



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		
12.03.2012 PONIEDZIAŁEK							
	EUR	Spotkanie ministrów finansów strefy euro					
13.03.2012 WTOREK							
	JPN	Decyzja BoJ (%)			0.1	0.1	0.1
9:00	HUN	CPI r/r (%)	mar		5.6	5.5	5.9
11:00	GER	Indeks koniunktury ZEW (pkt)	mar		10.0	5.4	22.3
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lut		1.1	0.6 (r)	1.1
14:00	POL	CPI r/r (%)	lut	4.3	4.1	4.1	4.3
14:00	POL	C/A (mln EUR)	sty	-1029	-1024	-1337	-1831
19:15	USA	Decyzja FOMC (%)	mar		0.25	0.25	0.3
14.03.2012 ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		0.6	-1.2	
11:00	EUR	HICP final r/r (%)	lut		2.7	2.6	
14:00	POL	M3 r/r (%)	lut	14.0	13.5	13.7	
15.03.2012 CZWARTEK							
13:30	USA	Indeks Empire State (pkt)	mar		17.4	19.5	
13:30	USA	PPI m/m (%)	lut		0.5	0.1	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.03.		355	362	
15:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	mar		11.0	10.2	
16.03.2012 PIĄTEK							
13:30	USA	CPI m/m (%)	lut		0.4	0.2	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lut	0.5	0.7	0.9	
14:00	POL	Place r/r (%)	lut	5.3	5.6	8.1	
14:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		0.4	0.0	
14:55	USA	Zaufanie konsumentów UMichigan (pkt)	mar		75.6	75.3	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** O 14.00 opublikowane zostaną dane o podaży pieniądza M3. Spodziewamy się wyższego odczytu niż przed miesiącem. Wzrost agregatu jest napędzany wysoką dynamiką depozytów gospodarstw domowych i firm. Ciągłe mamy doczynienia z dużą konkurencją dotyczącą oprocentowania depozytów oraz odpływem środków z TFI. Utrzymuje się wysoka kontrybucja (ponad 1pp.) gotówki w obiegu.
- **Gospodarka globalna.** Opublikowana zostanie produkcja przemysłowa w strefie euro oraz inflacja (ostateczny odczyt). Po wcześniejszych spadkach produkcji prawdopodobnie nastąpił jej wzrost, no co wskazywały wyprzedzające indeksy koniunktury. W zakresie inflacji rynek spodziewa się nieco wyższego odczytu. Na wyższą inflację wpływ miały przede wszystkim wyższe ceny ropy na rynkach światowych.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Agencja ratingowa Moody's: Przyznała dla polskiego zadłużenia krótkoterminowego rating Prime-1.
- Belka: Rada odnotowuje pewne pozytywne trendy. Inflacja zbyt wolno, ale jednak zaczyna schodzić. Nie należy spodziewać się szybkiego obniżenia stóp procentowych.
- Radziwiłł (MinFin): Po przeprowadzeniu reform zapowiedzianych w expose premiera oraz przy utrzymaniu relatywnie wysokiego tempa wzrostu PKB długoterminowy rating Polski zostanie podwyższony. Nadanie Polsce najwyższego ratingu krótkoterminowego przez Moody's jest symptomatyczne, podkreśla naszą rosnącą wiarygodność i przewidywalność. Jest to kolejny sygnał przesuwający nasz kredyt w kierunku najbardziej wiarygodnych krajów europejskich.

Decyzja RPP (4.04.2012)	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	1.874	0.060
USAGB 10Y	2.133	0.039
POLGB 10Y	5.347	-0.011
Dotyczy benchmarków Reuters		



Wzrost inflacji w lutym

W lutym inflacja wzrosła do 4,3% z 4,1% r/r zanotowanych w styczniu. Wynik ten (oraz miesięczny wzrost cen na poziomie 0,4%) okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami. Co istotne wskaźnik inflacji za styczeń nie został zrewidowany w dół, jak mogłoby wynikać z historycznego wzorca, kiedy rosnący dochód neutralizował zrealizowane w roku poprzednim wysokie wzrosty cen żywności i energii i skutkował spadkiem wag tychże kategorii w koszyku inflacyjnym. W roku 2011 wzrost dochodu do dyspozycji okazał się zaniedbywalny, a co za tym idzie nie zneutralizował efektów cenowych - w nowym koszyku wzrósł udział wydatków gospodarstw domowych w zakresie użytkowania mieszkania i nośników energii, żywności i napojów bezalkoholowych, a także zdrowia; obniżył się natomiast udział wydatków na restauracje i hotele, odzież i obuwie, mieszkanie i łączność (patrz wykres).

