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

Andrzej Torój
analityk
tel. +48 22 526 70 34
andrzej.toroj@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		
16.07.2012 PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	HICP r/r (%)	cze		2.4	2.4 (p)	
14:30	USA	Empire State Index NY (pkt)	lip		3.8	2.3	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.2	-0.2	
17.07.2012 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	lip		-15.0	-16.9	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	cze	0.2	0.2	0.3	
14:00	POL	Płace r/r (%)	cze	1.8	3.5	3.8	
14:30	USA	CPI m/m (%)	cze		0.0	-0.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.4	-0.1	
16:00	USA	Przemówienie Bernanke przed senatem dot. polityki monetarnej					
18.07.2012 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze	5.4	3.8	4.6	
14:00	POL	PPI r/r (%)	cze	4.4	4.7	5.0	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys SAAR)	cze		743	708	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów (tys SAAR)	cze		765	784	
20:00	USA	Beżowa Księga					
19.07.2012 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	14.07.			350	
16:00	USA	Indeks Phily Fed (pkt)	lip		-8.0	-16.6	
16:00	USA	Indeks CB m/m (%)	cze		-0.1	0.3	
16:00	USA	Sprzedaż istniejących domów (tys SAAR)	cze		4.62	4.55	
20.07.2012 PIĄTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	2.3	2.5	2.3	
14:00	POL	Raport o koniunkturze GUS					

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** We wtorek GUS poda dane z rynku pracy za czerwiec, zaś w środę z sektora przemysłowego. Oczekujemy spadków zatrudnienia w przetwórstwie. Efekt euro 2012 może być znikomy ze względu na fakt rejestracji jedynie przedsiębiorstw zatrudniających 9 i więcej osób, ale dzięki niemu wzrost zatrudnienia pewnie utrzyma się na plusie. Płace w maju były zawyżone podwyżkami w rafineriach i nadgodzinami przed euro, obecnie coraz bardziej widoczne jest jednak obniżanie się ich trendu. W czerwcu dodatkowo był jeden dzień roboczy mniej w ujęciu rocznym i nie było wypłat premii od zysku w górnictwie. Nasza prognoza produkcji przemysłowej jest bardziej optymistyczna niż konsensus ze względu na silny efekt bazy statystycznej (dodający ok. 4-5pp). Faktem jest jednak jeden dzień roboczy mniej (-1,5pp) i duża możliwość niepowtórzenia się wzrostów zanotowanych w maju przez kategorię żywność i napoje (-2,3pp). Niższy wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu to efekt znacznej korekty na cenach surowców przy niewielkich zmianach kursu walutowego. Ceny bazowe w przetwórstwie pozostają stabilne. W piątek NBP poda wskaźnik inflacji bazowej za czerwiec - nasze obliczenia po piątkowym odczycie CPI potwierdzają naszą wcześniejszą prognozę na poziomie 2,3%.
• **Gospodarka globalna.** Tydzień pod znakiem danych zza oceanu (sprzedaż, produkcja, rynek nieruchomości, inflacja) oraz wystąpień Bernanke dot. realizacji polityki monetarnej (wtorek, środa), które prawdopodobnie ustawią oczekiwania rynku na działania Fed podczas najbliższego posiedzenia 31.07-1.08. (realizacja konsensusów oznacza de facto kolejny soft patch i podnosi prawdopodobieństwo dodatkowej stymulacji monetarnej). Jedynie we wtorek jako pierwszy indeks koniunktury za lipiec opublikowany zostanie indeks ZEW - po ostatnim sporym negatywnym zaskoczeniu nie należy spodziewać się nagłej zmiany nastrojów.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Winiecki: Obecnie nie ma powodu, aby obniżać stopy procentowe, ponieważ nie ma pewności, że wsparłoby to wzrost polskiej gospodarki.
• Zielińska-Głębocka: Dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych powinny pozwolić na powrót inflacji do celu lub w jego okolice w 2013 roku. Jej zdaniem nie ma obecnie przestrzeni do obniżania stóp, a najwłaściwszym scenariuszem w najbliższym czasie byłaby ich stabilizacja.
• Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w czerwcu wzrosły o 4,3% w stosunku do czerwca 2011 roku.
• Deficyt w obrotach bieżących w maju 2012 r. wyniósł 815 mln euro.

