



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		
23.04.2012 PONIEDZIAŁEK							
4:30	CHN	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	kwi			48.3	49.1
9:28	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	kwi		49.0	48.4	
9:28	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	kwi		52.3	52.1	
9:58	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	kwi		48.1	47.7	
9:58	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	kwi		49.3	49.2	
10:00	POL	Raport o koniunkturze NBP					
11:00	POL	Komunikat dot. deficytu i długu GG					
24.04.2012 WTOREK							
14:00	POL	Raport o koniunkturze konsumenckiej GUS					
15:00	USA	Indeks Case-Shiller cen domów r/r (%)	lut		-3.5	-3.8	
16:00	USA	Indeks zaufania konsumentów CB (pkt)	kwi		69.5	70.2	
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów SAAR (tys)	mar		320	313	
25.04.2012 ŚRODA							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	mar	10.3	10.3	13.7	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	mar	13.4	13.4	13.5	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	mar		-1.5	2.4	
18:30	USA	Decyzja FOMC (%)	kwi		0.25	0.25	
26.04.2012 CZWARTEK							
11:00	EUR	Indeks ESI (pkt)	kwi		94.2	94.4	
14:00	POL	Minutes RPP	kwi				
14:00	GER	CPI m/m (%)	kwi		0.1	0.3	
14:30	USA	Nowo-zarejestrowani bezrobotni (tys.)	21.04.		375	386	
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	mar		1.2	-0.5	
27.04.2012 PIĄTEK							
14:30	USA	PKB annualizowany kw/kw (%)	Q1		2.5	3.0	
15:55	USA	Indeks Uni. Michiqan <i>final</i> (pkt)	maj		76.0	75.7	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W środę ostatni pakiet danych z polskiej sfery realnej za marzec - sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia. Nasza prognoza sprzedaży plasuje się w konsensusie na poziomie 10,3% r/r. Pomimo oczekiwanego spowolnienia konsumpcji, sprzedaż jest ciągle wspierana przez jednorazowe efekty płacowe (premie) i efekt Wielkanocy. Jednak zgodnie ze ścieżką kreśloną przez sprzedaż hurtową należy oczekiwać spowolnienia sprzedaży detalicznej już w II kw. W czwartek opublikowane będą Minutes z kwietniowego posiedzenia RPP, które jednak w obliczu ostatnich bardzo zmiennych i determinowanych przez kolejne publikacje danych wypowiedzi członków RPP należy traktować bardziej jako historyczne.

• **Gospodarka globalna.** Z danych globalnych dziś publikacje indeksów PMI dla strefy euro i Niemiec. W ślad za zeszłotygodniowymi odczytami ZEW oraz Ifo można oczekiwać niewielkiego wzrostu indeksów w obu sektorach, choć nawet stabilizacja powinna być odebrana pozytywnie. W dalszej części tygodnia uwaga skupiona na wydarzeniach w USA. W środę FOMC ogłosi swoją decyzję oraz prognozy poszczególnych członków komitetu (zmiany mogą głównie dotyczyć oczekiwanej stopy bezrobocia po pozytywnych niespodziankach już opublikowanymi odczytami). Na konferencji Bernanke prawdopodobnie pozostawi wszelkie opcje otwarte, zaś kluczowe będą kolejne publikacje danych z rynku pracy. W piątek publikacja wstępnego odczytu PKB za I kw. - w ujęciu zannualizowanym oczekiwany jest spadek dynamiki do 2,5% wobec 3,0% w IV kw. 2011r., co przewyższa wcześniejsze szacunki z początku roku głównie przez odbudowę zapasów oraz niższy deficyt handlowy.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Zielińska-Głębocka: Ostatnie dane makro mogą świadczyć o pewnym spowolnieniu gospodarki, choć członkini RPP nie jest przekonana, że jest to spowolnienie wyraźne. Z jednej strony inflacja oraz oczekiwania inflacyjne znajdują się wciąż na wysokim poziomie, z drugiej RPP powinna wziąć pod uwagę także dane ze sfery realnej. Jej stanowisko w sprawie stóp procentowych może wyłonić się dopiero podczas dyskusji na posiedzeniu RPP.

