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

Artur Płuska
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 *flash* (pkt)	kwi			48.3	49.1
9:28	GER	PMI w przemyśle *flash* (pkt)	kwi		49.0	48.4	46.3
9:28	GER	PMI w usługach *flash* (pkt)	kwi		52.3	52.1	52.6
9:58	EUR	PMI w przemyśle *flash* (pkt)	kwi		48.1	47.7	46.0
9:58	EUR	PMI w usługach *flash* (pkt)	kwi		49.3	49.2	47.9
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. Michigan *final* (pkt)	maj		76.0	75.7	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dane globalne dziś tylko zza oceanu - oczekiwania ustawione są raczej niewysoko. Rynki pozostają w oczekiwaniu na jutrzejszą decyzję FOMC i konferencję Bernanki.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Bratkowski: Nic nie wskazuje na to, aby tempo polskiej gospodarki miało gwałtownie przyspieszyć, a ostatnie dane zwiększają szanse na powrót inflacji do celu. Obecnie nie ma powodów, aby podwyższać stopy procentowe i trzeba poczekać jeszcze, by lepiej ocenić sytuację.
• Rzońca: Poziom stóp procentowych jest niski nawet jeśli uwzględni się spadek tempa wzrostu potencjalnego PKB i zwiększenia tarć finansowych za sprawą kryzysu finansowego. W mojej ocenie bieżący poziom stóp nie jest tym, który dawałby duże szanse na ustabilizowanie inflacji na poziomie celu inflacyjnego. Bieżące dane, jak marcowa produkcja przemysłowa, mają dla mnie drugorzędne znaczenie. Przy braku zmian w polityce pieniężnej ryzyko, że inflacja będzie pozostawać ponad celem inflacyjnym banku centralnego w średnim okresie jest wyraźnie wyższe niż szanse na jej spadek poniżej celu. Wiele osób zdaje się zapominać o ostatnim spowolnieniu gospodarczym, w wyniku którego zdolność adaptacji do zmiany warunków ekonomicznych wśród przedsiębiorców powinna wzrosnąć. Zagrożeniem dla tej zdolności jest uporczywie wysoka inflacja, ponieważ gdy przedsiębiorstwa zaczną uwzględniać ją w swoich umowach, to koszt w postaci spowolnienia dynamiki PKB doprowadzenia inflacji do celu będzie znacznie wyższy niż obecnie.
• Deficyt sektora general government w 2011r. wyniósł 78 mld zł, co stanowiło 5,1% PKB. W Programie Konwergencji, Aktualizacji 2011 rząd zakładał deficyt w wysokości 85,5 mld zł, czyli 5,6% PKB. Dług sektora general government wyniósł 858,9 mld zł, tj. 56,3% PKB (więcej czytaj w sekcji analizy).
• Indeks PMI obrazujący aktywność przemysłu w Niemczech spadł w kwietniu do 46,3 punktu z 48,4 punktu w marcu (więcej czytaj w sekcji analizy).

Decyzja RPP (9.05.2012)	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone wg krzywej OIS)
podwyżka 25 bps	70%
stopy bez zmian	30%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	**stopy bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.702	0.016
USAGB 10Y	1.937	-0.016
POLGB 10Y	5.466	0.011

Dotyczy benchmarków Reuters

Rewelacyjne wykonanie deficytu general government w 2011r. Optymistyczne prognozy Programu Konwergencji, Aktualizacja 2012.

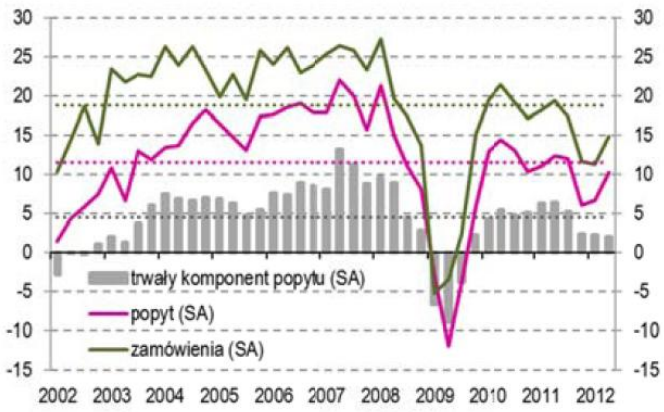
Deficyt sektora general government w 2011r. wyniósł 78 mld zł, co stanowiło 5,1% PKB. W Programie Konwergencji, Aktualizacji 2011 rząd zakładał deficyt w wysokości 85,5 mld zł, czyli 5,6% PKB. Nasze wstępne szacunki (marzec) wskazywały na poziom 5,2% PKB. Z kolei dług sektora general government wyniósł 858,9 mld zł, tj. 56,3% PKB. Dług nominalnie mimo niższego deficytu okazał się nieco wyższy niż jego prognoza w Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2012-2015 z uwagi na negatywny wpływ różnic kursowych, które wyniosły aż 28,6 mld zł. W relacji do PKB dług okazał się niższy, co można zawdzięczać tylko wyższemu wzrostowi gospodarczemu.

