3
14:00	HUN	Decyzja MNB (%)	mar		7.00	7.00	7.00
14:00	GER	CPI final m/m (%)	sty		0.5	-0.4	0.7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	sty		-1.0	3.2 (r)	-4.0
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller r/r (%)	gru		-3.7	-3.9 (r)	-4.0
16:00	USA	Zaufanie konsumentów C Board (pkt)	lut		62.7	61.5 (r)	70.8
29.02.2012 ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja HICP final r/r (%)	sty		2.7	2.7	2.6
	EUR	Aukcja 3-letnich pożyczek EBC (LTRO) (mld EUR)				489.0	529.5
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne r/r (%)	lut	4.9		5.2	5.0
14:30	USA	PKB preliminary kw/kw SAAR (%)	Q4		2.8	2.8	3.0
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	lut		61.5	60.2	64.0
20:00	USA	Beżowa Księga					
01.03.2012 CZWARTEK							
2:00	CHN	PMI w przemyśle (pkt)	lut		50.8	50.5	51.0
9:00	POL	PMI (pkt)	lut	52.0	51.3	52.8	50.0
9:55	GER	PMI w przemyśle (pkt)	lut		50.1	50.1	50.2
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q4	4.2		4.2	4.3
10:00	EUR	PMI w przemyśle (pkt)	lut		49.0	49.0	49.0
11:00	EUR	Inflacja HICP flash r/r (%)	lut			2.6	2.7
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	25.02.		353	353 (r)	351
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	sty		0.5	0.5	0.3
14:30	USA	Wydatki konsumpcyjne m/m (%)	sty		0.4	0.0	0.2
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE m/m (%)	sty		0.2	0.1 (r)	0.2
16:00	USA	ISM w przemyśle (pkt)	lut		54.5	54.1	52.4
02.03.2012 PIĄTEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

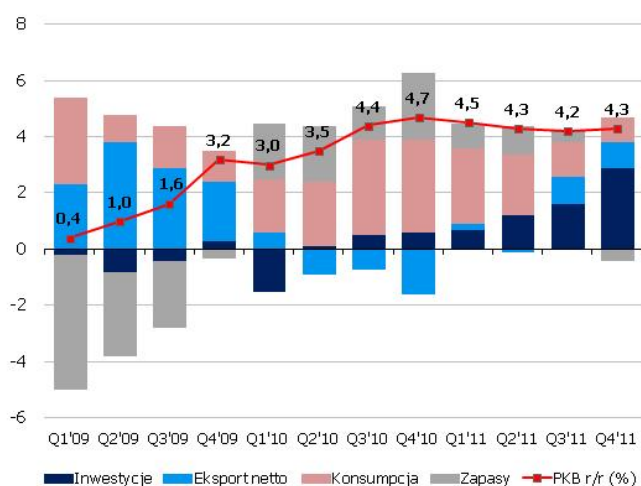
- Zielińska-Głębocka (RPP): Prawdopodobieństwo utrzymania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie lub podwyżek jest bardziej prawdopodobne, niż obniżki.
- Orłowska (MinFin): Presja inflacyjna osłabnie w drugiej połowie 2012 roku, dzięki wcześniejszym podwyżkom stóp procentowych. Wciąż niepewnego ożywienia inwestycji w polskiej gospodarce, optymalne jest stopniowe zacieśnianie fiskalne, tworzące przestrzeń dla umiarkowanych podwyżek stóp procentowych banku centralnego.
- ISDA: Ubezpieczenie greckiego długu nie zostanie wypłacone. W przypadku Grecji nie nastąpiło tzw. wydarzenie kredytowe.

Decyzja RPP (7.03.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.845	-0.024
USAGB 10Y	2.028	0.000
POLGB 10Y	5.477	-0.015
Dotyczy benchmarków Reuters		