• Chojna-Duch: Pomimo słabych danych o produkcji przemysłowej w marcu wzrost PKB w całym 2012 roku w wysokości około 3,5% jest osiągalny. RPP musi pogodzić konieczność zacieśnienia polityki fiskalnej z zacieśnieniem polityki pieniężnej, ale bez szkodenia wzrostowi PKB. Rada stoi przed problemem, z jednej strony, swojej wiarygodności w obliczu wysokiej inflacji oraz spowolnienia wzrostu gospodarczego, z drugiej strony.

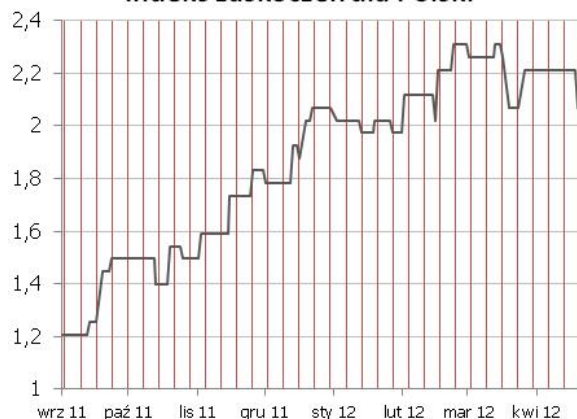
• Inflacja bazowa, po wyłączeniu cen żywności i energii, wyniosła w marcu r/r 2,4% wobec 2,6% w lutym.

• Indeks Ifo, obrazujący nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich, nieoczekiwanie wzrósł w kwietniu 2012 r. do 109,9 pkt ze 109,8 pkt w poprzednim miesiącu (więcej czytaj w sekcji analizy).

Decyzja RPP (9.05.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	70%	GERGB 10Y	1.702	-0.019
stopy bez zmian	30%	USAGB 10Y	1.963	0.005
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.486	0.005
PROGNOZA BRE	stopy bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

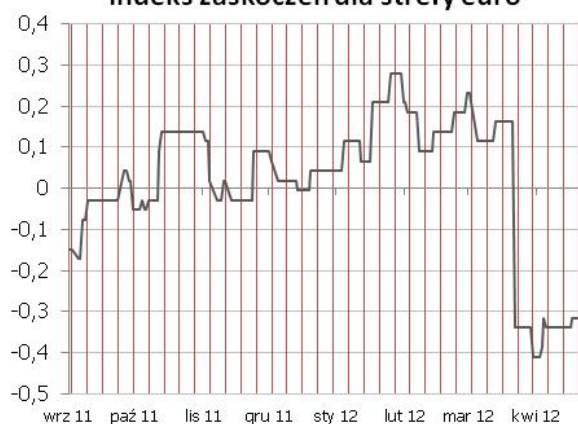
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


