



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

Andrzej Torój
analityk
tel. +48 22 526 70 34
andrzej.torój@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		
18.06.2012 PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Indeks NAHB	cze		28	28 (r)	29
19.06.2012 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	cze		2.3	10.8	-16.9
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	maj	0.2	0.3	0.3	0.3
14:00	POL	Średnia płaca brutto r/r (%)	maj	4.2	3.9	3.4	3.8
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (K)	maj		730	723	780
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (K)	maj		723	717	708
20.06.2012 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	maj	-0.2	2.7	2.9	
14:00	POL	PPI r/r (%)	maj	4.9	5.0	4.3	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	maj	2.3	2.7	2.7	
18:30	USA	Decyzja FOMC ws. stóp (%)	cze		0.25	0.25	
21.06.2012 CZWARTEK							
	EUR	Spotkanie EcoFin					
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	cze		45.4	45.2	
9:30	GER	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	cze		51.8	51.8	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>flash</i> (pkt)	cze		45.0	45.1	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>flash</i> (pkt)	cze		46.5	46.7	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (K)	16.06.		385	386	
16:00	USA	Indeks Philadelphia Fed (pkt)	cze		0.0	-5.8	
22.06.2012 PIĄTEK							
10:00	GER	Ifo Business Climate (pkt)	cze		105.6	106.9	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś zostaną opublikowane dane z sektora przemysłowego. W ślad za spadającym indeksem PMI i innymi wskaźnikami koniunktury spodziewamy się ujemnego rocznego wzrostu wartości produkcji przemysłowej (wzmocnionego przez wyższą bazę z 2011). Wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu utrzymuje poziom 4-5% - osłabienie złotego praktycznie niweluje spadki cen surowców, występuje silna zależność pomiędzy okresami osłabienia złotego a wzrostami cen producentów (nawet w okresach spowolnienia i przy spadających ocenach oczekiwanych cen - czyli nawet teraz). Możliwa jest także rewizja w górę o 0,1pp. O 14 NBP poda także wskaźnik inflacji bazowej za maj - nasze kalkulacje wskazują na istotne obniżenie się o 0,4pp. do 2,3%.

• **Gospodarka globalna.** Dziś posiedzenie FOMC, na którym przedstawione zostaną nowe prognozy, oraz po którym Bernanke przedstawi tradycyjną prezentację stanowiska FOMC. Oczekiwania rynkowe ustawione są relatywnie wysoko i mierzą w działanie plasujące się gdzieś pomiędzy regularnym QE (plan maksimum) i rozszerzeniem Operation Twist (plan minimum). Uważamy, że decyzja o uruchomieniu kolejnej stymulacji monetarnej będzie przede wszystkim decyzją pragmatyczną, podyktowaną wcześniejszymi (niekorzystnymi) doświadczeniami z okresami zakańczania programów stymulacyjnych. Stąd też - przy korzystnym wyniku wyborów w Grecji - FOMC prawdopodobnie zdecyduje się tylko na przedłużenie Operation Twist (być może doraźne, 1-2 (kilku?) miesięczne, być może kwotowe, choć w tym zakresie pozostało około 200-300mld USD papierów, które mogą być wymienione na te o dłuższej zapadalności, gdyż trudno się spodziewać, że Fed pozbedzie się całego portfela papierów do 2 lat, który ma obecnie wartość nominalną około 500mld USD). Opcja bezpośredniego QE w postaci rozszerzenia bilansu Fed (cytowana przez J. Yellen) nie wydaje się aż tak bardzo prawdopodobna, choć chyba ten właśnie scenariusz jest coraz bardziej faworyzowany przez rynki finansowe. Nie można więc wykluczyć, że szansa na negatywną niespodziankę ze strony Fed jest spora.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