Decyzja RPP (5.09.2012)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	**stopy bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.244	-0.004
USAGB 10Y	1.491	0.000
POLGB 10Y	4.958	-0.106

Dotyczy benchmarków Reuters

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

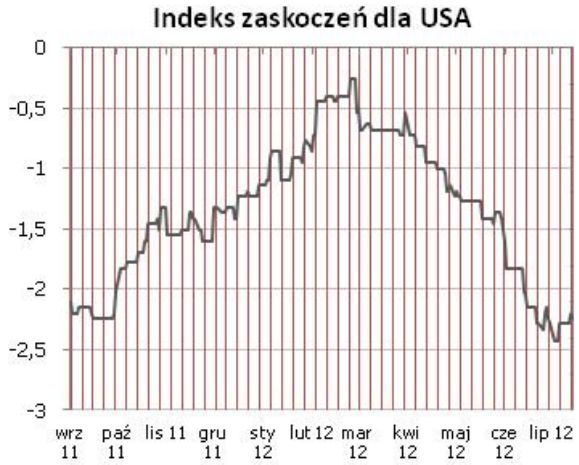
POLSKA

Indeks wzrósł w piątek po wyższej od oczekiwań publikacji inflacji (4,3% wobec oczekiwanych 4,1%), jednak jest to wynik jednorazowego wzrostu cen ziemniaków (więcej czytaj w sekcji analizy) i tym samym nie uważamy, że wróży trwałe odwrócenie trendu indeksu zaskoczeń.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń bez zmian przy braku istotnych publikacji. W tym tygodniu we wtorek publikacja indeksu ZEW.

USA

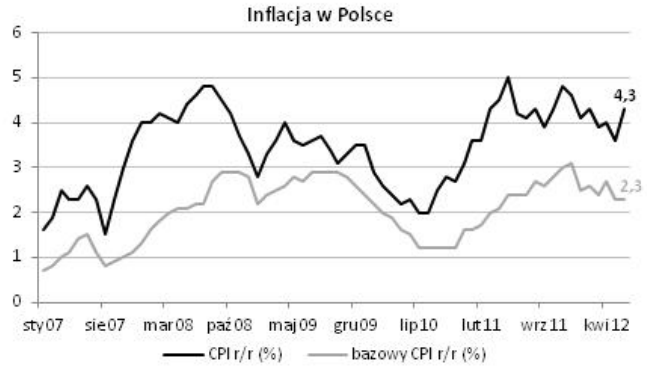


Wzrost indeksu zaskoczeń po publikacji czwartkowych cotygodniowych danych z rynku pracy (350 tys. nowo zarejestrownaych bezrobotnych wobec oczekiwanych 371 tys.)został zniwelowany nieoczekiwanym spadkiem indeksu koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan. Indeks utrzymuje zatem od kilku tygodni trend boczny.

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 sa 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.

Wzrost inflacji w czerwcu, ale nie przez EURO 2012 (tylko przez ziemniaki)

W czerwcu inflacja wzrosła do 4,3% r/r z 3,6% zanotowanych w maju. Wzrost inflacji poza efektami bazowymi wynikał ze wzrostu cen żywności (0,7% m/m) a właściwie ze wzrostu cen warzyw - prawdopodobnie ziemniaków (kilkudziesięciu procentowe wzrosty podobne do tych obserwowanych w Czechach). Co ciekawe w czerwcu nie zaobserwowano praktycznie żadnych efektów z głoszonych przez media wzrostów cen hoteli i restauracji w związku z organizacją EURO 2012. Ceny w odpowiedniej kategorii wzrosły o zaledwie 0,4% m/m. W pozostałych kategoriach bazowych ceny pozostały stabilne. Inflacja bazowa pozostała na poziomie z maja, czyli 2,3% r/r.