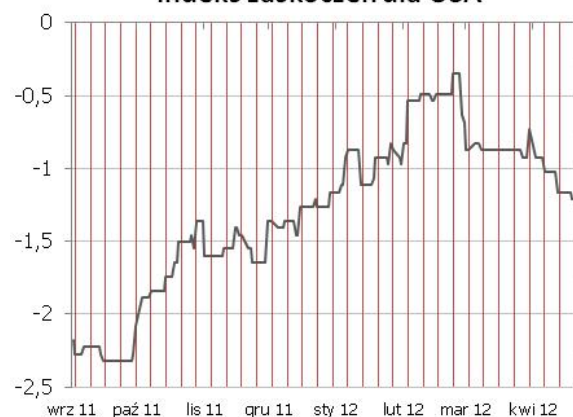
Indeks zaskoczeń dla Polski obniżył się po publikacji danych o produkcji przemysłowej i PPI. W marcu dynamika produkcji przemysłowej spadła z 4,6% (na tym poziomie były też ustalone oczekiwania) do 0,7% r/r. Nie nastąpiła przewidywana przez przeważającą część analityków wiosenna odbudowa produkcji po wyjątkowo słabym lutym, co nie wróży najlepiej kolejnym miesiącom i wskazuje na odwrócenie trendu w przemyśle. W tym tygodniu w środę publikacja sprzedaży detalicznej - nasza prognoza i konsensus są ustawione dość wysoko (10,3%) przede wszystkim ze względu na efekt Wielkanocy.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Indeks zaskoczeń w strefie euro nieznacznie wyżej po publikacji indeksu ZEW, który wbrew oczekiwaniom na spadki nieznacznie wzrósł wskazując de facto na stabilizację oczekiwań i ocen sytuacji bieżącej przez analityków (podobnie zachował się piątkowy odczyt Ifo określający sentyment przedsiębiorców - czytaj w sekcji analizy). Dziś dane o PMI ze strefy euro i Niemiec - oczekiwania wydają się być spójne z danymi z zeszłego tygodnia, zatem przestrzeń do niespodzianek jest ograniczona.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


Indeks zaskoczeń dla USA spadł po raz kolejny po cotygodniowych danych z rynku pracy - liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych wzrosła do 386tys. wobec oczekiwanego spadku z 380tys. do 370tys. Niewielki spadek indeksu odzwierciedla także naszą ocenę, że obserwowane w większości ostatnich danych negatywne niespodzianki są okraszone pozytywnymi dodatkami (dokładną analizę czytaj w Daily z 20.04.2012) i pozytywny trend w aktywności gospodarki USA nie uległ zmianie. W tym tygodniu sporo ważnych danych z USA, jednak odwrócenia trendu na indeksie zaskoczeń spodziewamy się dopiero w maju po nowej rundzie prognostycznej, w której oczekiwania powinny się znormalizować.

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.

Spadek inflacji bazowej w marcu

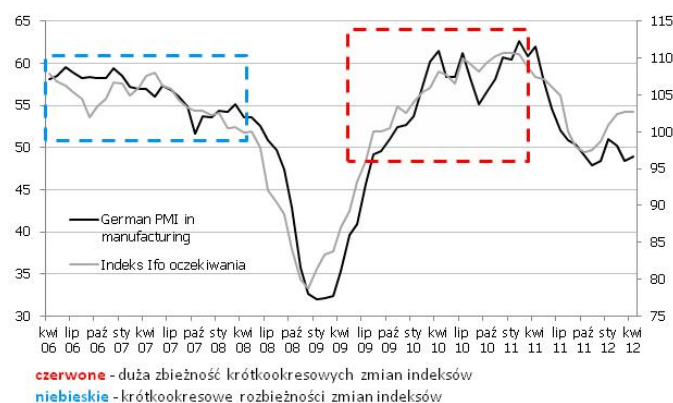
Inflacja bazowa spadła w marcu do 2,4% z 2,6%. Taki sam los podzieliły także pozostałe wskaźniki inflacji bazowej, gdzie spadki rocznej dynamiki znalazły się w przedziale 0,2-0,5% (najwyższe spowolnienie nastąpiło w przypadku wskaźnika po wyłączeniu cen administrowanych, choć należy przyznać, że w poprzednim miesiącu wskaźnik ten brylował w zakresie wzrostów). Spodziewamy się, że połączenie spowolnienia gospodarki z wygaśnięciem efektów szoków kursowych z poprzedniego roku będzie prowadzić do dalszych spadków wskaźników inflacji bazowej, docelowo do poniżej 2% na koniec 2012 roku.