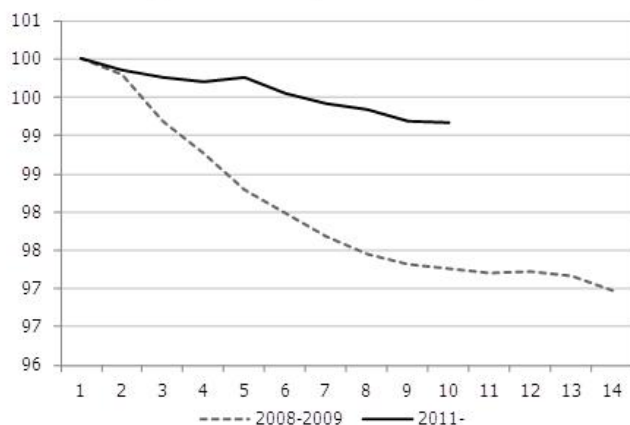
- Belka: Spadek inflacji w maju był pozytywnym zaskoczeniem, choć zawirowania na światowych rynkach finansowych wciąż odbijają się negatywnie na kursie złotego.
- Bank Światowy postanowił pożyczyć Polsce 750 milionów euro, które przeznaczone mogą być na konsolidację finansów publicznych i finansowanie reform.
- Moritz Kraemer (S&P): Prawdopodobieństwo, że Hiszpania będzie musiała zwrócić się o międzynarodową pomoc, jest już wliczone w obecną ocenę wiarygodności kredytowej kraju, i obniżenie ratingu nie jest nieuniknione.
- Nowa rynkowa plotka (Telegraph): na G20 zostało ustalone, że EFSF (200mld EUR) i ESM (400mld EUR) będą kupować obligacje Hiszpanii i Włoch w maksymalnej kwocie 600mld EUR. Plotka dementowana na razie przez Montiego; dużo jednak w niej - jak na plotkę - szczegółów.

Decyzja RPP (4.07.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.423	0.023
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.620	0.002
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	5.281	0.051
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
stopy bez zmian				

Niewielka dynamika płac, zatrudnienie spada nadal w ujęciu miesięcznym

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw utrzymało tempo wzrostu na poziomie maja, kiedy wzrosło o 0,3%. W ujęciu procentowym (i zaokrąglonym) zatrudnienie nie zmieniło się w stosunku do kwietnia; w liczbach bezwzględnych liczba zatrudnionych obniżyła się o 800 osób. Dane wpisują się w scenariusz dalszego, powolnego spowolnienia. Po uzyskaniu danych o większej dokładności będziemy w stanie powiedzieć więcej, w jakim kierunku zmierza struktura zatrudnienia. Już na obecnym etapie możemy wysnuć tezę, że hamulcem jest przede wszystkim budownictwo, gdzie liczba miejsc pracy prawdopodobnie spada. Przetwórstwo przemysłowe zachowuje się prawdopodobnie nadal dość stabilnie (co prawdopodobnie ulegnie zmianie wraz z intensyfikacją sygnałów o osłabieniu koniunktury), natomiast wzrosty mogły zostać wygenerowane w handlu oraz sekcji hotele i restauracje (obydwie kategorie związane z organizacją EURO2012). Efekt „piłkarski” będzie widoczny w danych przede wszystkim w czerwcu (możliwa niespodzianka w górę), jednak w dalszych miesiącach do gry powrócą zależności ekonomiczne. Stąd też wtedy spodziewamy się utrzymania ujemnych dynamik miesięcznych w przedziale (-0,2)-0,0%, co może sprawić, że roczna dynamika zatrudnienia prawdopodobnie w kilku miesiącach roku obniży się poniżej zera. W dalszym ciągu spowolnienie zatrudnienia przebiega w sposób znacznie bardziej kontrolowany niż podczas 2009 roku (patrz wykres).

**Wzrost zatrudnienia po szczycie
(2008.10=100, 2011.7=100)**



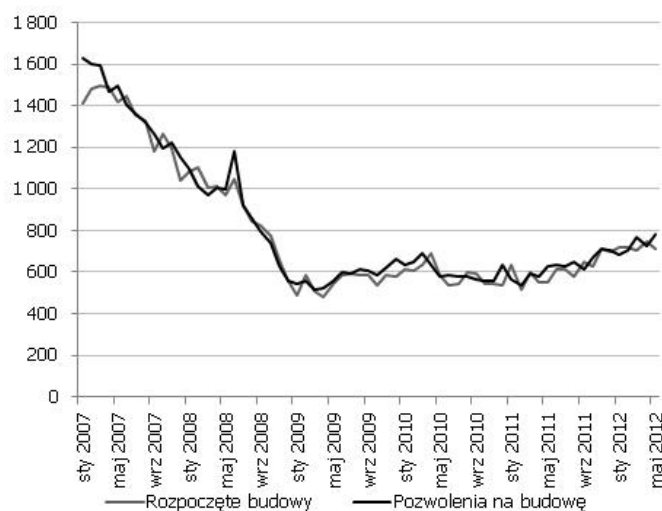
Dynamika wynagrodzeń zwiększyła się w maju do 3,8% r/r z 3,4% w poprzednim miesiącu. Nawet bez rozbicia danych uważamy, że trend wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym (sekcja najbardziej wrażliwa na zmiany koniunktury) obniża się, natomiast czynnikiem, który spowodował podwyższenie tempa wzrostu płac był efekt bazowy z ubiegłego roku. Trend na płacach będzie się obniżał w kolejnych miesiącach. W tej sytuacji realny wzrost wynagrodzeń pozostanie zbliżony, a nawet niższy od zera, co w połączeniu ze spadkiem zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw odbije się negatywnie na konsumpcji w tym i prawdopodobnie również przyszłym roku.