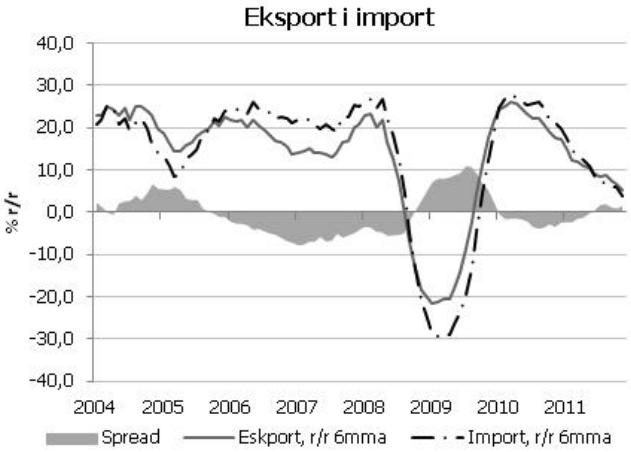


Przechodząc do perspektyw na kolejne miesiące widzimy możliwość jedynie niewielkiego obniżenia inflacji po korekcie skokowego wzrostu cen ziemniaków (inflacja pozostanie powyżej 4%), jednak do wyraźnego spadku inflacji przyjdzie nam poczekać do października. Na koniec roku inflacja powinna obniżyć się do około 3%. Ta perspektywa (zresztą ujęta również w raporcie o inflacji) oraz coraz gorsze dane ze sfery realnej na jesieni powinny skutkować złagodzeniem polityki pieniężnej. Jako prawdopodobną datę obniżki widzimy listopad (już po serii słabszych danych). Skala poluzowania prawdopodobnie będzie zbliżona do tego w poprzednich cyklach. Jeśli RPP zdecyduje się już luzować i tym samym podważyć zasadność decyzji o podwyżce, ruchy symboliczne nie będą miały sensu.

Wzrost inflacji nie spowodował wzrostu stóp rynkowych. Najwyraźniej część inwestorów obawiała się znacznie większego wzrostu, pozostali nie mają już odwagi walczyć z globalnym trendem na niższe stopy.

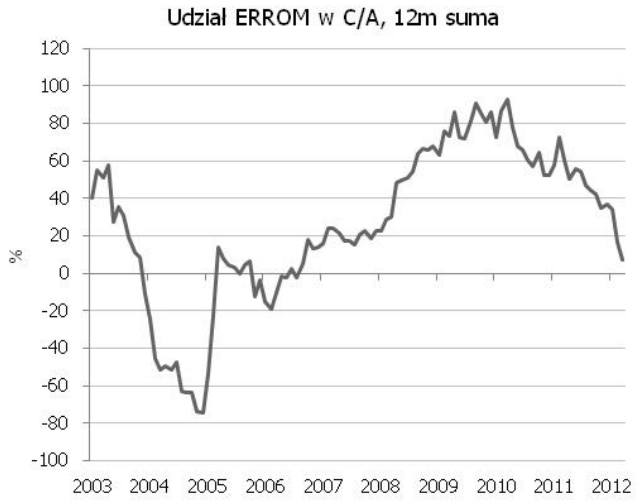
Deficyt na rachunku bieżącym - zaskakująco wysoki