Stabilizacja indeksu Ifo

Indeks Ifo wzrósł w kwietniu nieznacznie o 0,1pkt. do poziomu 109,9pkt. - analogicznie do indeksów ZEW z początku poprzedniego tygodnia. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami indeks określający oczekiwania pozostał na niezmiennym poziomie 102,7 pkt., podczas gdy oceny sytuacji bieżącej nieznacznie się poprawiły - indeks wyniósł 117,5pkt wobec 117,4pkt. w marcu. Krótkookresowe średnie ruchome (3-6 miesięcy) utrzymały zatem trend rosnący.

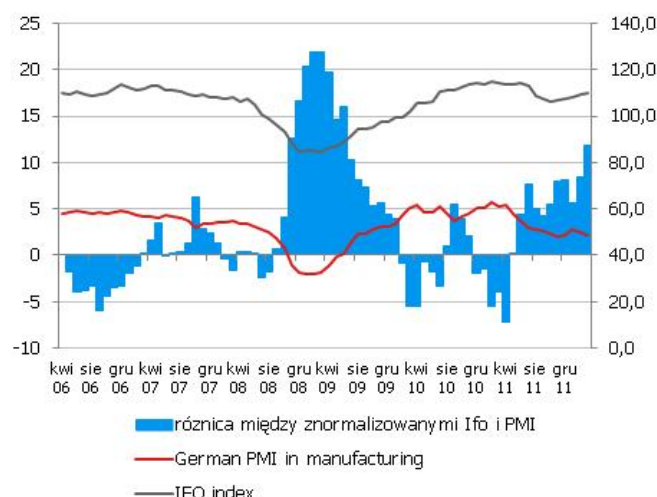
Rozbicie sektorowe wskazuje, że wzrost napędzany był przez przemysł (wzrost oczekiwań i ocen bieżących spowodował wzrost wartości zbilansowanej z 14,0 do 15,4 pkt.) i sprzedaż detaliczną (wzrost oczekiwań przy nieznacznym spadku ocen bieżących spowodował wzrost wartości zbilansowanej z 10,7 do 10,8 pkt.). W sektorze przemysłowym przedsiębiorcy wskazywali na wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych, co może wskazywać na wzrost nowych zamówień. Najsilniejszy spadek zanotowano w budownictwie - indeks obniżył się w tym sektorze o 6pkt. do wartości -3,8pkt. W sektorze usług zbilansowany indeks pozostał na niezmiennym poziomie 22,4pkt. ze względu na równoległy spadek oczekiwań i wzrost ocen sytuacji bieżącej o 2pkt. W przemyśle i usługach ankietowani wskazywali na planowany wzrost zatrudnienia, jednak w skali mniejszej niż poprzednio.

Indeks Ifo określający oczekiwania jest silnie skorelowany z publikowanym dziś indeksem PMI z sektora przemysłowego - patrz wykres.



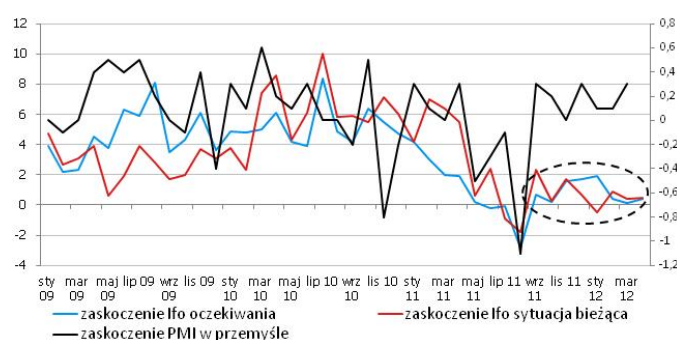
Analiza historyczna wskazuje, że od 2009r. indeksy wykazywały dużą zbieżność także krótkookresowych trendów (77% miesięcznych zmian było w jednakowych kierunkach), która obecnie jest zachwiana, zaś dywergencja między znormali-

zowanymi wartościami indeksów rekordowo wysoka (11,9pkt. wobec średniej historycznej na poziomie 3pkt.) i rośnie. Nałożenie na tę różnicę ścieżek PMI i Ifo wskazuje, że zmiana trendu (a zatem dzisiejszy odczyt PMI na poziomie ok.49pkt.) będzie jasnym indykatorem powrotu gospodarki niemieckiej na ścieżkę wzrostu.