PKB w IV kwartale 2011 roku wzrósł o 4,3%

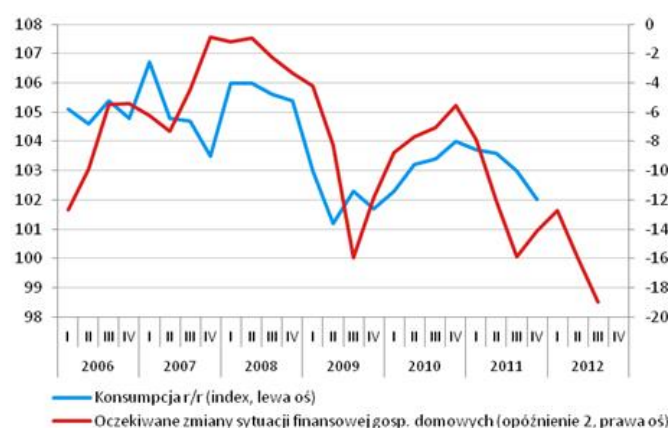
Tempo wzrostu PKB przyspieszyło z 4,2% r/r w III kwartale do 4,3% w IV kwartale. Nie jest to niespodzianka, gdyż z wcześniej publikowanym odczytem rocznym spójny był de facto przedział wzrostu w IV kwartale na poziomie 4,1-4,3%. Patrząc na wielkości odsezonowane, gospodarka jest w dalszym ciągu przywoicie rozpędzona (+1,1% kw/kw wobec +1,0% kw/kw w poprzednim kwartale), jednak analiza kompozycji wskazuje, że najbliższe kwartały będą charakteryzowały się niższym tempem wzrostu.



Konsumpcja prywatna wzrosła o 2,0% w ujęciu rocznym (3,0% poprzednio) zaś publiczna po raz kolejny odnotowała spadek, choć tym razem skromniejszy niż w poprzednim kwartale - 0,8%. Dynamika inwestycji osiągnęła 10,3% wobec 8,5% w poprzednim kwartale. Popyt krajowy wzrósł w IV kwartale o 3,3%, nieznacznie przyspieszając wobec 3,2% w poprzednim kwartale. Odnośnie kontrybucji, pierwsze skrzypce zagrały inwestycje dodając 2,9pp. do wzrostu, na drugim miejscu uplasowała się konsumpcja indywidualna z kontrybucją na poziomie 1,0pp. Zmiana zapasów spowolniła PKB (na razie skromne) o 0,4pp. zaś eksport netto dodał do wzrostu krajowego produktu 0,9pp.

Przechodząc do głębszej analizy powyższych kategorii należy przede wszystkim zauważyć (czego symptomy widoczne były już w poprzednim kwartale), że dynamika wartości dodanej w budownictwie zwalnia, zaś przyspiesza cały agregat inwestycji. Z tym zjawiskiem mamy do czynienia już od 2 kwartału i sygnalizuje to umocnienie inwestycji prywatnych, przede wszystkim w maszyny i urządzenia (fenomen ten nie sygnalizuje natomiast, jakiej natury są dokonywane inwestycje - uważamy, że w związku z globalną niepewnością przeważają na razie projekty restytucyjne). Prawdopodobnie tylko w I połowie roku inwestycje prywatne spotkają się ze względnie wysoką dynamiką inwestycji publicznych. W drugiej połowie roku tempo wzrostu wydatków infrastrukturalnych stanie się prawdopodobnie ujemne, co pozwoli już tylko na jednocyfrowe (4, może 5 procentowe) wzrosty całego agregatu inwestycji. Odnośnie konsumpcji, podstawową determinantą spowolnienia wzrostu są efekty poza-płacowe, związane z ograniczeniem sytuacji finansowej (obecnej i przyszłej) gospodarstwa domowego. Z tego powodu spodziewamy się, że dynamika konsumpcji może jeszcze spadać (choć cyklicznie jest już raczej na niezbyt wysokich

poziomach) - zależność pomiędzy postrzeganiem sytuacji finansowej gospodarstwa domowego a konsumpcją jest silna, prezentujemy ją na wykresie. Odnośnie wielkości rezydualnych spodziewamy się anty-cyklicznej odpowiedzi eksportu netto, tzn. dalszego wzrostu kontrybucji w przyszłych kwartałach i pro-cyklicznej w zakresie zmian zapasów (w polskim cyklu koniunkturalnym zapasy zmieniają się wprost proporcjonalnie do PKB), co będzie się wiązało ze spadkiem ich kontrybucji.



Początek 2012 roku będzie prawdopodobnie charakteryzował się wzrostem PKB w okolicach 4% z uwagi na silne zwiększenie kontrybucji eksportu netto a także wysokie wzrosty notowane po stronie inwestycji. II kwartał i przede wszystkim druga połowa roku będą już zdecydowanie słabsze (monotoniczny spadek w okolice 3,5% a następnie prawdopodobnie sporo poniżej 3%), co powinno prowadzić do wzrostu PKB w całym 2012 roku o około 2,8%.