Dane o płacach i zatrudnieniu są kolejnymi po danych o inflacji oraz po wypowiedzi Belki (inflacja w maju pozytywnym zaskoczeniem), które w opinii uczestników rynku sugerują złagodze-

nie stanowiska RPP. W konsekwencji rentowności (oraz stawki IRS) spadły praktycznie na całej krzywej 2-10 lat o około 2-3pb. Doskonałym uzupełnieniem bieżącej serii słabszych danych może być jutrzejsza publikacja produkcji przemysłowej (uważamy, że możliwość ujemnego lub bliskiego zera odczytu jest spora). Coraz bardziej wyraźne sygnały spowolnienia oraz oddalenie ryzyka znacznego skoku inflacji sugerują, że RPP prawdopodobnie będzie chciała poczekać do czasu kolejnych publikacji i tym samym może mniejszą wagę przyłożyć do projekcji inflacyjnej. Jako że na czerwcowym posiedzeniu nie padła zapowiedź podwyżki stóp, RPP pozostawi ją raczej na niezmiennym poziomie w lipcu. Nie spodziewamy się także, że zaryzykuje jakiekolwiek próby sugestii zmiany stóp na posiedzeniu wrześniowym, gdyż mogłoby być to posunięcie niezręczne z punktu widzenia komunikacyjnego (długi okres pomiędzy posiedzeniami). We wrześniu z kolei spowolnienie gospodarcze będzie naszym zdaniem trudne do zakwestionowania, nawet przez najbardziej jastrzębich członków RPP. To z kolei uprawdopodobnia scenariusz, że majowa podwyżka była ostatnią w tym roku.

USA: wątle ożywienie w budownictwie potwierdzone danymi o pozwoleniach na budowę

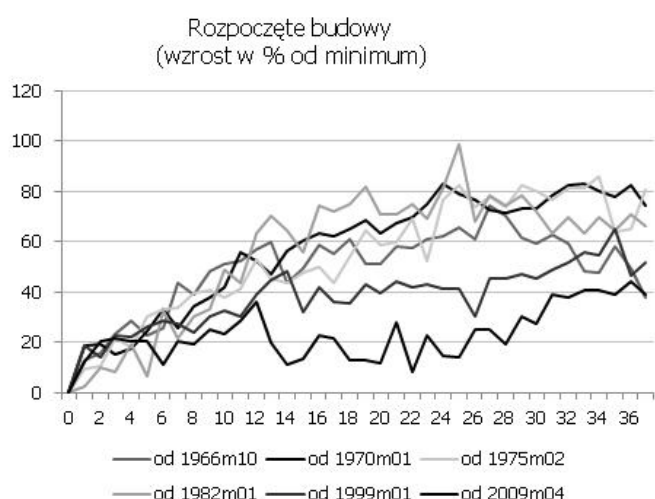
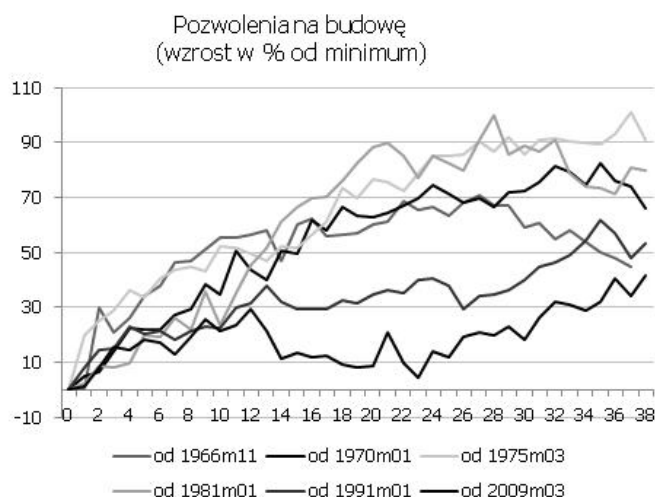
Wczorajszy raport o nowo-rozpoczętych budowach domów w USA w maju przyniósł niejednoznaczne sygnały. Dane o rozpoczętych budowach (housing starts) okazały się gorsze od oczekiwań (708K, konsensus: 722K), przy zrewidowanych w górę danych za kwiecień (z 717K do 744K). Z kolei liczba zezwoleń na budowę okazała się wyższa niż spodziewał się rynek (780K vs konsensus 730K). Również w tym przypadku dane za kwiecień zrewidowano w górę.