System wag stosowany w obliczeniach wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych w latach 2011-2012^a

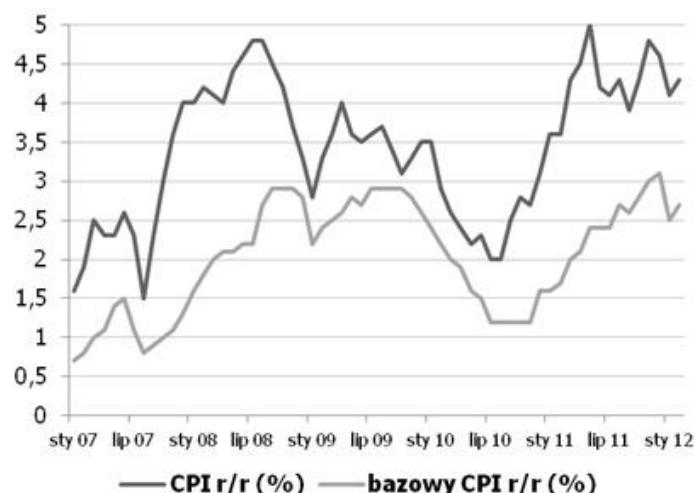


Zanotowany w lutym wzrost cen konsumenta w skali 0,4% m/m w znacznym stopniu wynikał ze wzrostu cen żywności, cen w kategorii rekreacja i kultura oraz cen wyrobów tytoniowych. Wskaźnik inflacji bazowej właśnie pod wpływem podwyżek akcyzy na tytoń (wzrost cen o ponad 3% w odpowiedniej kategorii) mógł wzrosnąć w lutym z 2,5% do 2,7%. Należy jednak podkreślić, że w pozostałych kategoriach, w tym kategorii użytkowanie mieszkania czy hotele i restauracje wzrost cen był zaniedbywalny i wprost sugerujący wygasanie efektów słabego złotego.

W kolejnych miesiącach inflacja powinna obniżyć się do poziomu poniżej 4% r/r. Bardziej widoczny powinien być również efekt umocnienia złotego prowadzący do szybszego spadku inflacji bazowej.

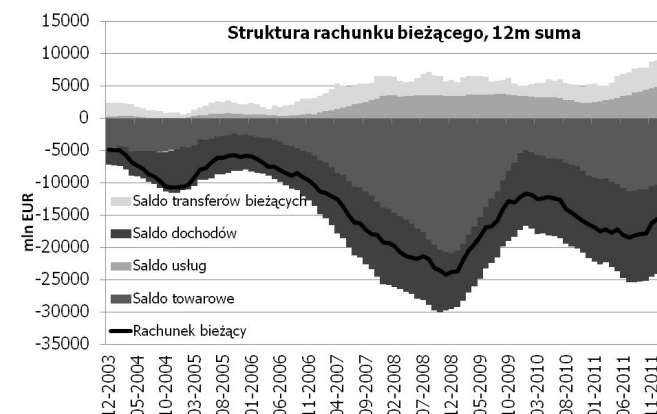
Dane wpłynęły na wzrost stawek IRS w sektorze o około 3pb. Dane nie zmieniły jednak kierunku gry na polskich stopach procentowych. Spadek inflacji jest niemal pewny w kolejnych miesiącach. RPP złagodziła swoją retorykę (Belka nie mówi już o podwyżkach stóp, ale oddalaniu się obniżek), co w połączeniu z presją regulatora i Banku Centralnego na normalizację stawek Wibor powinno przełożyć się na dalsze spadki stawek FRA i IRS. Sytuacja w gospodarce (stabilizacja w sferze realnej) oraz stabilna sytuacja polityczna są czynnikami przyciągającymi zagraniczny kapitał. Czynnik ten może dodatkowo sprzyjać kontynuacji rally na polskich papierach, tym bardziej

że niedowierzający w siłę lokalnych czynników i LTRO, bo skoncentrowani na sytuacji w Grecji i Portugalii, polscy inwestorzy (kontrarianie z natury i przez to niedoważeni) lada dzień będą zmuszeni do odkupienia papierów po wyższych cenach dodatkowo napędzając wzrost cen polskich obligacji.