Dane są neutralne dla RPP jako że w dużej mierze mogły być (i faktycznie były, co widać było w wypowiedziach poszczególnych członków RPP) wyekstrahowane z publikacji za 2011 rok. Realistycznie szybkie tempo wzrostu gospodarki chwilowo zdejmuję uwagę RPP z tego elementu przenosząc ją przede wszystkim na inflację. Powolny spadek cen będzie zapobiegał zaostrażaniu retoryki RPP w najbliższych miesiącach, zaś oczekiwane przez nas spowolnienie wzrostu - widoczne w całej rozciągłości w II połowie roku - powinno łagodzić komunikaty tego gremium. Obecnie scenariuszem bazowym jest stabilizacja stóp procentowych.

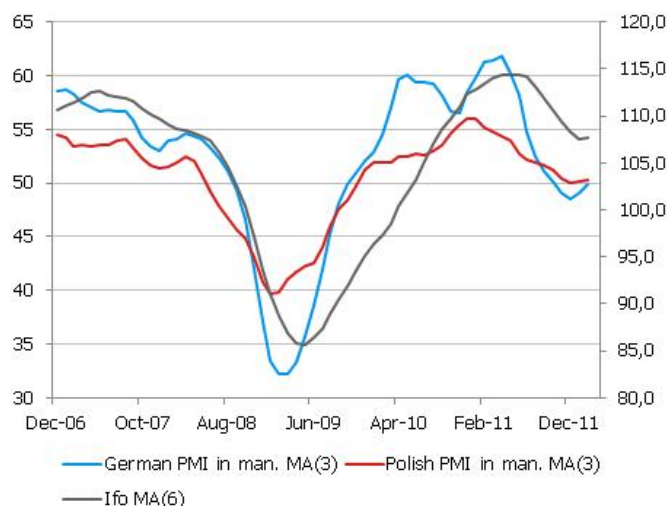
Z uwagi na mało „rewelacyjny” charakter opublikowanych danych nie odnotowaliśmy żadnej reakcji rynkowej (umocnienie złotego to wynik przede wszystkim korekcyjnego odbicia na EURUSD).

Spora korekta na polskim PMI

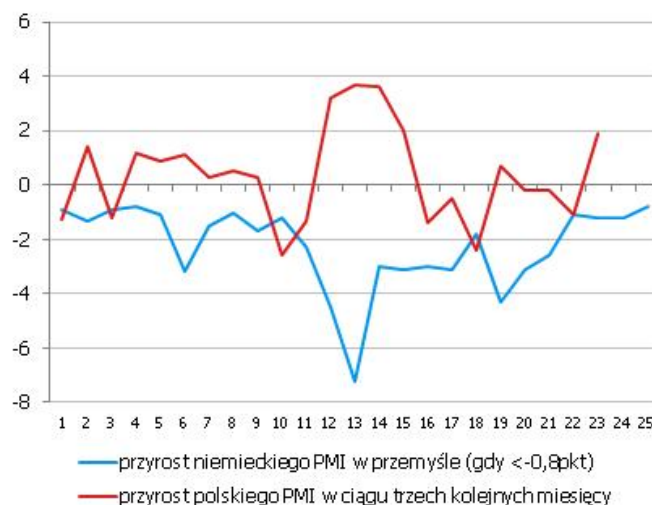
Po zaskakującej styczniowej skali wzrostu polskiego PMI w lutym indeks spadł o 2,2pkt. do poziomu 50,0pkt, a zatem granicznego poziomu oddzielającego spowolnienie od wzrostu sektora przemysłowego. Pogorszenie spowodowane było spadkiem wartości trzech z pięciu sub-indeksów.

Przechodząc do szczegółów w lutym zmalała liczba nowych zamówień (po wyraźnym wzroście odnotowanym w styczniu), co część firm uzasadniała niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Ponadto wskaźnik nowych zamówień eksportowych spadł poniżej kluczowego poziomu 50 pkt. Wielkość produkcji wzrosła 31 miesiąc z rzędu, jednak wynik był w dużej mierze podtrzy-