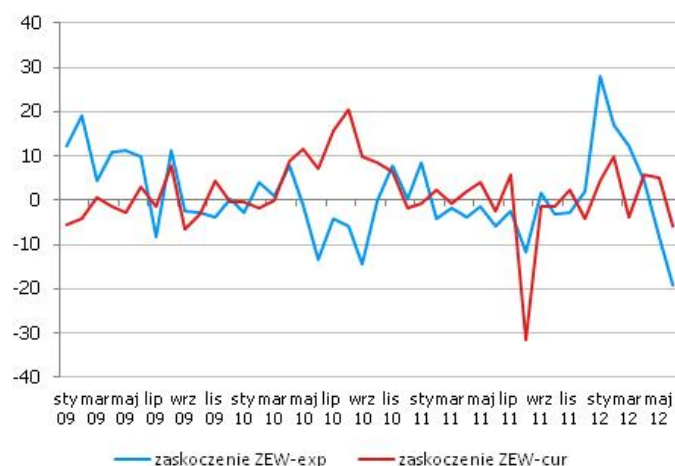
Przed wyciąganiem daleko idących wniosków warto spojrzeć jeszcze na kompozycję wzrostów (spadków) rozpoczętych inwestycji oraz pozwoleń na budowę. Rozpoczęte inwestycje zostały pociągnięte w dół przez konstrukcje wielorodzinne, podczas gdy budownictwo jednorodzinne utrzymało dodatnie tempo wzrostu utrzymujące się od kilku miesięcy. Takie zachowanie budownictwa wielorodzinnego to pewnego rodzaju korekta po wysokich wzrostach na początku roku, a także odzwierciedlenie większej zmienności tej serii. Dane o pozwoleniach potwierdzają, że nic złego się w budownictwie ani wielorodzinnym, ani jednorodzinym nie dzieje (w obu katego-

riach pozwolenia rosną). Wzrost i pozytywna niespodzianka w przypadku liczby pozwoleń na budowę są tu istotniejsze. Jako wskaźnik wyprzedzający, mogą one lepiej odzwierciedlać faktyczne ożywienie na amerykańskim rynku budowlanym. Wczorajszy odczyt potwierdził trend wzrostowy tego wskaźnika - osiągnął on najwyższy poziom od września 2008 r.

Dane potwierdzają jednak również, że ożywienie w budownictwie i na rynku nieruchomości pozostaje wyjątkowo wątłe. Porównanie tempa wzrostu obu wskaźników od dołka z początku 2009 r. i w pięciu poprzednich fazach ożywienia (por. poniżej) pokazuje, że odbiega ono tym razem w dół w zasadniczy sposób. Słabość sygnałów ożywienia jest tu podobna jak w przypadku innych amerykańskich wskaźników rynku nieruchomości. Mimo rekordowo taniego kredytu, dostęp do niego ma głównie sektor prime, co - przy istotnym nawisie podaży na rynku wtórnym - stanowi barierę dla wolno rosnącego popytu.