Na deficyt sektora general government złożyły się deficyty sektora centralnego, samorządowego oraz ubezpieczeń społecznych w wysokości odpowiednio 65,2 mld zł, 11,2 mld zł oraz 1,5 mld zł. Na niższy deficyt sektora miały przede wszystkim wpływ znacznie niższe wykonanie deficytu budżetu państwa, niższe wydatki Krajowego Funduszu Drogowego (im plus 6,4 mld zł) oraz niższy deficyt jednostek samorządu terytorialnego. Na sam deficyt sektora centralnego złożyły się przede wszystkim deficyt skarbu państwa obejmujący saldo przepływów środków europejskich (37,3 mld zł), transfery do Funduszu Ubezpieczeń społecznych (15,4 mld zł), zobowiązania związane z budową autostrad w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego (2,9 mld zł), salda przychodów i wydatków pozostałych jednostek sektora centralnego (7,8 mld zł), w tym Krajowego Funduszu Drogowego.

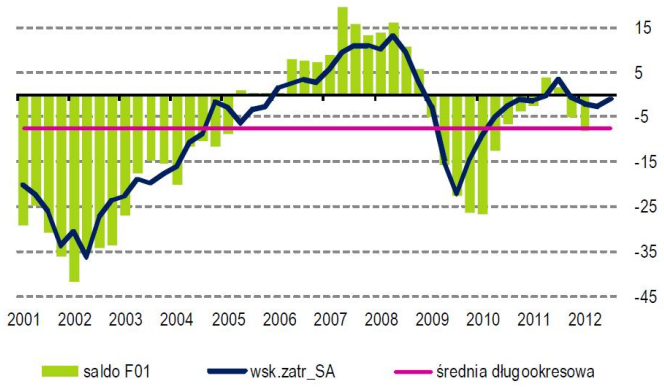
W kolejnych latach zgodnie z Programem Konwergencji, Aktualizacją 2012 deficyt sektora w 2012r. ma wynieść 2,9% PKB, a do roku 2015r. ma zostać obniżony poniżej poziomu 1% PKB. Od 2016r. możliwe jest osiągniecie nadwyżki. Poprzez obniżkę deficytu dług sektora ma obniżyć się w 2012r. do 53,7% PKB, a do roku 2015 dług ma zejść do poziomu 49,7% PKB. Powyższe prognozy zostały przygotowane przy założeniu wzrostu gospodarczego na poziomie 2,5% w 2012r., a w kolejnych latach od 2,9% do 3,8%. Zacieśnienie fiskalne ma zostać osiągnięte głównie dzięki implementacji działaniom zapowiedzianym w expose Premiera Tuska, zastosowaniu reguł fiskalnych (stabilizującej reguły wydatkowej oraz reguły wydatkowej podsektora samorządowego) oraz dodatkowych dyskrecjonalnych decyzji obniżających wydatki jednostek sektora. Prognozy deficytu oraz zadłużenia od 2013r. są obarczone znacznym ryzykiem, które wynika przede wszystkim z braku pełniejszych informacji co do kształtu kolejnej perspektywy budżetu Unii Europejskiej, a zatem założenia w zakresie przypływów mają jak na razie bardziej charakter techniczny. Niewiadomo do końca również jak po 2013r. będzie wyglądał budżet i zaplanowane w nim wydatki Krajowego Funduszu Drogowego na kontynuację budowy infrastruktury drogowej. Spoglądając na bieżące postępy budowy dróg to ich realizacja na pewno rozciągnie się poza 2013r., a być może nawet też 2015r., co pociągnie za sobą wyższe wydatki niż były planowane.