mywany realizacją istniejących zamówień, których opóźnienia w realizacji spadły 9 miesiąc z rzędu. Lutowe dane wskazały na słaby trend w aktywności zakupowej, co było wynikiem wzrostu niewykorzystanych zapasów (do 52pkt.) po styczniowych zakupach, stagnacji napływu zamówień oraz zakłóceniami w dostawach spowodowanymi pogodą. Kontynuowany był także spadek zatrudnienia pomimo styczniowego odbicia. Z perspektywy historycznej inflacja kosztów produkcji pozostaje na wysokim poziomie, choć uległa w lutym wyraźnemu osłabieniu. Tempo inflacji cen wyrobów gotowych nieznacznie osłabiło się, jednak producenci cały czas przenoszą koszty na klientów. Opublikowane równoległe finalne odczyty indeksów dla przemysłu w strefie euro potwierdziły wstępne estymacje (w Niemczech wzrost o 0,1pkt. do poziomu 50,2pkt., w strefie euro 49,0pkt.) potwierdzając podział Europy na dwie prędkości. Uważamy, że lutowe spadki należy interpretować jako korektę nadmiernie optymistycznego noworocznego sentymentu (zarówno w prognozach, jak i samych wskaźnikach koniunktury) podbijaną także lutową mroźną pogodą.

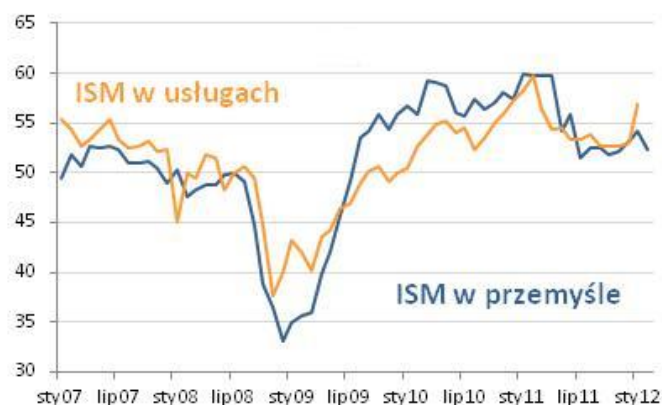


Gdyby wykluczyć z analizy polskiego indeksu odczyt styczniowy sub-indeksy nowych zamówień, zapasów wyrobów gotowych i środków produkcji oraz zatrudnienia znajdują się w powolnym trendzie wzrostowym (czyli pozostając poniżej 50 pkt. tempo spowolnienia osłabia się, dla powyżej 50 pkt. tempo wzrostu rośnie), zaś produkcji, opóźnień i czas dostaw maleją. Taki układ wskaźników wskazuje na oczekiwaną względną stabilizację odczytu headline - przy utrzymaniu trendów produkcja obecnie napędzana opóźnieniami zostanie wsparta w kolejnych miesiącach nowymi zamówieniami. Potwierdza to także spojrzenie na historyczne zachowanie polskiego indeksu PMI po obserwowanych zmianach niemieckiego (jak w lutym - czyli po spadku o 0,8pkt., patrz wykres) - polski indeks w ciągu trzech kolejnych miesięcy powinien (statystycznie) pozostać na podobnym poziomie (krótkie szeregi nie pozwalają na wyciąganie wniosków liczbowych, jednak uważamy, że w kolejnych miesiącach indeks powinien poruszać się w przedziale 50-52pkt.). Wskaźniki uważane za wyprzedzające (zatrudnienie, oczekiwania na kolejny rok w sektorze usług, stosunek nowych zamówień do zapasów) pozostają na historycznie niskich poziomach i lutowe dane potwierdzają, że nie należy spodziewać się spektakularnych wzrostów w oderwaniu od jakichkolwiek znaków poprawy realnej sytuacji gospodarczej. Wsparciem dla wyższych odczytów w Polsce byłoby utrzymanie pozytywnego trendu na niemieckim Ifo.



ISM słabszy od oczekiwań

Indeks ISM dla przemysłu opisujący z sposób syntetyczny koniunkturę w tym sektorze spadł w lutym do 52,4pkt. z 54,1pkt. w styczniu (oczekiwania rynkowe 54,5pkt.). Po pierwsze należy zauważyć, że spadek indeksu wynika nie ze zmian aktualnej produkcji (ta na poziomie 55,3pkt. praktycznie nie zmieniła się od poprzedniego miesiąca) lecz raczej spadków nowych zamówień (do 54,9pkt. z 57,6pkt.) oraz zatrudnienia (53,2pkt. wobec 54,3pkt. poprzednio). Sugeruje to, że obecnie zaspokajane są przede wszystkim zamówienia stare, niemniej wciąż w niewystarczającym tempie, co sugerują rosnące opóźnienia w realizacji zamówień, choć w nieco mniejszym tempie niż przed miesiącem.