W analizie odczytu trzeba zwrócić uwagę na zbieżność z wcześniejszymi wnioskami z publikacji indeksu ZEW (zatem analitycy finansowi oceniają sektor przemysłowy podobnie jak sami przedsiębiorcy, co wskazuje na stabilizację nastrojów także na rynku finansowym), skalę zaskoczeń publikacjami Ifo i PMI (wskazującą na zdecydowanie zaniżone prognozy indeksu PMI wobec już stosunkowo niskich odczytów oraz ustabilizowane na niskim poziomie pozytywne zaskoczenia odczytami Ifo od połowy 2011r. - patrz wykres) oraz podobne oceny sytuacji bieżącej sektora przemysłowego i usług, które wskazują, że możemy dziś oczekiwać lepszych danych o PMI w obu sektorach.

Zegar koniunktury publikowany przez Ifo Institute wskazuje na kolejny miesiąc ożywienia, choć punkt na wykresie rozrzutu oddala się od granicy ze spowolnieniem bardzo powoli. Indeksy koniunktury ZEW i Ifo przepowiadają odbicie realnych danych z niemieckiego sektora przemysłowego, co powinny potwierdzić także dzisiejsze odczyty PMI.





EURUSD fundamentalnie

EUR słabsze wobec piątkowego zamknięcia. W piątek wspólna waluta stopniowo umacniała się po odczycie indeksu Ifo z Niemiec, który okazał się lepszy od oczekiwań rynkowych. Pozytywny wpływ miały też napływające informacje odnośnie funduszy ratunkowych MFW. Ostatecznie MFW poinformował wieczorem, że zebrał od państw G20 430 mld USD. Dzisiejszy lepszy odczyt chińskiego PMI jak na razie bez wpływu na kurs EUR. Wyniki I tury wyborów prezydenckich we Francji raczej zostaną bez istotnego wpływu na kurs. Wygraną Hollande'a pokazywały wcześniejsze sondaże przed wyborcze. Za 2 tygodnie będzie kolejna tura wyborów. W tym tygodniu z najważniejszych wydarzeń z USA będzie posiedzenie FOMC, a po niej konferencja Bernanke (środa). Jednocześnie zostaną opublikowane projekcje oczekiwanych stóp procentowych przez poszczególnych członków Fed oraz projekcje danych makroekonomicznych. Po ostatniej publikacji słabszych danych nastąpił wzrost oczekiwań na kolejną rundę luzowania monetarnego. Rozczarowanie inwestorów przeniesie osłabienie kursu EUR. Ponadto z danych makroekonomicznych o potencjalnym wpływie na kurs zostaną opublikowane indeksy PMI ze strefy euro, a z USA dane o zaufaniu konsumentów oraz z rynku nieruchomości.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