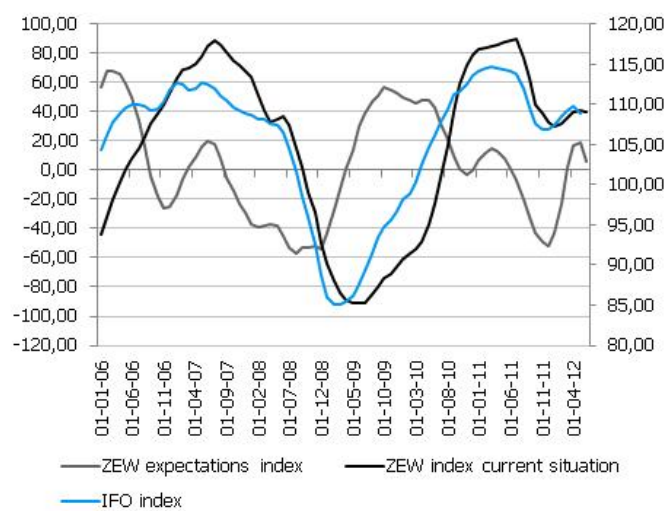
komponentu oczekiwań od października 1998 i historycznie po tak silnym spadku, w 66% przypadków w kolejnych miesiącach indeks dalej obniżał się. Istotna jest także spora skala zaskoczenia tak negatywnym odczytem (patrz wykres), co wskazuje na zbyt optymistyczne prognozy analityków - kontynuacja takiego trendu w kolejnych miesiącach (ten odczyt można uznać za w pewnym stopniu zaburzony wydarzeniami politycznymi w strefie euro) będzie także negatywnym sygnałem.



Taki odczyt właśnie w czerwcu to wynik niepewności związanej z oczekiwaniami na wybory w Grecji i nowym hiszpańskim obliczem kryzysu zadłużeniowego w strefie euro (właśnie ten okres zbiegł się z wypełnianiem ankiet ZEW). Jest to także widoczne przez stosunek zmian ocen bieżących i oczekiwań. Indeks ZEW traktowany jest jako indyktor względem publikowanego później (za czerwiec publikacja w ten piątek) indeksu Ifo o najlepszych własnościach wyprzedzających względem realnej gospodarki. Ankiety ZEW przeprowadzane są jednak wśród analityków związanych bezpośrednio z rynkiem finansowym, zaś Ifo wśród samych przedsiębiorców. Szok niepewności z dużym prawdopodobieństwem nadal wpływa na przedsiębiorców (który prawdopodobnie nadal ograniczają inwestycje), stąd też obniżyć powinien się także publikowany w piątek indeks Ifo - skala spadku nie powinna być jednak aż tak duża, biorąc pod uwagę dużą obecność czynnika psychologicznego w odpowiedziach analityków ankietowanych przez ZEW. Abstrahując od natury samego indeksu spadki obu indeksów ZEW są niewątpliwie sygnałem, że sentyment w Niemczech pogarsza się i nie należy spodziewać się fajerwerków pomimo względnej siły niemieckiej gospodarki. W ostatnich miesiącach wszystkie indeksy koniunktury (ZEW, Ifo, PMI) zawróciły i wykazują obecnie trend spadkowy. Kluczowa będzie lipcowa publikacja indeksów koniunktury wolnych od występujących w czerwcu szoków niepewności.

Silny spadek oczekiwań w Niemczech

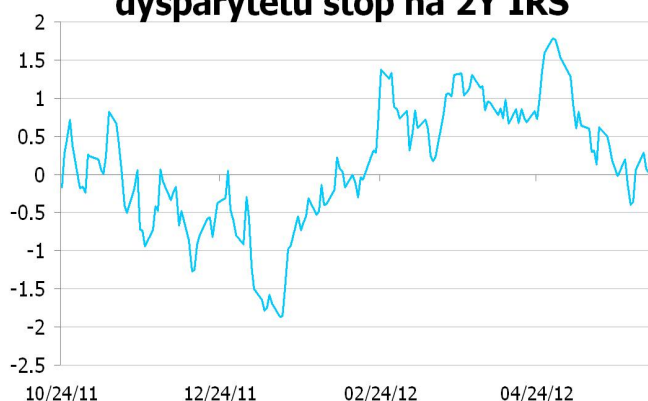
Indeks ZEW określający oczekiwania niemieckich analityków i inwestorów spadł w czerwcu rekordowo o 27,7pkt. do poziomu -16,9pkt. Obniżyły się także (choć w znacznie mniejszym stopniu) oceny sytuacji bieżącej - indeks spadł o 10,9pkt. do ciągle dodatniego poziomu 33,2pkt. Jest to największy spadek