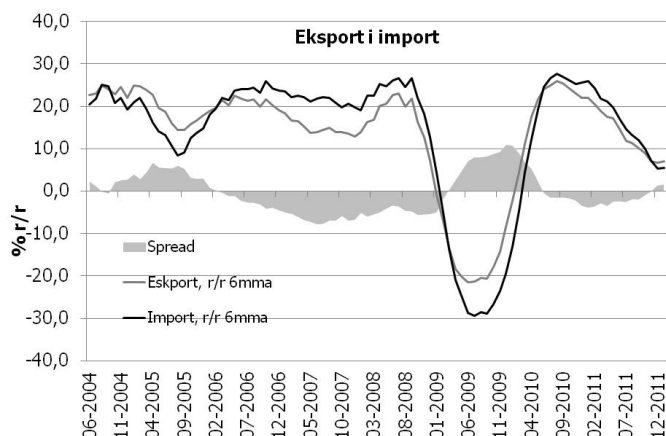
Zaskakująco wysoki import w rachunku handlowym

Deficyt w obrotach bieżących wyniósł w styczniu 1831 mln EUR wobec 1337 mln EUR w grudniu - obyło się bez widocznych rewizji.



Rozbieżność z naszą prognozą (-1029 mln EUR) wynika przede wszystkim z rachunku handlowego, a w szczególności z oszacowania importu towarów, który na poziomie 12106 mln EUR okazał się nie tylko o kilkaset mln EUR wyższy od szacunków z modeli ekonometrycznych, ale także wykazał najwyższy przyrost pomiędzy grudniem od czasów prosperity 2006-2007 (nie ta dynamika PKB). Biorąc pod uwagę kondycję sprzedaży detalicznej (i hurtowej) w styczniu uważamy, że odczyt jest zagadkowy i nie możemy wykluczyć rewizji wraz z publikacją danych kwartalnych. Eksport, na poziomie 11276mln EUR, okazał się natomiast bliski naszych szacunków (i nie widzimy żadnych anomalii). W danych uśrednionych widać początek tendencji widocznych w czasie spowolnienia, czyli efekt poprawy bilansu handlowego (co będzie widoczne w danych o PKB o eksporcie netto). Nie uważamy, że pojedynczy wyższy szacunek importu zmienia nasz pogląd odnośnie zawężania się

deficytu na rachunku handlowym.



Przechodząc do salda usług, w tym przypadku również widać nagle przyspieszenie importu usług, choć w mniejszej skali niż w przypadku salda obrotów towarowych. W zakresie salda dochodów nie widzimy niespodzianek i rozszerzenie deficytu z -884mln EUR do -1070mln EUR (wynikające z wyższych płatności odsetkowych) jest zgodne z naszymi oczekiwaniami. To samo dotyczy salda transferów bieżących, gdzie deficyt wynika z wyższej zrealizowanej płatności na rzecz UE.

Po stronie finansowania już drugi miesiąc z rzędu mamy do czynienia z ujemnymi inwestycjami bezpośrednimi w Polsce (-324mln EUR wobec -131mln EUR poprzednio), które były jednak z nawiązką równoważone przez zakupy papierów dłużnych przez cudzoziemców (1635mln EUR wobec 273mln EUR poprzednio). Wydaje nam się, że pojawia się znów problem na rachunku błędów i opuszczeń (być może skoryguje się po publikacji danych kwartalnych), który w dwóch kolejnych miesiącach wynosi prawie 100% deficytu rachunku obrotów bieżących. Wydaje nam się, że gdyby nie dodatkowa płynność dostarczona w ramach operacji płynnościowych i skupienie inwestorów na krótkim terminie, problemy te byłyby już kontestowane i prawdopodobnie poziomy kursu EURPLN w okolicach 4,10 nie miałyby uzasadnienia.

Fed: już na bieżąco z danymi

Wczorajsze posiedzenie FOMC nie było przełomowe. Komitet dostosował komunikat do najnowszych danych z gospodarki, choć w dalszym ciągu sposób przekazania wszystkich nowych informacji pozostaje chłodny. Zdecydowanie nie jest to tempo wzrostu gospodarki amerykańskiej, które pozwoliłoby raz na zawsze zapomnieć o jakiegokolwiek formie QE. Dlatego też i wskazania odnośnie wysokości przyszłych stóp procentowych i polityka w zakresie modelowania portfela pozostały bez zmian.