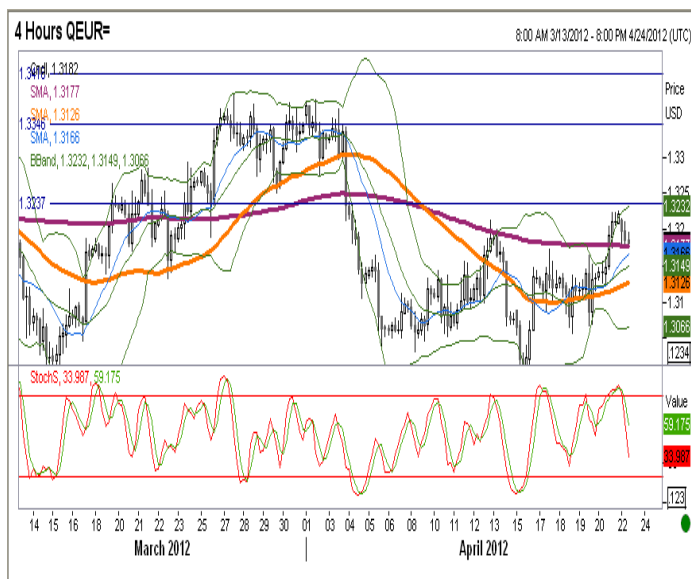
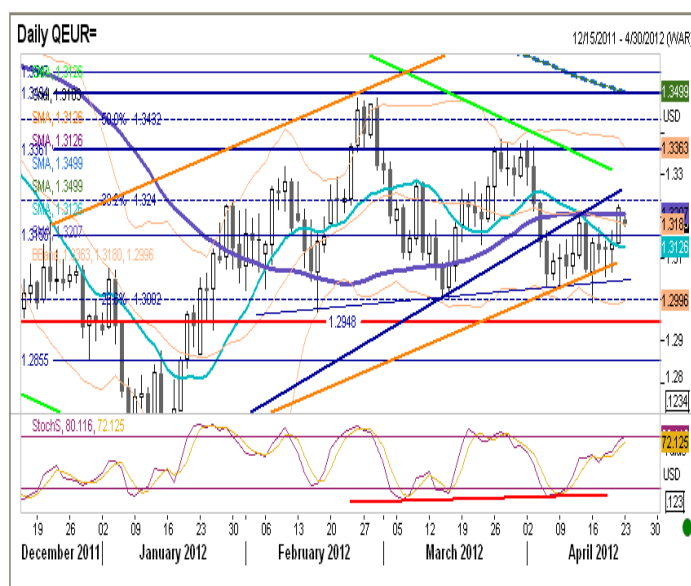


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Piątkowe odbicie kursu spowodowało notowania znów b. blisko góry średnioterminowego kanału deprecyjnego. Z racji tego, że poziom 61,8% Fibo jest mocno ostawiony, formuje nam się klin, a więc w najbliższym czasie dojdzie do rozstrzygnięcia. Na dziennym kurs zawrócił tuż pod 38,2% Fibo. Wydaje nam się, że w dalszym ciągu bezpiecznie jest zakładać, że EURUSD znajduje się tylko i wyłącznie w range wyznaczonym przez 1,2950-1,3380 (3200 było zbyt optymistycznym założeniem), lecz dzienna zmienność pozostaje spora, wliczając w to częste „zwroty akcji”. Jesteśmy neutralni.

Wsparcie	Opór
1,3155	1,3275
1,3100	1,3231/40
1,3000	1,3161/78





EURPLN fundamentalnie

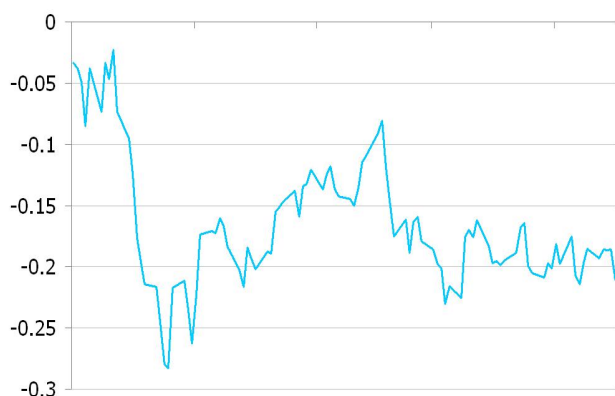
Złoty w zasadzie bez zmian. Nieznaczne umocnienie krajowej waluty nastąpiło w reakcji na piątkową publikację inflacji bazowej (2,4%). Kurs na specjalnie nie reaguje na kolejne wypowiedzi członków RPP. Chojna-Duch powiedziała, że RPP musi pogodzić konieczność zacieśnienia polityki fiskalnej z zacieśnieniem polityki pieniężnej, ale bez szkodenia wzrostowi PKB. Z kolei Zielińska-Głębocka oznajmiła, że inflacja i jej oczekiwania utrzymują się na wysokim poziomie, z drugiej strony należy brać pod uwagę dane ze sfery realnej i w związku z tym RPP musi zrobić bilans ryzyk. W tym tygodniu z danych krajowych o potencjalnym wpływie na kurs zostaną opublikowane sprzedaż detaliczna (środa) oraz „Minutes RPP” z ostatniego posiedzenia. Jeśli dane o sprzedaży detalicznej okażą się sporo poniżej 10% r/r potwierdzając wnioski o spowolnieniu (wynikające z ostatnich danych o produkcji przemysłowej), to może przechylić szalę w kierunku pozostawienia stóp przez RPP na niezmiennym poziomie. Do tego czasu złoty pozostanie pod wpływem wydarzeń i danych globalnych.