Niemniej nawet obecny poziom nowych zamówień gwarantuje przyzwoite (czytaj umiarkowane, średnie) tempo wzrostu produkcji przemysłowej w przyszłości (średnia wskaźnika dla XXI wieku to 54,4pkt.), a zapasy po stronie klientów są w coraz większym stopniu uznawane za zbyt małe, co przynajmniej teoretycznie sugeruje dążenie do odbudowy ich poziomu w przyszłości i wzrost zamówień. Powodów do niepokoju nie dostarczają także dodatkowe komentarze respondentów: widać wyraźną poprawę w stosunku do poprzednich miesięcy, przeważa optymizm i widoczny wzrost aktywności w poszczególnych branżach. Powodem do niepokoju jest jednak wysokie tempo wzrostu cen surowców, co znajduje odzwierciedlenie w skoku indeksu cenowego do 61,5pkt. z 55,5pkt.



Biorąc pod uwagę skalę zaskoczenia, reakcja rynkowa była praktycznie żadna (treasuries spadły w rentowności o 1-2 punkty bazowe, giełdy na koniec dnia zdołały nawet wzrosnąć). Może być to związane z faktem, że ISM dla całego kraju ruszył się w przeciwnym kierunku do wszystkich ankiet regionalnych, co de facto zdejmuje sporo z negatywnego wydźwięku odczytu. Może to być także pokłosie śródowych komentarzy Bernanke oraz braku zmian w treści przemówienia podczas kolejnego czwartkowego wystąpienia (tym razem przed Senatem), co wskazuje, że reakcja rynku była zgodna z zamierzeniami Fed. W tym kontekście rozpatrywalibyśmy spadek indeksu jako zwykłą korektę (często obserwowaną po istotnych wzrostach). Ocena Fed powoli zmierza do lepszej aktywności w gospodarce z (na razie przynajmniej) przejściowo nieco wyższą inflacją. Biorąc pod uwagę fatalny wpływ wysokich oczekiwań cenowych na konsumpcję po 2007 roku, inflacja może obecnie powrócić na świecznik nie tylko jako element celu Fed i obiekt rozważań purystów monetarystycznych w dłuższym okresie, ale jako realne zagrożenie dla sfery realnej. W tym kontekście mniej łagodny przekaz ze strony Fed nie może dziwić i na pewno nie jest to sprzyjające środowisko dla treasuries (lepsze dane, potencjalnie brak QE, podwyższona inflacja - wiatr w oczy z każdego kierunku).



EURUSD fundamentalnie

EURUSD w zasadzie bez zmian. Dane z gospodarki strefy euro oraz Niemiec okazały się zgodne z oczekiwaniami rynkowymi i w efekcie nie wpłynęły na kurs pary EURUSD. Kurs osłabiał się przed południem, co był raczej związane z przystąpieniem graczy technicznych oraz oczekiwaniem na werdykt ISDA w sprawie greckiego PSI. Ostatecznie uznała, że nie było wydarzenia kredytowego, co nie uruchamia CDSów. Takie decyzji prawdopodobnie rynek się spodziewał (raczej to było wydarzenie polityczne), choć w gruncie rzeczy nie jest to decyzja jednoznacznie pozytywna (Bill Gross mówi nawet o niebezpiecznym precedensie). Na publikację danych z rynku pracy USA para EURUSD pozytywnie zareagowała rozpoczynając ruch na północ. Jednak późniejsze dane z gospodarki USA nieco rozczarowały, ale reakcja rynku na te dane była umiarkowana. Dzisiejszy kalendarz bez ważnych publikacji, zatem na rynku powinno być nieco spokojniej.