W szczególności komunikat stwierdza umiarkowane tempo wzrostu gospodarki (poprzednio „co najwyżej umiarkowane”) oraz spadkowy trend na stopie bezrobocia, choć stwierdzenie o podwyższonym poziomie stopy bezrobocia nie zostało wykasowane. W cieplejszych barwach rysują się wydatki konsumentów i wydatki inwestycyjne firm; jeszcze w styczniowym komunikacie odnotowano spowolnienie tych ostatnich. Kulą u nogi pozostaje sektor domów (określany jako „depressed”). Odnośnie procesów inflacyjnych odnotowane zostało niskie tempo wzrostu cen

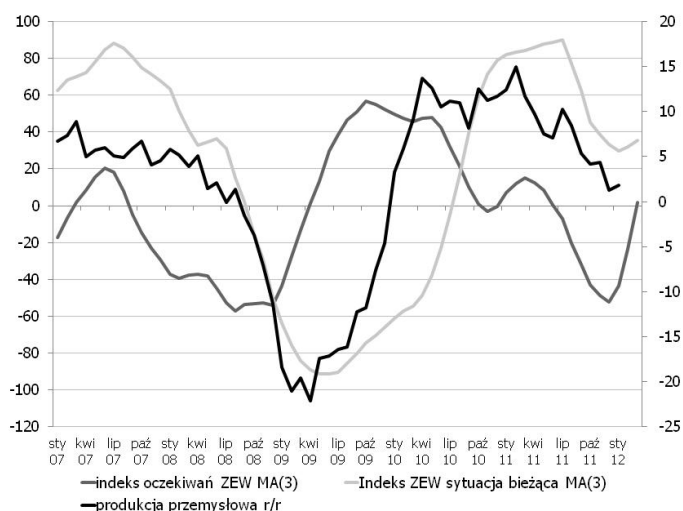
w ostatnich miesiącach i najnowsze podwyżki cen paliw.

W zakresie oczekiwań FOMC w zasadzie niewiele się zmienia. Oczekiwana aktywność gospodarcza ma pozostać umiarkowana (tym razem nie skromna), co pozwoli na stopniowy spadek stopy bezrobocia. Napięcia na rynkach finansowych zmniejszają się (zawołowane odniesienie do kryzysu zadłużeniowego w strefie euro), choć stanowią wciąż znaczne ryzyko dla wzrostu. W zakresie wspomnianych podwyżek cen paliw, FOMC oczekuje ich przejściowego wpływu na inflację, a komunikat nie stwierdza explicite ich ewentualnie negatywnego wpływu na wzrosty PKB.

Reakcja rynkowa na sam komunikat nie była przesadnie euforyczna. 10-letnie treasuries zyskały 1-2 punkty w rentowności. Późniejsza reakcja była zdecydowanie mocniejsza (łącznie ponad 10 punktów), lecz była ona spowodowana raczej korzystnymi wynikami stress-testów amerykańskiego sektora bankowego. W sytuacji stresowej 15 na 19 instytucji jest w stanie zachować odpowiedni poziom wskaźników kapitałowych, co świadczy o niezwyklej sile amerykańskiego sektora bankowego, podpartej szeregiem wcześniejszych programów pomocowych Fed (może być to odczytane jako pośredni dowód skuteczności działań pomocowych i regulacyjnych). W reakcji na te wyniki giełdy (S&P) ustanowiły nowe maksima, które w nocy zostały utrzymane. Reakcja EURUSD na dane staje się coraz bardziej przewidywalna - wyższe rentowności przekładają się na mocniejszego dolara (indeks dolarowy przebił nawet maksima z lutego 2012). Utrzymanie dobrego momentum w gospodarce, nawet przy niepewnej perspektywie QE (lub sterylizowanym QE, o którym coraz głośniejsze na rynku) powinno prowadzić do dalszego wzrostu rentowności obligacji, z największymi wzrostami możliwymi w sektorze 5-10 lat (do 3 lat rentowności przygwożdżone są obietnicą niskich stóp procentowych Fed, papiery powyżej 10 lat „narażone” są wciąż na zakupy Fed w związku ze strategią wydłużania duration portfela oraz możliwością uruchomienia jakiejś formy QE, ukierunkowanej na sektor domów, gdyż odpowiada on za jedyną jednoznacznie negatywną część komunikatu FOMC). Pierwsza faza wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych nie powinna skutkować wzrostem rentowności polskich obligacji - oceniamy, że ciągle jest przestrzeń do spadku premii za ryzyko w polskich papierach.