EURPLN technicznie

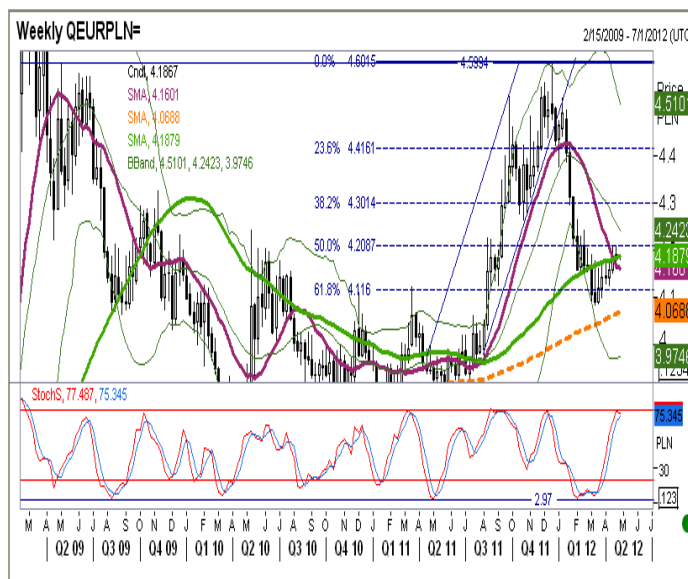
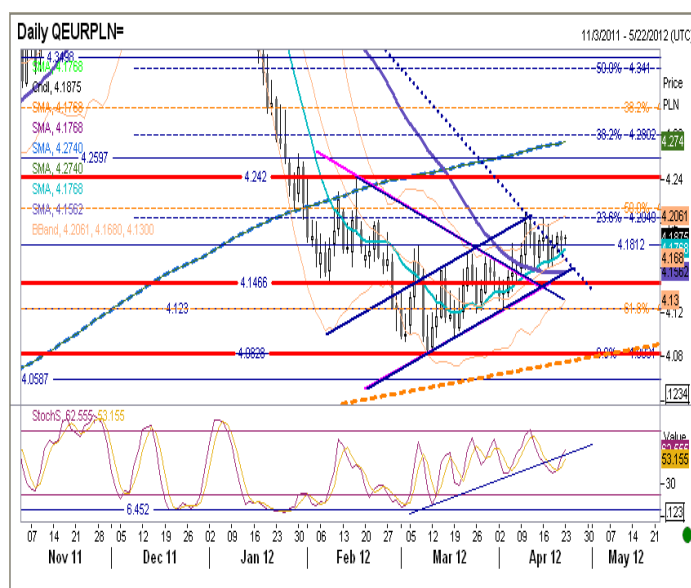
Na wykresie tygodniowym notowania zawróciły pod 50% Fibo, MA14 przebiła MA55 (sygnał na aprecjację PLN), Stochastic powoli próbuje się odwracać (bez dywergencji). Na dziennym, po nieudanej próbie pokonania MA14 kurs zawrócił i ponownie podszedł po linię trendu aprecjacyjnego (przerywana) i przebił ją niejako bokiem...nie jest to najbardziej wiarygodny z sygnałów. Na kursie wygasła zmienność, range 4,1800-4,2100 wydaje się obecnie najbardziej prawdopodobny.