EURUSD fundamentalnie

EURUSD znów w górę (maksimum 1,2730). Rządu w Grecji nie ma, ale dziś podobno ma być (do ustalenia pozostały drobiazgi). Pojawiły się też plotki o tym, że na G20 został ustalony „grand plan” dot. zakupów długu Hiszpanii i Włoch przez EFSF i ESM w wysokości 600mln EUR. Plotki zostały szybko zdementowane przez Montiego. . . Albo coś jest na rzeczy, albo rynek potrzebuje kolejnych quasi-informacji, aby podtrzymywać mini-rally generowane naszym zdaniem głównie oczekiwaniami na szerokiej skali poluzowanie ilościowe ze strony FOMC. Tymczasem pozostałe (twarde) dane są już mniej obiecujące: gospodarka niemiecka jeszcze bardziej spowalnia (fatalny odczyt ZEW), a wyniki audytu hiszpańskich banków zostały przełożone na sierpień (co już mówi o skali problemów w nich występujących oraz stawia pod znakiem zapytania dokładność wyznaczenia kwoty koniecznej do ich restrukturyzacji). Dziś oczy całego świata finansów zwróć się na FOMC. Start godzina 18:30. Brak QE wiązałobyśmy z prawdopodobieństwem znacznej przeceny na ryzykownych aktywach.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

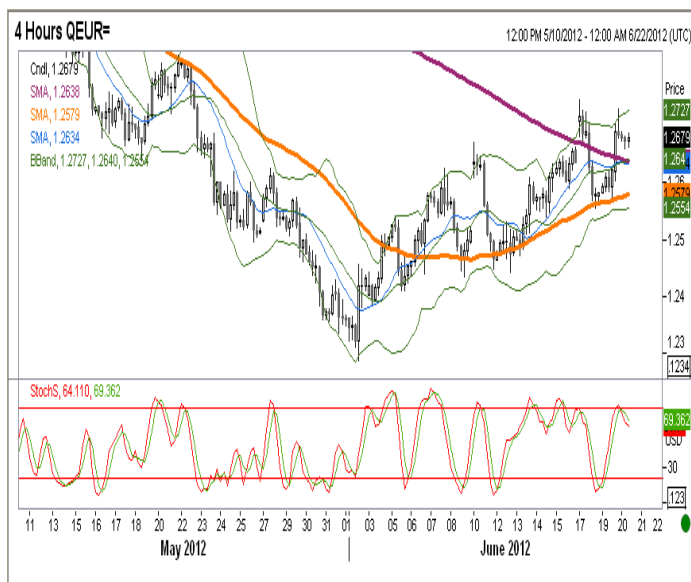
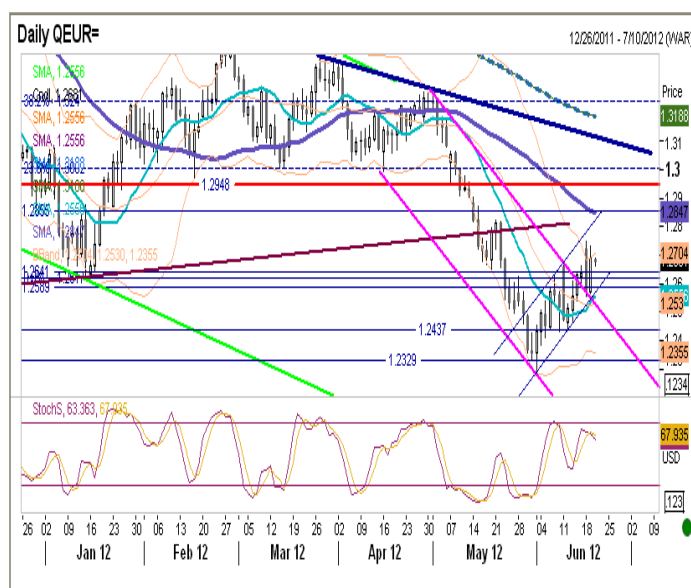


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Jakkolwiek korekta wydawała się nieśmiała, testowanie 1,2550 nie okazało się nawet konieczne, a notowania wystrzeliły do 1,2730. Nie rysują się żadne dywergencje, więc trend wzrostowy powinien być kontynuowany. Nie możemy wykluczyć jednak płytkiej korekty (1,2640/50), po której notowania mają szansę na zaatakowanie 1,2824/40. Silne wsparcie wciąż na poziomie 1,2550.