Badania koniunktury NBP: koniunktura lepsze niż w poprzednich kwartale

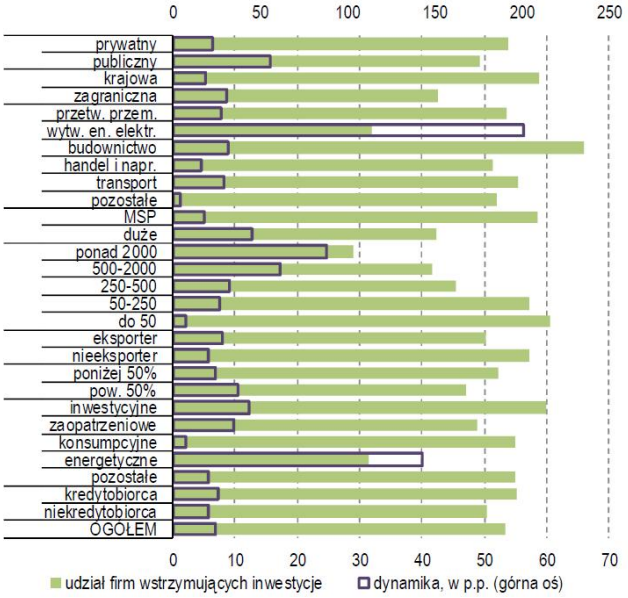
Badania koniunktury NBP (diagnoza na I kwartał oraz prognoza na II kwartał) wskazują, że o ile bieżąca sytuacja nie różni się znacząco od poprzedniego kwartału, oczekiwania przedsiębiorstw są bardziej optymistyczne. W szczególności widoczna jest kontynuacja poprawy w zakresie nowych zamówień oraz popytu (jak widać na wykresie ostatnie wzrosty wyglądają coraz bardziej jak punkt zwrotny w trendzie, a nie jak zaburzenie, widoczne choćby poprzednio).



Idzie ona w parze z poprawą ocen przyszłego zatrudnienia (coś podobnego widzimy przynajmniej w niektórych sekcjach odpowiednich statystyk GUS). W zakresie zatrudnienia istotny wydaje nam się jednak fakt, który powtarzamy do znudzenia - w zakresie skali (a także monotoniczności) dotychczasowe spowolnienie na rynku pracy nie ma nic wspólnego z tym, które wydarzyło się na przełomie 2008 i 2009 roku. Co więcej, dominującą siłą napędową zatrudnienia jest sektor prywatny.



Odnośnie inwestycji, obserwowany jest nadal wzrost, jednak pozostaje on stosunkowo nieśmiały i bardzo dużo firm wstrzymuje aktywność inwestycyjną. W mocy pozostaje lansowany przez nas pogląd o bardzo dużych potrzebach inwestycyjnych (wspomagany dodatkowo przez rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych). Niemniej bardzo dużo firm celowo wstrzymuje aktywność inwestycyjną, a w ostatnim kwartale ostrożność się zwiększyła - prym wiedzie tu (przede wszystkim w kontekście „przyspieszenia" wstrzymywania).



Podsumowując sferę realną warto jednak zwrócić uwagę na rosnące problemy firm z płynnością, a także rosnące problemy z regulowaniem zadłużenia bankowego. Jest to bardzo istotny czynnik ryzyka, który może ograniczać przekształcenie się optymistycznych prognoz w kontynuację relatywnie szybkiego ożywienia.

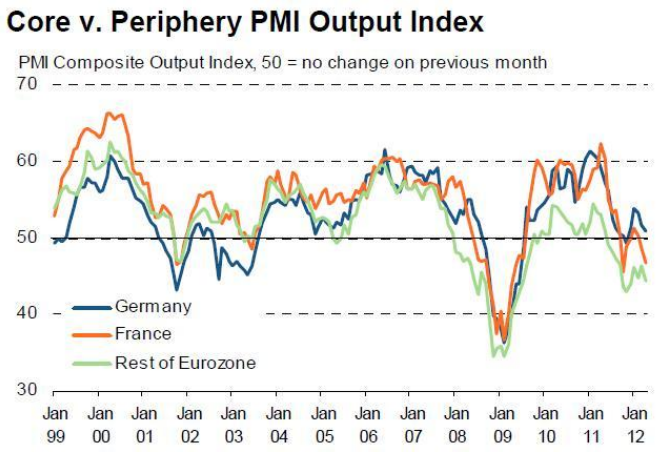
Przechodząc do procesów nominalnych, coraz mniejsza liczba przedsiębiorstw planuje podwyżki wynagrodzeń (ich skala również jest mniejsza). Spada także presja płacowa (ponad 90% przedsiębiorstw nie rejestruje wzrostu nacisków płacowych ze strony pracowników). Przedsiębiorstwa oczekują coraz niższego tempa wzrostu zarówno komponentów, jak i wyrobów gotowych. Spadają także marże, co sugeruje, że przedsiębiorstwa mają coraz większe problemy z przerzucaniem cen na konsumentów.