EURUSD technicznie

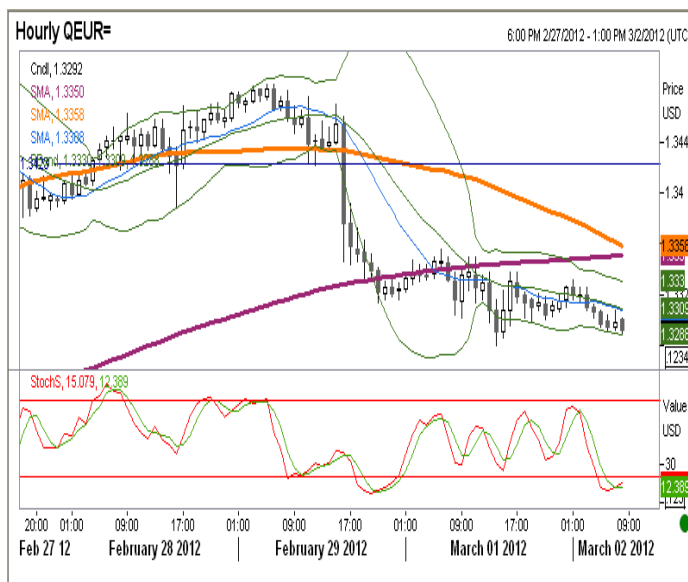
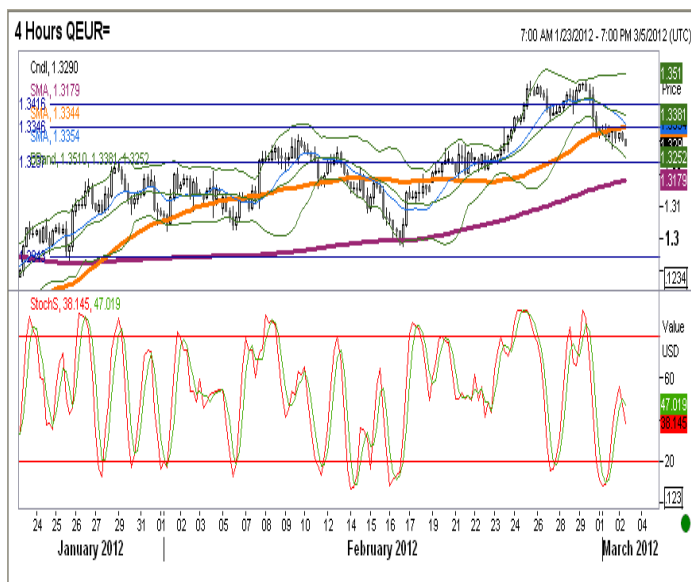
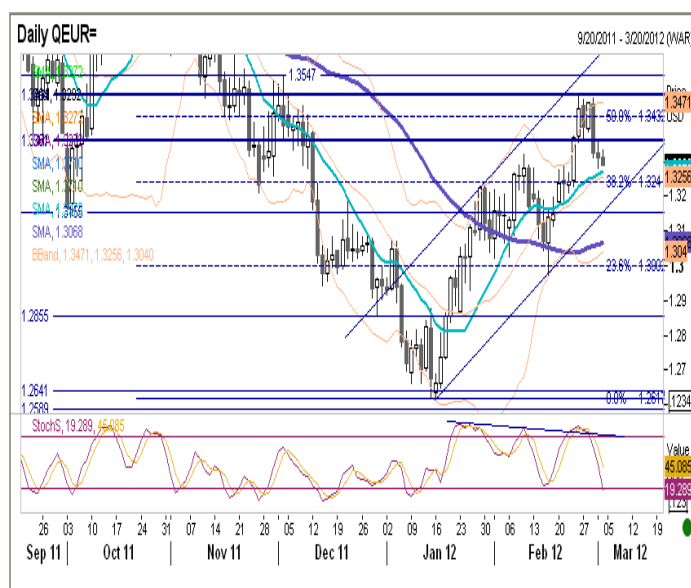
Do wyrysowania objęcia hossy w środę zabrakło tylko 5 ticków, ale i tak czarna świeca robi wrażenie, dodatkowo powiewać zaczyna opadająca flaga. Z punktu widzenia pozycji bez zmian od wczoraj, short (wejście 1,3340, S/L nieco wyżej na poziomie 1,3370, pierwszy T/P 1,3155). W nieco dłuższej perspektywie notowania powinny celować w 1,2617.