Dalszy wzrost indeksu ZEW

Indeks ZEW kolejny miesiąc z rzędu zaskoczył pozytywnie wzrastając o 16,9pkt. do poziomu 22,3pkt. (najwyższego od czerwca 2009r.). Odczyt headline dotyczy pytania o oczekiwania na kolejne 6 miesięcy i od czterech miesięcy zaskakuje pozytywnie pozostając w trendzie wzrostowym. Wskaźnik ZEW określający sytuację bieżącą spadł w marcu o 2,7pkt. do poziomu 37,6pkt. plasując się poniżej oczekiwanych 41,5pkt. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że spadek tego indeksu wynikał jedynie z przesunięcia odpowiedzi na pytanie („jak oceniasz sytuację bieżącą?”) z „dobrze” do „normalnie”, a nie ze wzrostu odpowiedzi negatywnych („źle”). Zatem dane potwierdzają pozytywny sentyment wokół gospodarki niemieckiej.



Wskaźniki koniunktury dla Niemiec (ZEW, Ifo, spodziewany jest także wzrost PMI po lutowej korekcie) wskazują na punkt przegięcia w niemieckim sektorze przemysłowym. Styczeniowy pozytywny odczyt produkcji potwierdzałby tę tezę (+1,8% r/r), jednak na razie sygnał z realnych danych jest niejednoznaczny - w styczniu nowe zamówienia (także traktowane jako wskaźnik wyprzedzający produkcji) spadły o 4,9% r/r. W komentarzu do danych ZEW wskazano na dobrą sytuację niemieckiego rynku pracy i silny popyt wewnętrzny stymulujący wzrost, jednak ryzyka związane z recesją w krajach peryferyjnych strefy euro, zaburzeniami w funkcjonowaniu sektora bankowego czy sytuacją geo-polityczną strefy euro (wybory we Francji) pozostają w mocy. Trzeba pamiętać, że indeks ZEW jest najbardziej zmiennym indeksem koniunktury, jednak jego wczesna publikacja daje pierwszy sygnał zmian w gospodarce Niemiec (wysyłany przez analityków i inwestorów). Gospodarka niemiecka pozostaje najsilniejsza w strefie euro i uniknie technicznej recesji (IV kwartał 2011 był prawdopodobnie jedynym i ostatnim z ujemnym tempem kwartalnego wzrostu), jednak o sile stabilizacji świadczyć będą dopiero dane publikowane w drugiej połowie miesiąca.



EURUSD fundamentalnie

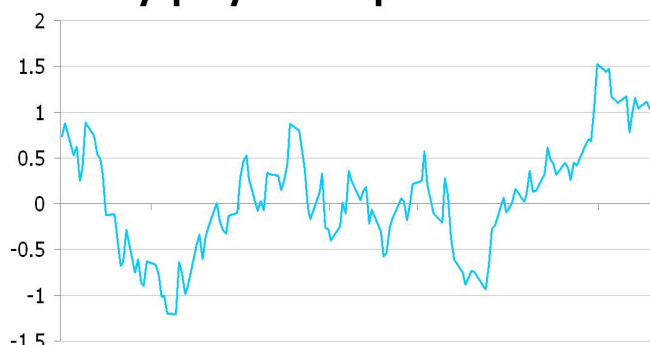
EUR dużo słabsze. Od rana w oczekiwaniu na informacje zza oceanu para EURUSD stopniowo traciła. Dobre dane indeksu ZEW z Niemiec (okazał się dużo wyższy od oczekiwań) tylko na chwilę powstrzymały deprecjację. EURUSD osiągnęło poziom minimum 1,3052 przed publikacją sprzedaży detalicznej z USA (odczyt zgodny z oczekiwaniami). Późniejsze odreagowanie to nic więcej jak realizacja części zysków. Komunikat FOMC z powrotem sprowadził EURUSD do poprzednich poziomów (więcej o komunikacie w sekcji analizy). Jednocześnie do wiadomości zostały podane dobre wyniki stress testów amerykańskich banków, co wywołało rally na giełdach (indeksy w USA zanotowały ponad 1,5% wzrosty). 15 na 19 banków spełniło wszystkie kryteria stress testów, w tym minimalny wskaźnik Tier 1 na poziomie 5% przy scenariuszu zakładającym wzrost bezrobocia do 15%, spadku cen akcji o 50% oraz spadku o 21% cen nieruchomości (jest to bardziej surowy scenariusz niż zrealizowany podczas Wielkiej Depresji w USA). Dziś opublikowane zostaną produkcja przemysłowa oraz inflacja w strefie euro. Dane te są o stosunkowo niskiej sile rażenia, więc reakcja kursu będzie zaniedbywalna, chyba że ta pierwsze okażą się sporym zaskoczeniem.