Czytając badania koniunktury bez znajomości fazy cyklu koniunkturalnego polskiej gospodarki można pozostać nieco skonfundowanym. Z opisu sfery realnej wynika raczej, że gospodarka podnosi się po niewielkim obniżeniu aktywności gospodarczej; nie do końca pasuje do tego obraz procesów nominalnych, jednak przynajmniej w przypadku samych cen można posiłkować się przypuszczeniem, że przyczyną jest normalizacja po odczuwanych wcześniej zaburzeniach kursowych i surowcowych.

Lektura badań koniunktury mogłaby pomóc RPP w stwierdzeniu, że ostatnie "dziwneźachowanie produkcji przemysłowej, to tylko chwilowa anomalia. W normalnych warunkach gasnąca presja cenowa i płacowa powinna jednak zniechęcać RPP od jakichkolwiek ruchów na stopach. Nie to jednak, lecz sam poziom inflacji jest obecnie problemem dla RPP. Stąd też - i po faktycznym zapowiedzeniu podwyżki przez prezesa - najbardziej wiarygodnym sposobem rozwiązania sytuacji byłaby podwyżka w maju, ale nie jej odkładanie, gdyż w kolejnych 2-3 miesiącach RPP będzie miała taki sam problem decyzyjny jak w kwietniu, kiedy zdecydowała się podwyżkę zapowiedzieć.

Negatywny sygnał wysłany przez indeksy PMI

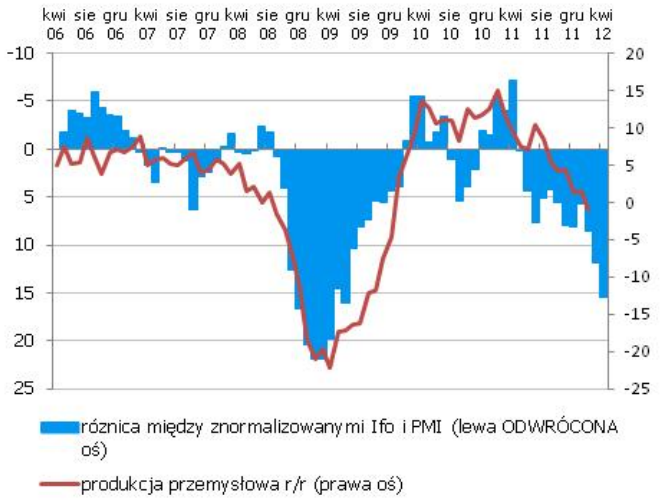
Wstępne publikacje indeksów PMI w strefie euro i Niemczech kreślą negatywny obraz, tym bardziej że obecne spadki indeksów napędzane są w dużej mierze także przez niższe odczyty z Niemiec i Francji. Indeks produkcji („composite output" - pierwotny indeks PMI) w krajach peryferyjnych znajduje się na poziomie ok. 45 pkt. wskazując na stosunkowo silne spadki z miesiąca na miesiąc już od około roku - zatem dalsze spadki poniżej 40 pkt. oznaczałyby powrót silnej recesji. Francja i Niemcy uważane były za siły napędowe, które podwyższały znacząco indeks dla strefy euro (i analogicznie wykazywały pozytywną/najmniej negatywną kontrybucję do danych realnych). Obecnie zaś indeks produkcji we Francji dąży do poziomu krajów peryferyjnych, zaś w Niemczech zbliża się ponownie do granicy 50 pkt. Silna korelacja trendów PMI dla poszczególnych krajów strefy euro implikuje, że nie należy się spodziewać silnego odbicia w PMI niemieckim w oderwaniu od reszty strefy euro.



W strefie euro spadki zostały odnotowane w sektorze przemysłowym i usług (odpowiednio do poziomu 46,0 i 46,4 pkt.). Przy czym we Francji polepszyła się sytuacja w przemyśle (mniejsza skala spowolnienia) i zdecydowanie pogorszyła w usługach (spadek o 3,7pkt. do poziomu 46,4pkt.), zaś w Niemczech w usługach utrzymany został stosunkowo wysoki poziom 52,6pkt. (wzrost o 0,5pkt. w stosunku do marca), a w przemyśle istotny spadek o 2,1pkt. do poziomu 46,3pkt. We wszystkich krajach w obu sektorach odnotowany został spadek nowych zamówień (sub-indeksy znajdują się w okolicy 45pkt.) oraz zatrudnienia (w Niemczech po raz pierwszy, zaś w całej strefie euro najszybciej od lutego 2010r.). We Francji zwracano uwagę na niepew-

ność związaną z wyborami prezydenckimi, zaś w Niemczech kluczowe były spadki nowych zamówień eksportowych (najsilniejsze od pół roku) związane z niższym popytem w Europie (szczególnie południowej). Po stronie inflacyjnej złagodniała presja cenowa ze strony czynników produkcji (z wyjątkiem Francji), podobnie niski popyt i silna konkurencja powodują ciągle nieprzerzucanie tych wzrostów na klientów (sub-indeksy w okolicach 50pkt). Uważane za wskaźniki wyprzedzające oczekiwania na kolejny rok przedsiębiorców z sektora usług oraz stosunek nowych zamówień do zapasów w przemyśle spadły odpowiednio do 3 i 5-miesięcznego minimum.