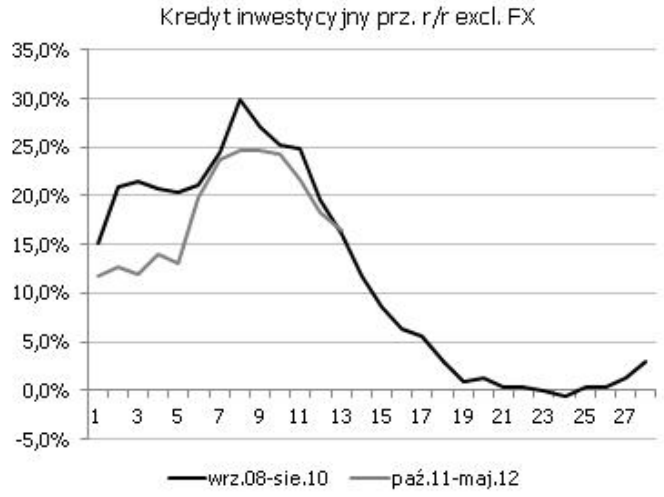
Deficyt na rachunku bieżącym wyniósł 815mln EUR (konsensus -258mln EUR, nasz prognoza +300mln EUR). Rewizje są szczególnie dotkliwe w zakresie ostatnich danych (łącznie deficyt pogłębił się w tym roku o 700mln EUR, w tym szczególnie w marcu, gdzie wyniósł nie -288mln EUR, a -670mln EUR). Rozbieżność z naszą prognozą wynika przede wszystkim z wyższego importu oraz wyższego deficytu na rachunku dochodów - obie wielkości stoją w wyraźnej sprzeczności ze wskazaniami naszych modeli, zwykle dość precyzyjnych.



Wchodząc w szczegóły deficyt na rachunku handlowym wyniósł 933mln EUR wobec 398mln EUR w poprzednim miesiącu. Jak już wspomniano rozbieżność wynika z wyższego importu, który po spadku o 3,7% r/r w poprzednim miesiącu spadł tylko o 0,1% r/r. Naszym zdaniem może to wynikać z efektu zaopatrzenia przed Euro2012, który nie został wychwycony przez modele ekonometryczne (podobne zachowanie przejawiał import w Austrii podczas organizacji Euro2012, i to nawet już od kwietnia - jeśli ten schemat ma się powtórzyć dynamika importu powinna jeszcze przyspieszyć w czerwcu, generując wyższy deficyt na rachunku handlowym). Saldo usług obniżyło się do 316mln EUR z 465mln EUR zaś saldo dochodów pogłębiło do -1390mln EUR, co wydaje nam się szczególnie dziwne, choć niestety prawdopodobne biorąc pod uwagę spore dochody dywidendowe (696mln EUR), które jednak nie pochodziły ze spółek notowanych na GPW i tym samym ich monitoring był... niemożliwy. Tak jak się spodziewaliśmy wysoki okazał się transfer z UE (1192 mln EUR), choć w tym przypadku marne to pocieszenie.

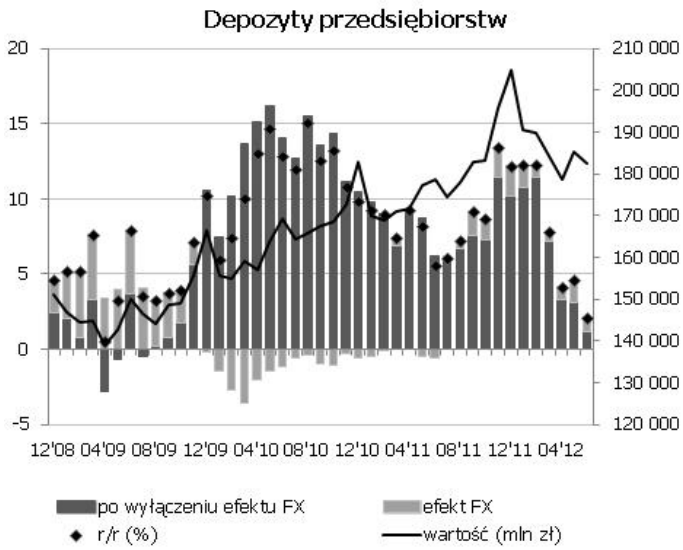
Patrząc na finansowanie i na zachowanie złotego w maju oraz rynku długu odwrócenie kwietniowego odpływu na inwestycjach portfelowych (praktycznie całkowity offset, -1986mln EUR a potem 1920mln EUR) można potraktować jako oczywistość. Co więcej, monetarne instytucje finansowe (z wyłączeniem NBP) nieco odbudowały portfel aktywów w pozostałych inwestycjach (oprócz długu). Niewielką poprawę widzimy w bezpośrednich inwestycjach zagranicznych w Polsce (+295mln EUR wobec -56mln EUR w poprzednim miesiącu). Co ciekawe, do „formy" wróciło saldo błędów i opuszczeń stanowiąc tym razem prawie 150% deficytu na rachunku bieżącym (a właściwie jego wartości bezwzględnej). Tym razem jednak jako „błąd" wykazywana jest nadwyżka, co uprawdopodabnia nasze wątpliwości np. wobec salda dochodów, czy dynamiki importu (teoretycznie błąd mógłby zamienić się w nadwyżkę na rachunku bieżącym). Abstrahując od krótkookresowych wątpliwości, stan obecny należy uznać za zdecydowanie pozytywny, gdyż to już trzeci miesiąc dodatniego salda błędów i opuszczeń - na bazie 12-miesięcznej znajduje się ono już praktycznie na neutralnym poziomie (patrz wykres).