Wsparcie	Opór
1,3240/56	1,3485
1,3155/64	1,3415/32
1,3063	1,3346/60

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

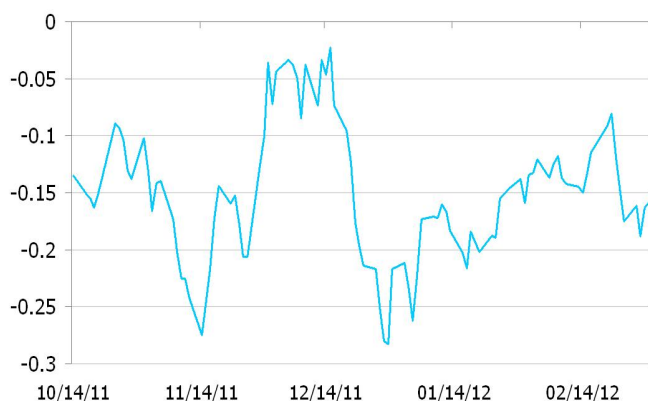
Złoty po czwartkowej sesji mocniejszy (minimum z sesji 4,0940), dziś otwarcie na poziomie 4,0998. Nasz model wskazuje, że czynnik krajowy w wycenie EURPLN osłabił się w ciągu ostatnich dwóch dni, co potwierdza wczorajszy brak reakcji na słabszy od oczekiwań odczyt PMI (uważamy, że to korekta styczniowego wybicia w górę - czytaj w sekcji analizy) oraz spodziewany (choć nieznacznie lepszy na poziomie 4,3%) odczyt PKB za IV kw. 2011r. Czynniki globalne - pozytywny sentyment po środowym udanym LTRO i dobrych ocenach gospodarki amerykańskiej oraz pojawiające się coraz częściej stosunkowo jastrzębie komentarze z RPP (wczoraj Zielińska-Głębocka: "prawdopodobieństwo utrzymania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie lub podwyżek jest bardziej prawdopodobne, niż obniżki") także wspierają trend aprecjacyjny. Dzisiejszy dzień bez danych makro, polski rynek w oczekiwaniu na śródowną decyzję RPP (choć retoryka Rady jest bardzo przejrzysta i nie generuje niepotrzebnych oczekiwań na zmianę poziomu stóp).

EURPLN technicznie

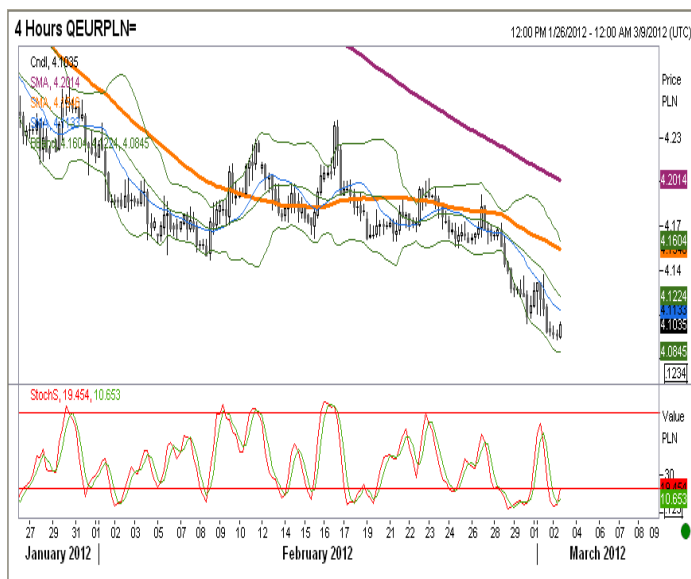
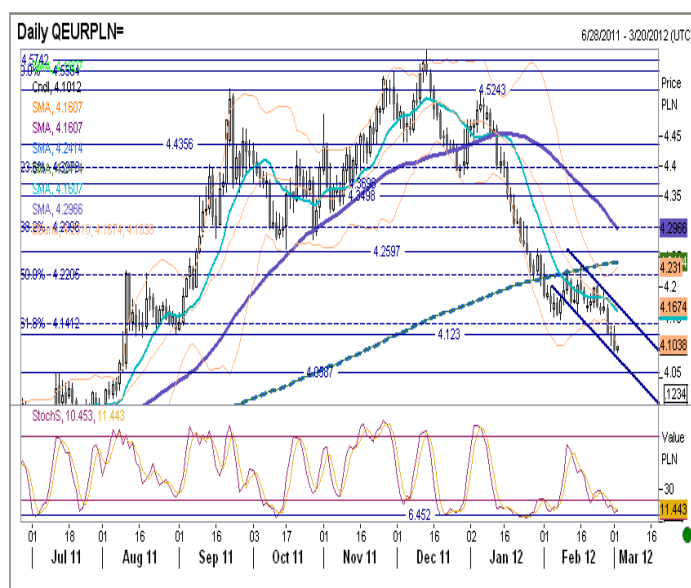
Nie udało się zająć pozycji short po 4,1400. Notowania znajdują się w trendzie spadkowym, stąd też można spróbować pozycji short po cenach rynkowych (wejście 4,1050), S/L 4,1260, T/P 4,06.