Odczyty PMI ze strefy euro kolejny miesiąc z rzędu zaskoczyły silnie negatywnie wskazując na kontynuację recesji w pierwszej połowie 2012r. Perspektywy na kolejne miesiące także nie wyglądają dobrze - wskazują na to wyprzedzające komponenty indeksów PMI, ale także kwietniowe odczyty indeksów koniunktury (indeks komisji europejskiej czy Sentix). W komentarzu do danych zwrócono też uwagę, że spadek presji cenowej będzie powodował zwrócenie przez EBC większej uwagi na perspektywy wzrostu gospodarczego. W kontekście polskich danych istotna jest sytuacja naszego zachodniego sąsiada. Po zeszłotygodniowych lepszych do oczekiwań i wskazujących na stabilizację sentymentu odczytach ZEW i Ifo oraz w kontekście silnego spadku w marcu oczekiwano korekty na indeksach PMI. Indeks z sektora usług wpisał się w ten trend, jednak sektor przemysłowy zaskoczył negatywnie - indeks drugi miesiąc z rzędu obniżył się o prawie 3pkt. Nasza analiza wskazuje z jednej strony, że indeks PMI w przemyśle wykazuje silną korelację z indeksem Ifo określającym oczekiwania, jednak z drugiej analiza skali dywergencji między znormaizowanymi PMI i Ifo business climate (patrz wykres, korelacja na poziomie -82%) wskazuje, że odwrócenie trendu na produkcji przemysłowej powinno pojawić się w ślad za ponowną konwergencją indeksów koniunktury. Uważamy, że dane są negatywne z punktu widzenia polskiego indeksu PMI szczególnie po tak słabym odczycie produkcji przemysłowej (+0,7% r/r w marcu).



EURUSD fundamentalnie

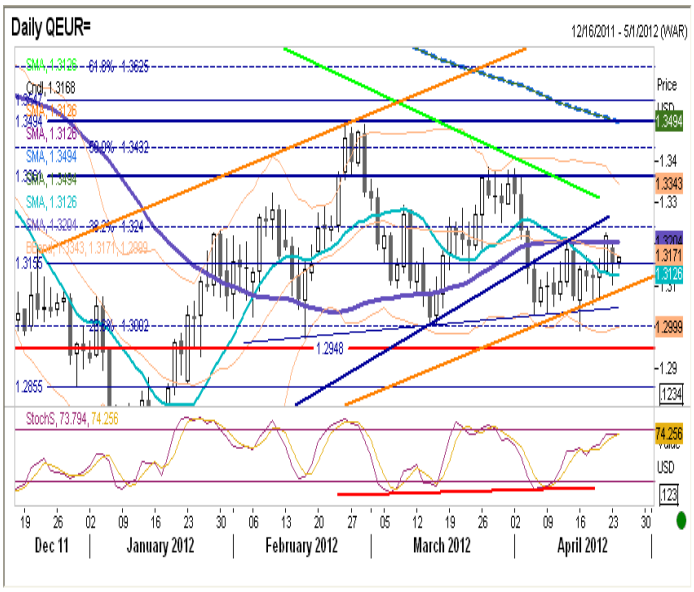
EUR słabsze. Wspólna waluta zaczęła się stopniowo osłabiać po informacjach o wstępnych wynikach I tury wyborów parlamentarnych we Francji, którą wygrał Hollande. Oliwy do ognia dolała publikacja europejskich wskaźników PMI, które okazały się dużo słabsze od oczekiwań (przede wszystkim wskaźniki dla sektora przemysłu, patrz sekcja analizy). Gdy do gry przystąpili amerykańscy inwestorzy EUR zaczęło stopniowo odrabiać straty. Dziś publikacja głównie danych z amerykańskiej gospodarki - rynek nieruchomości oraz wskaźnik zaufania C. Board. Słabsze lub w konsensusie rynkowym dane, która rozpalą jeszcze dalej oczekiwania odnośnie dalszego luzowania monetarnego przez Fed mogą okazać się zbawienne dla EUR dając nieco przestrzeni dla odrobienia strat.