Nieoczekiwany spadek depozytów przedsiębiorstw

Podaż pieniądza M3 wzrosła w czerwcu 11,1% r/r, zaś w ujęciu miesięcznym spadła o 0,1% (nominalnie spadła o 662 mln zł). Największym zaskoczeniem okazał się spadek wartości depozytów przedsiębiorstw aż o 2,8 mld zł, co wpłynęło na obniżenie rocznej dynamiki do 2,4% (po wyłączeniu efektu zmian kursu walutowego do 1,1%). Jest to niezgodne ze wzorcem sezonowym i wzmacnia spadkowy trend obserwowany od początku roku (z przerwą w maju, kiedy wolumen wzrósł o 3% m/m). Spadki są spójne z nowymi badaniami koniunktury NBP wskazującymi na niższą aktywność inwestycyjną i odkładanie jej na przyszłość (więcej czytaj w piątkowym komentarzu), a także na wzrost finansowania rozpoczętych inwestycji ze środków własnych - co znajduje odbicie w danych o kredytach i depozytach. Sumarycznie w pierwszym półroczu wartość depozytów korporacyjnych spadła o 13,5 mld zł, podczas gdy w analogicznym okresie 2011 roku o 4 mld zł - zatem biorąc pod uwagę 9 mld zł wypłaty na transakcję zakupu Quadry różnica spadku nominalnego nie jest znacząca i może wskazywać, że osłabienie koniunktury jest na razie gradualne, jednak dane za czerwiec są niewątpliwie negatywnym prognostykiem na kolejne miesiące. Stopa wzrostu kredytów korporacyjnych obniżyła się do ok. 10% (z 14,5% w styczniu) po wyłączeniu efektu zmian wyceny złotego, co przekłada się na obniżenie miesięcznej dynamiki do 0,2%. Wskazuje to na kontynuację trendu spadkowego - ścieżka dynamiki kredytów inwestycyjnych jest zbliżona do tej z 2008 (patrz wykres).



Po stronie gospodarstw domowych ponownie wzrosła roczna stopa wzrostu depozytów do 13,1% r/r (o 0,7% m/m po wyłączeniu efektu FX), co jest spójne z naszymi obserwacjami o antycyklicznym charakterze depozytów terminowych. Powrót do rosnącego trendu pomimo dodatniego salda wpłat i wypłat z TFI (0,9 mld zł) jest kolejną cegiełką wskazującą na spowolnienie aktywności gospodarczej i konsumpcji. Wartość kredytów detalicznych nominalnie spadła w czerwcu o 3,8 mld zł, jednak po wyłączeniu efektu umocnienia złotego miesięczna stopa wzrostu utrzymuje się na poziomie 0,4-0,5%. W ujęciu rocznym dynamika obniżyła się do 4,7% i przy utrzymaniu podobnych wzrostów m/m na koniec roku kredyty detaliczny powinny utrzymać 3-4% stopę wzrostu. Nie znamy jeszcze dokładnego rozbicia danych kredytowych, jednak wstępne szacunki wskazują, że wartość nowo udzielonych kredytów na nieruchomości wzrosła w II kwartale 2012 roku o ok. 7-8% kw/kw, zaś w całym pierwszym półroczu spadła o ok. 17% r/r. Wartość kredytów na konsumpcyjnych spadła w II kwartale o ok. 0,5% kw/kw, co potwierdza nasz scenariusz utrzymania w tym roku ujemnych rocznych stóp wzrostu i wolumenu na poziomie 130-131 mld zł.