EURUSD technicznie

Objęcie bessy z piątku wciąż w mocy. Ostatnie 2 objęcia bessy na dziennym generowały skalę wyprzedzący na poziomie 4 figur. Celujemy zatem gdzieś w okolicach 1,2948. Złamanie MA55, teraz na celowniku Fibo na 1,3000. Ciekawiej na wykresach 1h i 4h. W obydwu przypadkach zawrócenie kursu na obecnych poziomach doprowadzi do pozytywnych dywergencji ze Stochastic i sygnałów kupna - muszą się one najpierw zrealizować. Do tego czasu celujemy w 1,3000.

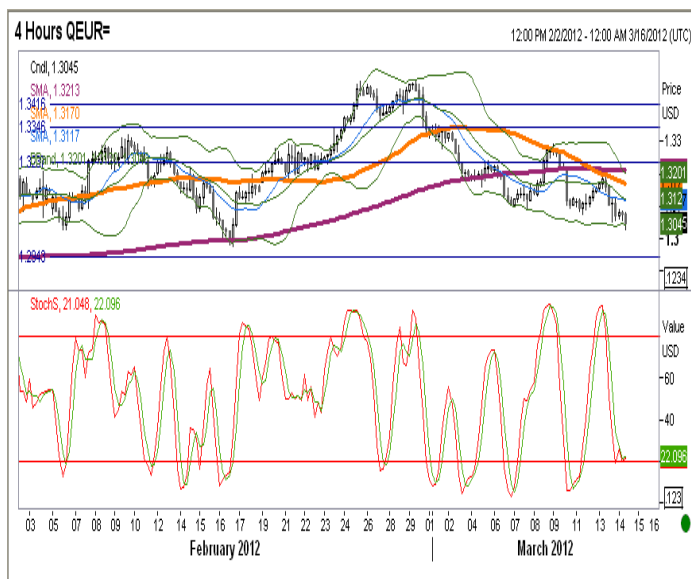
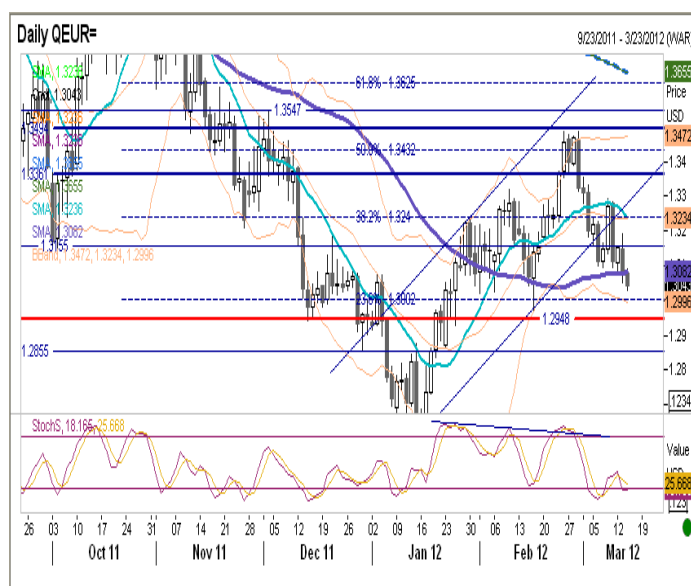
Wsparcie	Opór
1,3038	1,3361
1,3000	1,3240/56
1,2948	1,3073