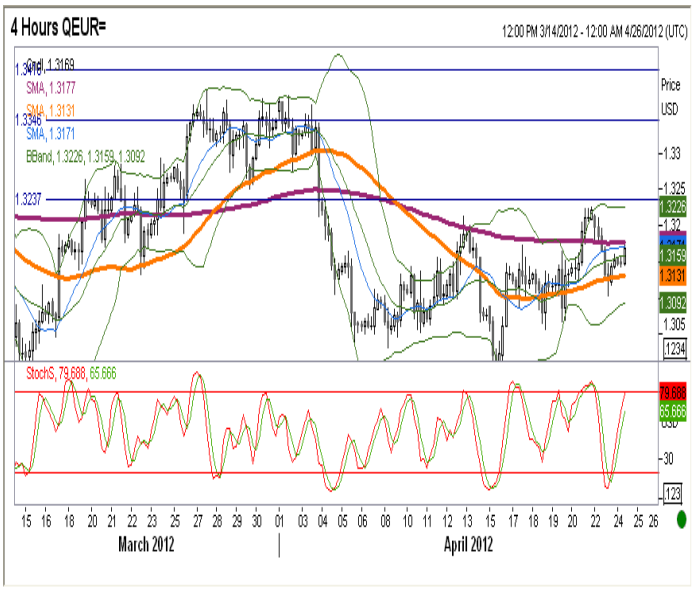
EURUSD technicznie

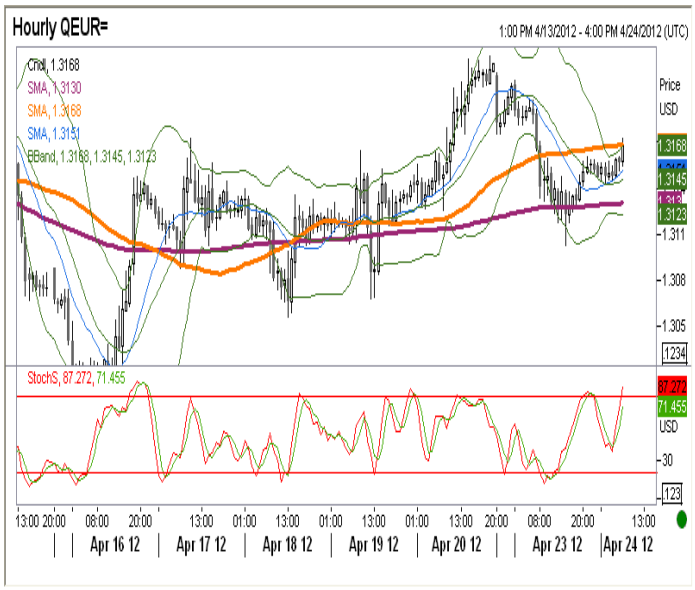
Sytuacja się powtarza jak w kaleidoskopie. Silny wzrost kursu w piątek, silny spadek w poniedziałke...Wydaje nam się, że w dalszym ciągu bezpiecznie jest zakładać, że EURUSD znajduje się tylko i wyłącznie w range wyznaczonym przez 1,2950-1,3380 (3200 było zbyt optymistycznym założeniem), lecz dzienna zmienność pozostaje spora, wliczając w to częste „zwroty akcji". Jesteśmy neutralni, rynek jest mocno niepzewidywalny i porusza się skokowo.

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

* 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.







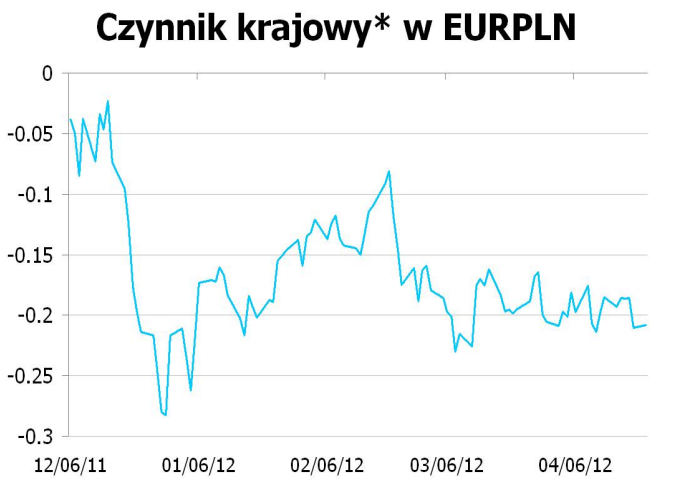
EURPLN fundamentalnie

Złoty na otwarciu nieco silniejszy. Wczoraj krajowa waluta stopniowo osłabiała się w reakcji na publikację danych wskaźników PMI ze strefy euro. Wyniki raportu badania koniunktury NBP okazały się nieco lepsze niż oczekiwano, ale raczej nie stanowią istotnego argumentu dla RPP za podwyżką stóp procentowych. Ponadto poznaliśmy ostateczny wynik deficytu i długu sektora general government oraz ich projekcje na kolejne lata, ale nie miały one też znaczącego wpływu na kurs, gdyż w zasadzie dużo wcześniej zostały one zdyskontowane. Dziś złoty pozostanie głównie pod wpływem wydarzeń i danych globalnych.