Wsparcie	Opór
1,2640	1,2830
1,2550	1,2747
1,2437	1,2730





EURPLN fundamentalnie

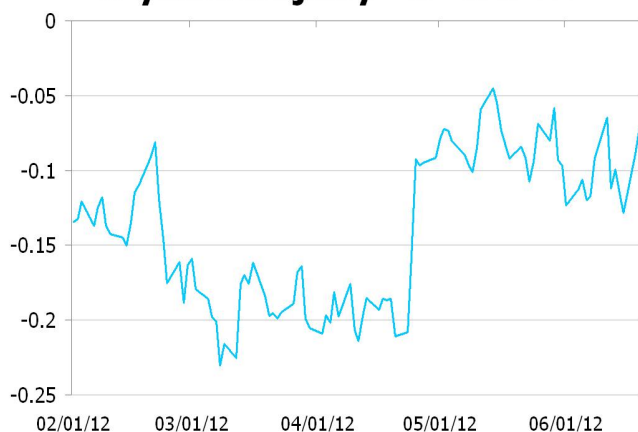
Złoty mocniejszy na fali zwiększonego apetytu na ryzyko. Przedpołudniowe łagodniejsze komentarze Belki („pozytywna niespodzianka inflacyjna w maju”) pozostały bez wpływu na kurs krajowej waluty. Również późniejsze dane z rynku pracy (potwierdzające dalsze jego rozluźnienie) nie stanowiły wsparcia dla waluty, zwłaszcza że rynek nie obstawia już podwyżek stóp. Obecnie na pierwszym planie - podobnie jak w przypadku EURUSD - decyzja FOMC. Wcześniej jednak rynkiem ruszyć może publikacja produkcji przemysłowej (może nawet lekko ujemna), co przy obecnej elastyczności oczekiwań rynku może przybliżać oczekiwania odnośnie obniżek (!) stóp procentowych i wpływać niekorzystnie na PLN.

EURPLN technicznie

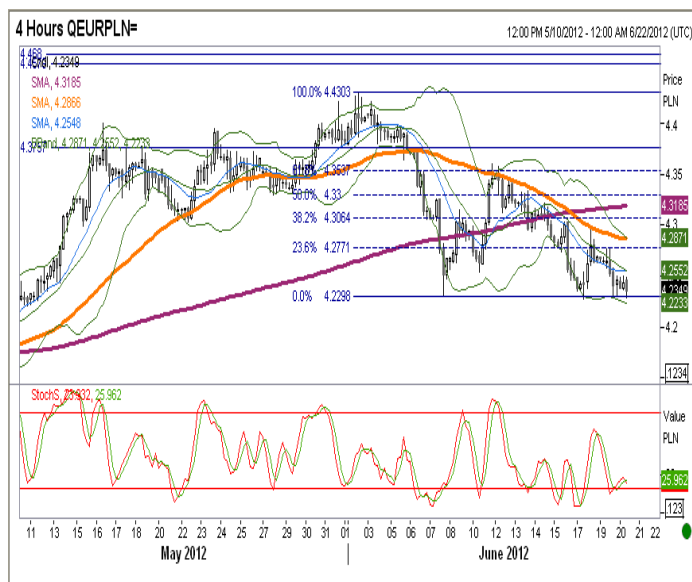
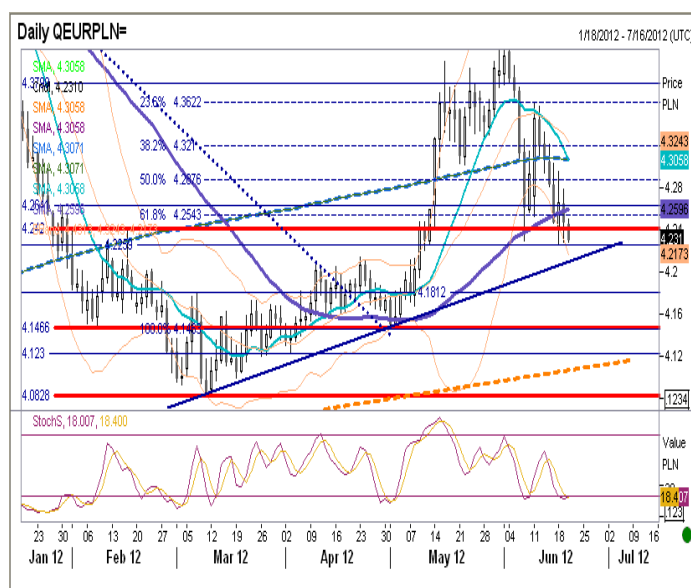
Przekroczenie 61,8% zniesienia Fibo ostatniej deprecjacji PLN sugeruje, że zaczynamy prawdopodobnie nowy epizod w życiu EURPLN (już nie korekta ruchu deprecjacyjnego, ale autonomiczny ruch aprecjacyjny). Tym samym okolice 4,2771 były dobrym momentem do sprzedaży EURPLN (obstawialiśmy, że notowania mogą dojść nieco wyżej, do MA55 z wykresu 4h). Już od rana testujemy (po raz kolejny) 4,2300 i tym razem próba pewnie zakończy się powodzeniem, co otworzy drogę do 4,21 (linia trendu), a nawet poniżej do 4,18, choć już linia trendu może być trudna do sforsowania. Uwaga: dywergencja na 4h i 1h, stąd zalecamy ostrożność.