Wsparcie	Opór
4,1812	4,2140
4,1660	4,2100
4,1560	4,2034

Czynnik krajowy* w EURPLN



12/05/11 01/05/12 02/05/12 03/05/12 04/05/12
 * 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	5.06	5.11
2Y	4.93	4.98
3Y	4.91	4.96
4Y	4.915	4.97
5Y	4.93	4.98
6Y	4.945	5.00
7Y	4.96	5.01
8Y	4.97	5.02
9Y	4.975	5.03
10Y	4.975	5.03

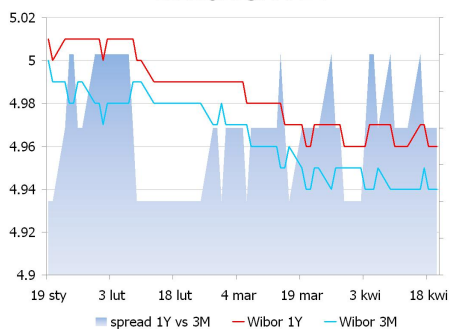
depo	BID	ASK
ON	4.2	4.7
1M	4.6	5.1
3M	4.5	4.9

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1885
USD/PLN	3.1828
CHF/PLN	3.4853

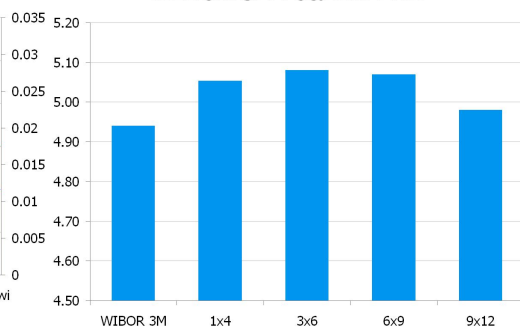
FRA	BID	ASK
1x2	4.80	4.84
1x4	4.99	5.05
3x6	5.05	5.08
6x9	5.04	5.07
9x12	4.95	4.98

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3191
EUR/JPY	107.61
EUR/PLN	4.1868
USD/PLN	3.1726
CHF/PLN	3.4855

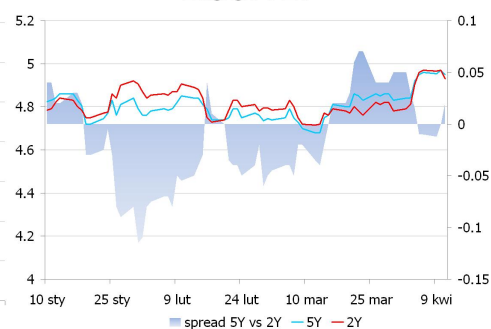
WIBOR 3M i 1Y



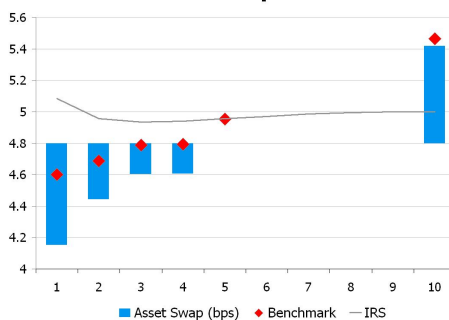
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



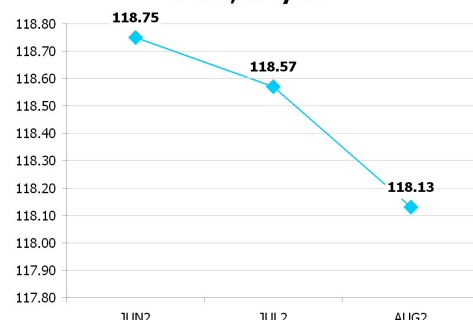
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANKOWEGO 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.