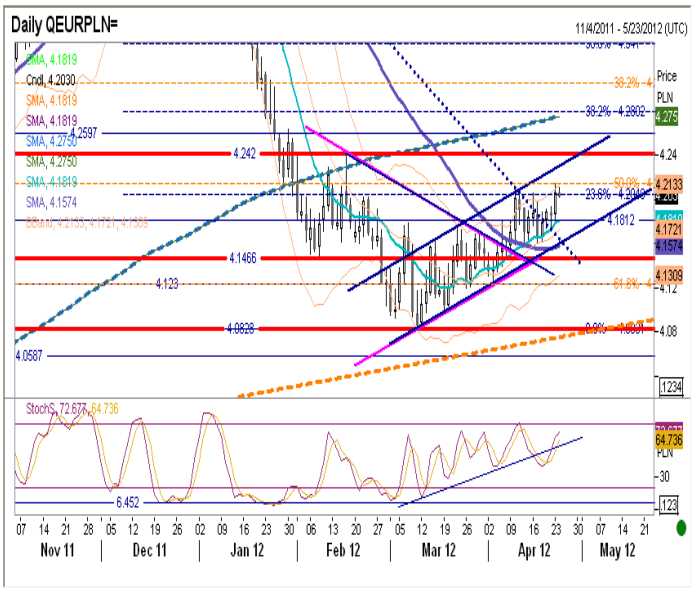
EURPLN technicznie

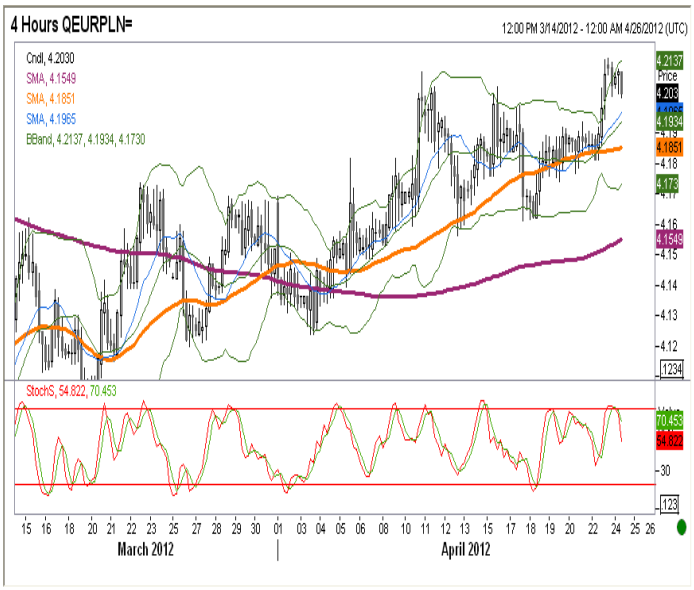
Na dziennym notowania zamknęły się powyżej 23,6% Fibo, tak więc przy odrobinie paniki rynkowej range został poszerzony. Wydaje się, w końcu pojawiła się szansa na pokonanie poziomów oporu tylko w ujęciu horyzontalnym i dokonanie ruchu w kierunku górnej granicy kanału deprecjacyjnego (a więc w okolice 4,23). O ile układ świec na dziennym sprzyja atakowi na ww. poziomy, na wykresie godzinowym i 4-ro godzinowym nie możemy wykluczyć korekty do 4,1942 lub 4,1851.