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



08/25/11 09/25/11 10/25/11 11/25/11 12/25/11 01/25/12 02/25/12

* 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

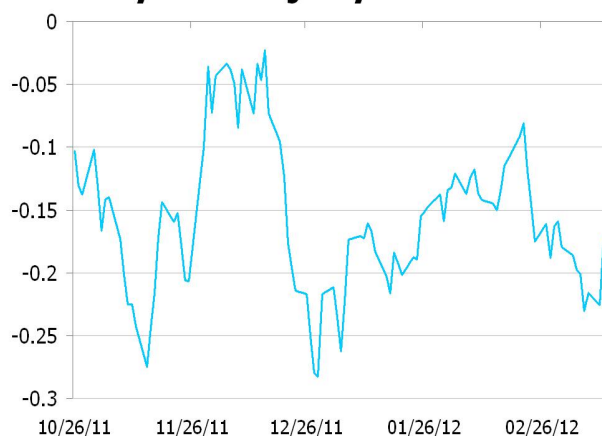
Złoty osłabia się dalej, jak wskazuje nasz model głównie poprzez działanie czynników krajowych. Polskie dane makro zdominował wczoraj słabszy odczyt bilansu płatniczego (więcej o wczorajszych publikacjach makro czytaj w sekcji analizy), inflacja nas (ani rynku) nie zaskoczyła, choć odczyt odbiega od sezonowego wzorca korekty w dół po rewizji koszyka. Czynniki globalne (po mimo ostatniego rozkorelowania EURPLN i EURUSD) pozostają pozytywne, choć wczorajszy lepszy odczyt ZEW, podwyżka ratingu Grecji przez Fitch, decyzja FOMC i wyniki stress testów pozostały na dalszym planie - złoty praktycznie nie uczestniczył w globalnym rally. Dziś od rana ruch kontynuowany jest w kierunku północnym w ślad za umacniającym się USD. Dzisiejsze dane o produkcji przemysłowej w strefie euro oraz polskie M3 pozostaną raczej w cieniu, większy wydzźwięk może mieć aukcja obligacji MF.

EURPLN technicznie

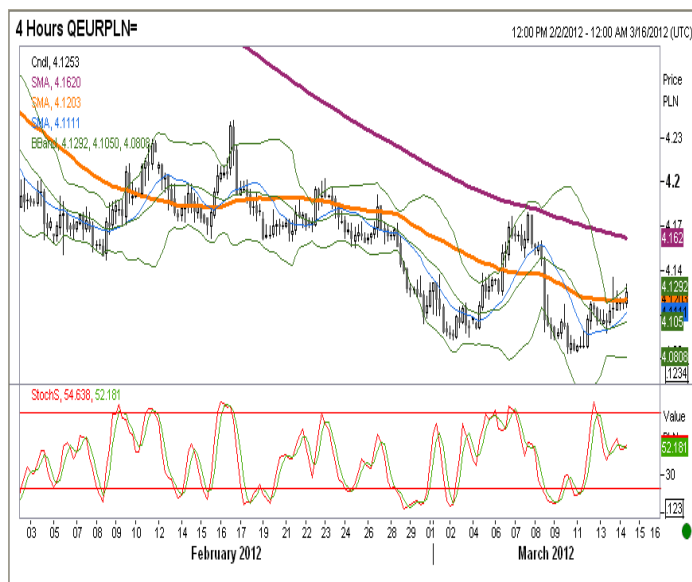
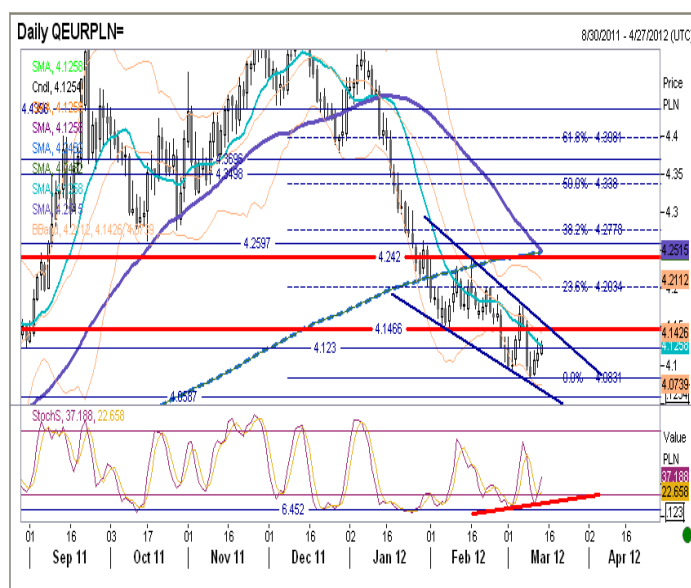
Złoty na wykresie dziennym porusza się w formacji przypominającej klin plus sygnał kupna na oscylatorze połączony z pozytywną (negatywną dla PLN) dywergencją. Obecnie kluczowe wydaje się utrzymanie poziomu oporu na 4,1230, 4,1350 (MA14) - na razie udało się na bazie close. Na krótszych wykresach złamanie średnich (MA200 na godzinowym i MA55 na 4h), co może generować większy popyt na EURPLN.