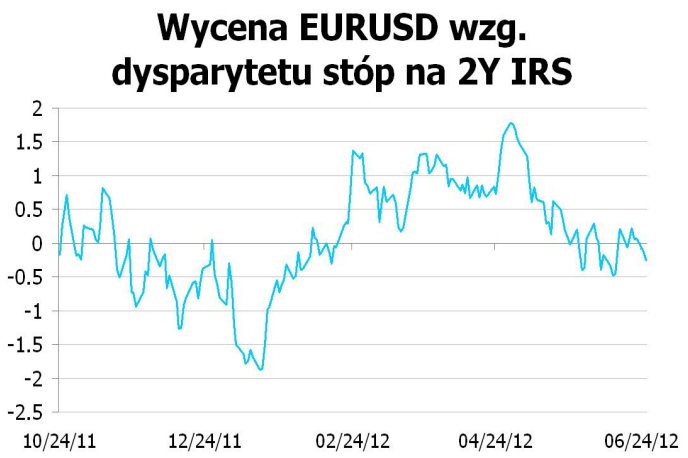
EURUSD fundamentalnie

Piątkowe odreagowanie na EURUSD trudno wiązać z reakcją na konkretne dane (ppi bliskie konsensusu, nieznacznie niższy optymizm konsumentów mierzony przez wskaźnik U. Michigan). Gwałtowność ruchu sugeruje raczej "squeeze" na krótkich pozycjach w EUR, które znów plasują się blisko maksimów. W tym tygodniu mnóstwo danych z USA (cały rynek budowlany, produkcja przemysłowa) oraz indeks ZEW z Niemiec, plus - chyba najważniejsze - przemówienie Bernanke przed senatem (wtorek). Wydaje nam się, że jest szansa na odreagowanie na EURUSD, lecz nie przez siłę wspólnej waluty, tylko słabość dolara indukowaną wzmocnieniem oczekiwań na QE.

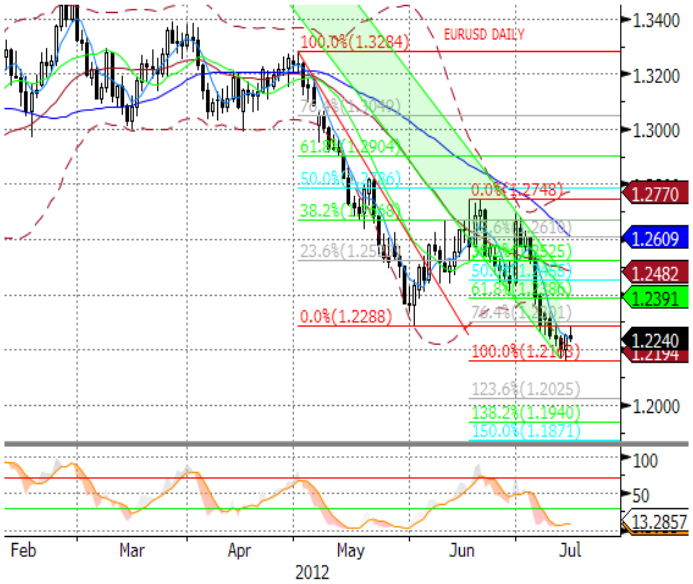
EURUSD technicznie

Dywergencja na 4H okazała się prorocza, ale zasięg korekty – zaskakująco duży (wybicie z kanału trendowego na 1H i złamanie trendu na 4H). Skuteczny okazał się na razie opór na 1,2280 (min. z początku czerwca). Ten poziom wydaje się na tyle istotny, aby zatrzymać korektę w zalążku, ale jej potencjalny zasięg to nawet 1,2386 (38,2% zniesienia od czerwcowego max.). Targety w dole bez zmian: ostatnie minimum + poziom z wiosny 2010 r. (1,1877) oraz – nieco wcześniej – 61,8% przedłużenia Fibo (około 1,20).