Wsparcie	Opór
4,0587	4,1900
4,0000	4,1400/60
3,3846	4,1230

Czynnik krajowy* w EURPLN



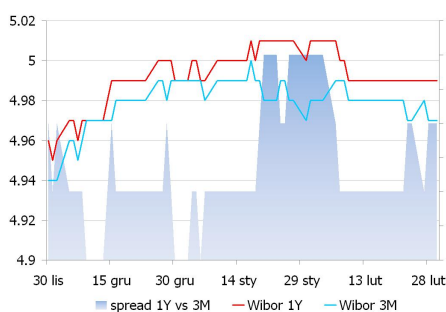
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



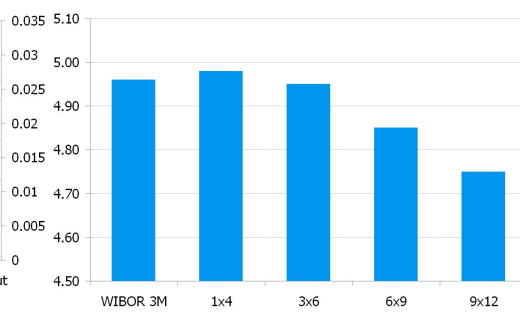


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.95	4.98	ON	4.3	4.4	EUR/PLN	4.1198
2Y	4.79	4.83	1M	4.5	4.7	USD/PLN	3.0887
3Y	4.74	4.77	3M	4.8	5.0	CHF/PLN	3.4178
4Y	4.73	4.77					
5Y	4.74	4.78	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.769	4.80	1x2	4.73	4.77	EUR/USD	1.3312
7Y	4.79	4.82	1x4	4.94	4.98	EUR/JPY	107.99
8Y	4.807	4.84	3x6	4.92	4.95	EUR/PLN	4.0987
9Y	4.818	4.85	6x9	4.82	4.85	USD/PLN	3.0786
10Y	4.805	4.84	9x12	4.72	4.75	CHF/PLN	3.3974

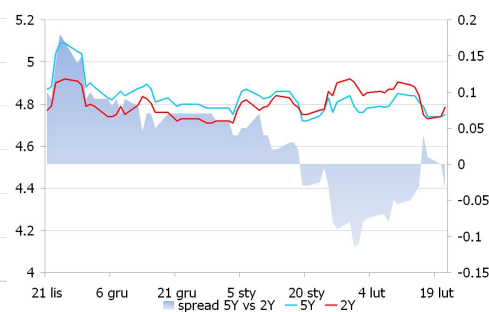
WIBOR 3M i 1Y



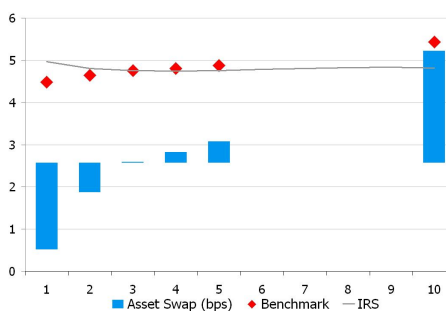
WIBOR 3M i stawki FRA



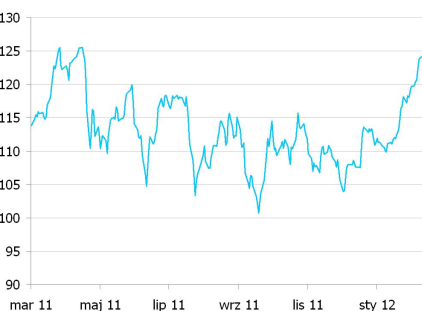
IRS 5Y i 2Y



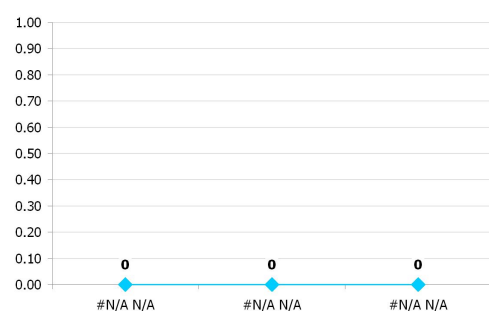
Asset swap i IRS



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 OBROcie 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.