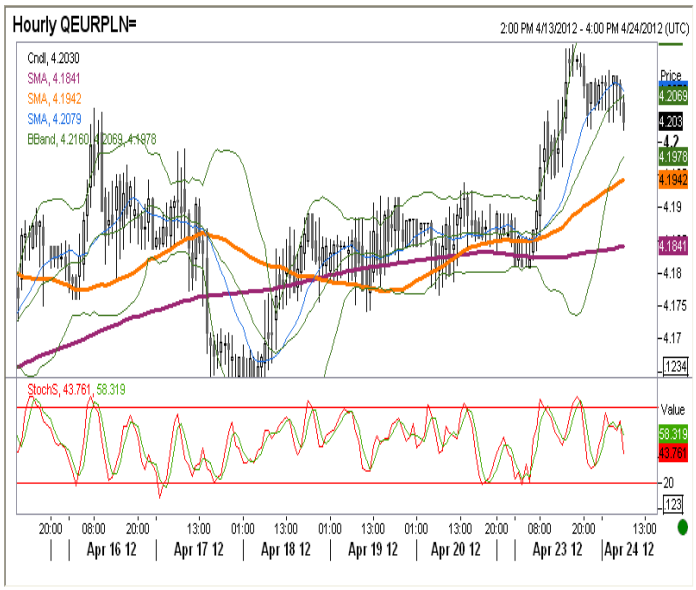
Wsparcie	Opór
4,1942	4,2420
4,1851	4,2355
4,1812	4,2147



* 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.







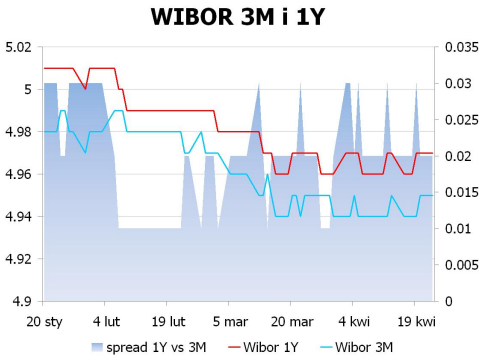
IRS	BID	ASK
1Y	5.0677	5.11
2Y	4.935	4.97
3Y	4.91	4.97
4Y	4.92	4.98
5Y	4.93	5.00
6Y	4.96	5.01
7Y	4.97	5.03
8Y	4.98	5.04
9Y	4.99	5.05
10Y	4.99	5.05

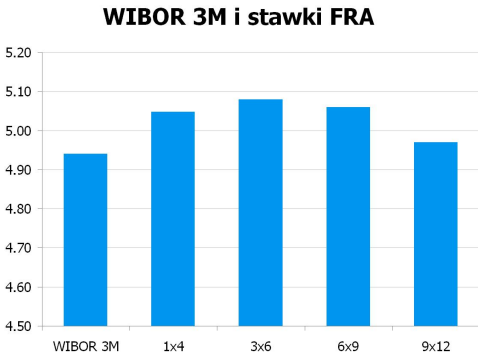
depo	BID	ASK
ON	4.0	4.2
1M	4.5	4.6
3M	4.6	4.9

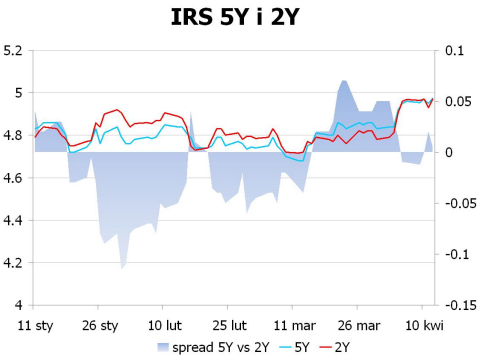
FRA	BID	ASK
1x2	4.78	4.82
1x4	4.99	5.05
3x6	5.02	5.08
6x9	5.03	5.06
9x12	4.94	4.97

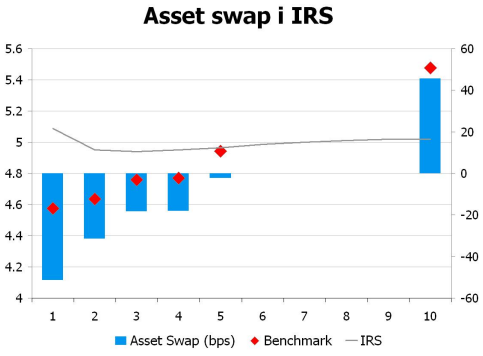
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2033
USD/PLN	3.1972
CHF/PLN	3.4991

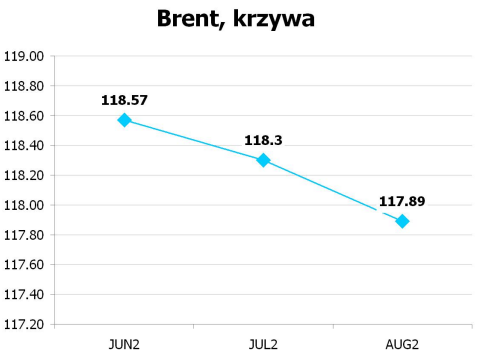
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3156
EUR/JPY	106.76
EUR/PLN	4.2068
USD/PLN	3.1970
CHF/PLN	3.5000











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 MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INTRUMENTÓW 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.