Wsparcie	Opór
1,2183	1,2386
1,2000	1,2327
1,1877	1,2280



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



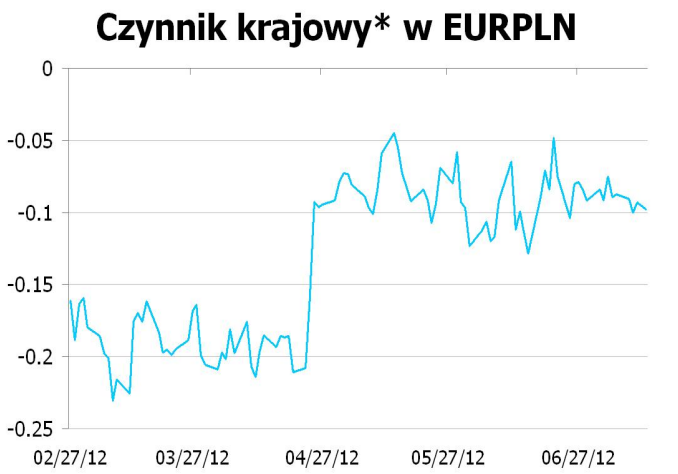
EURPLN fundamentalnie

Złoty mocniejszy. Złoty pozostawał stabilny od otwarcia w oczekiwaniu na dane o inflacji i bilansie płatniczym. Po otwarciu rynku amerykańskiego złoty wyraźnie umocnił się wraz za rosnącymi giełdami. Dziś nieco słabsze otwarcie po osłabieniu euro wobec dolara. W centrum uwagi dane z USA i jutrzejsze przemówienie Bernanke. Kierunkowo widzimy mocniejszego złotego na fali zainteresowania polskimi aktywami.

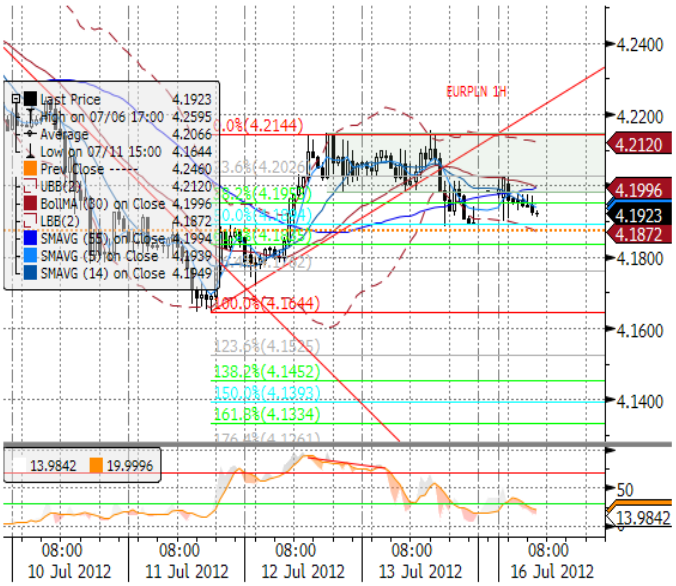
EURPLN technicznie

Korekta sięgnęła 4,2150 i po czwartkowo-piątkowych nieudanych próbach sforsowania tego poziomu wracamy do trendu w dół. Na razie utrzymane wsparcie w okolicy 4,1900 (lokalne minimum z początku lipca i 50% Fibo korekty) – ale gdy potraktujemy formację z dziennego jako (niedoskonały) trójkąt/klin zniżkujący, złamanie tego poziomu powinno się wydawać kwestią czasu. Cele w dole bez zmian: ponowny atak na 4,1644 otwiera drogę do 4,1541 (linia średniookresowego trendu deprecjacyjnego PLN na tygodniowym zbliża się nieuchronnie...) i 4,1500 (minimum z początku maja).