Wsparcie	Opór
4,0896	4,1466
4,0587	4,1350
4,0168	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
1Y	4.88	4.94
2Y	4.72	4.79
3Y	4.68	4.74
4Y	4.67	4.74
5Y	4.68	4.75
6Y	4.71	4.76
7Y	4.72	4.79
8Y	4.74	4.79
9Y	4.74	4.80
10Y	4.74	4.80

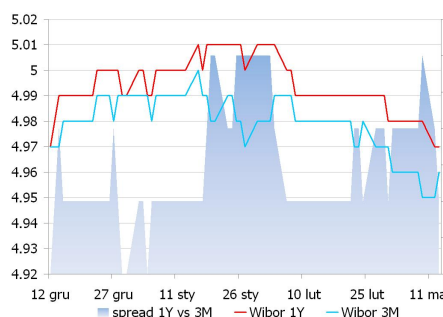
depo	BID	ASK
ON	4.2	4.5
1M	4.5	4.7
3M	4.8	5.0

FRA	BID	ASK
1x2	4.71	4.75
1x4	4.89	4.94
3x6	4.87	4.90
6x9	4.77	4.80
9x12	4.66	4.69

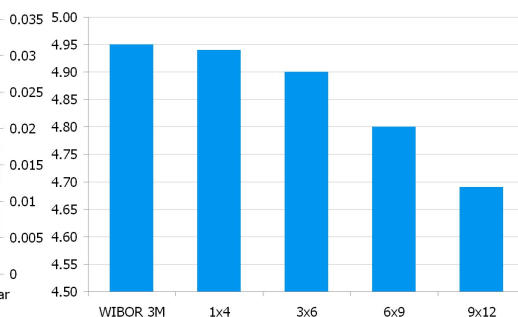
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1132
USD/PLN	3.1288
CHF/PLN	3.4103

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3076
EUR/JPY	108.40
EUR/PLN	4.1156
USD/PLN	3.1447
CHF/PLN	3.4080

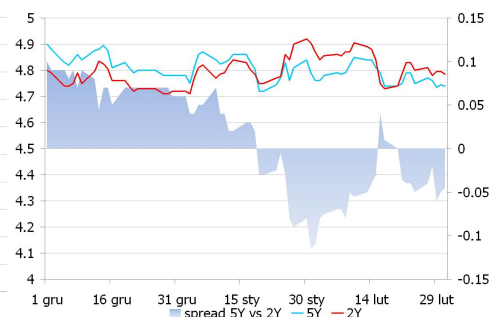
WIBOR 3M i 1Y



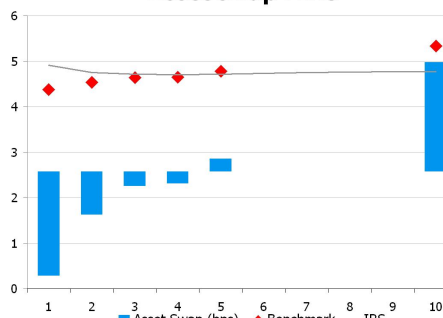
WIBOR 3M i stawki FRA



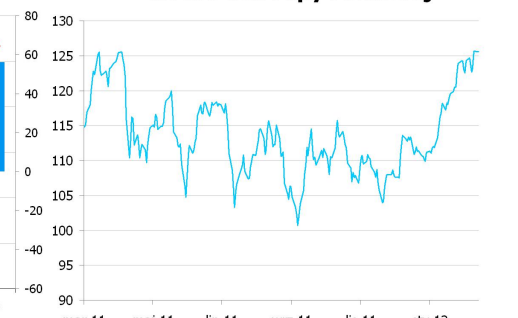
IRS 5Y i 2Y



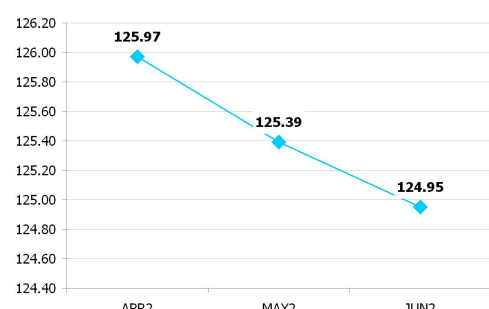
Asset swap i IRS



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, KOOPEANTÓW, 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.