Wsparcie	Opór
4,2300	4,3050
4,2260	4,2930
4,2132	4,2771

Czynnik krajowy* w EURPLN



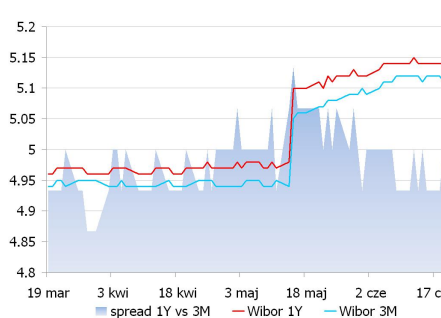
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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



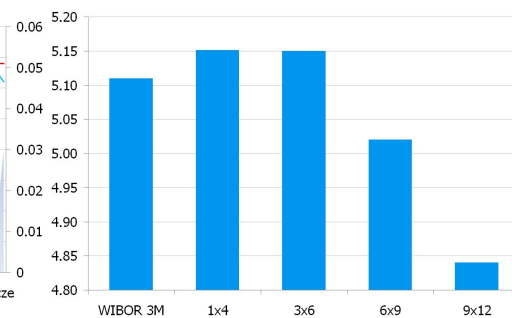


IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	5.09	5.12	ON	4.9	5.1	EUR/PLN	4.2733
2Y	4.825	4.86	1M	4.7	4.9	USD/PLN	3.3916
3Y	4.715	4.76	3M	4.9	5.1	CHF/PLN	3.5586
4Y	4.675	4.74					
5Y	4.675	4.72	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	4.675	4.74	1x2	4.90	4.95	EUR/USD	1.2686
7Y	4.685	4.75	1x4	5.09	5.15	EUR/JPY	100.20
8Y	4.69	4.75	3x6	5.09	5.15	EUR/PLN	4.2450
9Y	4.695	4.76	6x9	4.97	5.02	USD/PLN	3.3465
10Y	4.72	4.76	9x12	4.79	4.84	CHF/PLN	3.5335

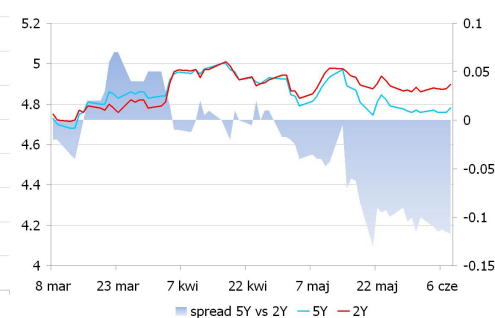
WIBOR 3M i 1Y



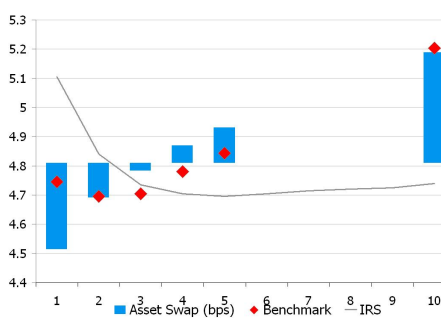
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



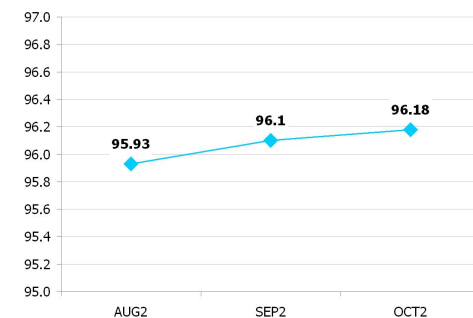
Asset swap i IRS



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 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, 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.