Wsparcie	Opór
4,1979	4,2314
4,1644	4,2219
4,1500	4,2150



* 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	4.87	4.90
2Y	4.6125	4.64
3Y	4.47	4.51
4Y	4.435	4.48
5Y	4.44	4.48
6Y	4.451	4.48
7Y	4.465	4.50
8Y	4.481	4.51
9Y	4.494	4.52
10Y	4.495	4.54

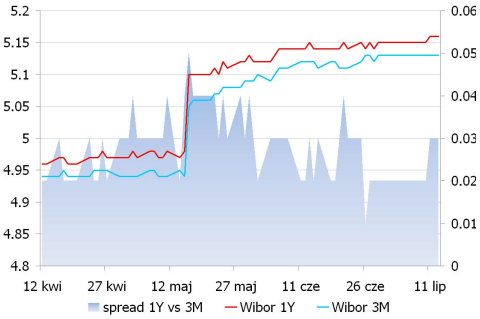
depo	BID	ASK
ON	4.4	4.9
1M	4.8	5.3
3M	5.0	5.5

FRA	BID	ASK
1x2	4.90	4.95
1x4	5.07	5.12
3x6	4.97	5.00
6x9	4.69	4.72
9x12	4.48	4.51

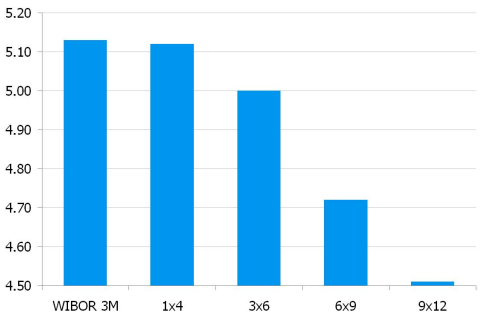
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2055
USD/PLN	3.4463
CHF/PLN	3.5018

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2254
EUR/JPY	97.15
EUR/PLN	4.1860
USD/PLN	3.4140
CHF/PLN	3.4866

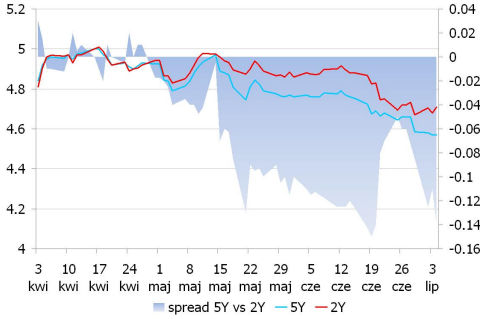
WIBOR 3M i 1Y



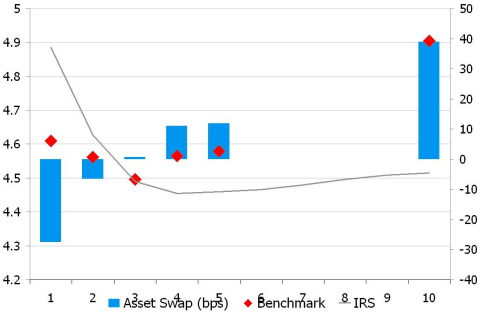
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

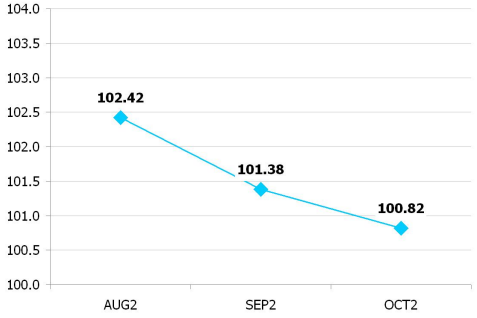


Asset swap i IRS



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 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.