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		
27.08.2012 PONIEDZIAŁEK							
10:00	GER	Indeks IFO (pkt)	sier		102.6	103.3	
28.08.2012 WTOREK							
8:00	GER	Indeks GfK (pkt)	wrz		5.9	5.9	
9:00	SPA	PKB r/r (%)	II kw.		-1.0	-0.4 (p)	
14:00	HUN	Decyzja ws. stóp procentowych (%)	sier		7.00	7.00	
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller r/r (%)	czer		-0.3	-0.7	
16:00	USA	Indeks Conference Board (pkt)	sier		65.0	65.9	
29.08.2012 ŚRODA							
14:00	GER	CPI (wstępnie) r/r (%)	sier		1.9	1.7	
14:30	USA	PKB kw/kw (%)	II kw.		1.7	1.5	
16:00	USA	Pending home sales m/m (%)	lip		1.3	-1.4	
20:00	USA	Beżowa księga Fed					
30.08.2012 CZWARTEK							
10:00	POL	PKB (wstępnie) r/r (%)	II kw.	2.7	2.9	3.5	
10:00	POL	Konsumpcja r/r (%)	II kw.	1.5	1.9	2.1	
10:00	POL	Inwestycje r/r (%)	II kw.	4.7	5.5	6.7	
11:00	EUR	Economic Sentiment Indicator (pkt)	sier		87.5	87.9	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	25.08.		370	372	
14:30	USA	Dochody gosp. dom. m/m (%)	lip		0.3	0.5	
14:30	USA	Wydatki gosp. dom. m/m (%)	lip		0.5	0.0	
31.08.2012 PIĄTEK							
1:30	JPN	Inflacja r/r (%)	lip		-0.3	-0.3	
1:30	JPN	Stopa bezrobocia (%)	lip		4.3	4.3	
1:50	JPN	Produkcja przem. (wstępnie) r/r (%)	cze		1.8	-1.5	
11:00	EUR	HICP (wstępnie) r/r (%)	sier		2.4	2.4	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne NBP r/r (%)	sier	3.7		3.5	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	sier		53.5	53.7	
15:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt)	sier		73.6	72.3 (p)	
16:00	USA	Zamówienia przemysłowe m/m (%)	lip		1.0	-0.5	
16:00	USA	Przemówienie B.Bernanke w Jackson Hole					

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** W tym tygodniu rynek oczekuje na dane o PKB. Spowolnienie wzrostu jest już faktem i wydaje się, że jest uwzględnione w cenach. Oczekujemy niższej konsumpcji (1,5% r/r) i inwestycji (4,7% r/r) - nasze prognozy są zatem bardziej pesymistyczne od konsensusu. Obie składowe popytu krajowego znajdują potwierdzenie w przychodach z podatku VAT (spadek r/r był szczególnie wyraźny w czerwcu przy okazji EURO 2012). W piątek NBP poda oczekiwania inflacyjne - oczekujemy umiarkowanego odbicia (oczekiwania są zwykle opóźnione w stosunku do bieżącej inflacji o miesiąc); wartość informacyjna tego badania została jednak niedawno podkopana z powodu zmian jakie NBP wprowadziło w metodologii badania przerywając dotychczasową zależność z faktyczną inflacją.

• **Gospodarka globalna.** Dziś opublikowany zostanie sierpniowy odczyt indeksu IFO. Analitycy oczekują kontynuacji spadków odzwierciedlającej pogarszającą się sytuację w europejskiej gospodarce, choć podobnie jak zeszłotygodniowe odczyty PMI z sektora przemysłowego możliwa jest pozytywna niespodzianka (wzrosty PMI odczytujemy jako oczekiwania ankietowanych na dalsze interwencje EBC). Reszta tygodnia pod znakiem danych zza oceanu. W środę zostanie podane kolejne przybliżenie amerykańskiego PKB za II kw. - tym razem ze wskazaniem na wzrost o 0,2pp. do poziomu 1,7%. W czwartek dane dotyczące dochodów i wydatków konsumentów - spodziewane są odczyty zbliżone do poziomów notowanych przed miesiącem potwierdzające powolne ożywienie w USA. Ponadto w piątek planowane jest przemówienie Bena Bernanke w Jackson Hole. Analitycy rynkowi są mocno podzieleni odnośnie deklaracji ze strony Fed przed zbliżającym się posiedzeniem FOMC. W tym tygodniu także seria spotkań europejskich przywódców, choć nie należy spodziewać się żadnych kluczowych decyzji przed raportem troiki (którego publikacja może zostać przesunięta nawet na październik).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• W lipcu 2012 roku sprzedaż detaliczna wzrosła r/r o 6,9%, zaś licząc m/m zwiększyła się o 1,3% (więcej czytaj w sekcji analizy).
• W lipcu 2012 roku stopa bezrobocia spadła do 12,3% z 12,4% w czerwcu.
• Zamówienia na dobra trwałe w USA wzrosły w lipcu o 4,2% m/m, wobec 1,6% w czerwcu po korekcie. Po wyłączeniu sekcji transportowej zamóienia spały o 0,4% m/m.

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	1.372	0.020
USAGB 10Y	1.692	-0.007
POLGB 10Y	4.890	0.030

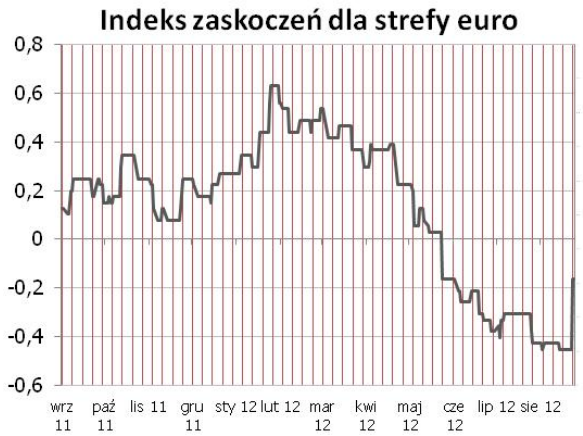
Dotyczy benchmarków Reuters

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Pomimo tygodnia z wieloma publikacjami danych makro dla Polski indeks zaskoczeń pozostał płaski. Lipcowe dane zaczynając od PMI, przez dane z sektora przemysłowego, rynku pracy po sprzedaż detaliczną to naszym zdaniem ostatnie przebłyski pozytywnych informacji z polskiej gospodarki (oparte często na efektach bazy). W kolejnych miesiącach spodziewamy się bardziej widocznych oznak spowolnienia i kontynuacji trendu spadkowego na indeksie zaskoczeń.

STREFA EURO



Indeks zaskoczeń zanotował znaczny wzrost po lepszych od oczekiwań publikacjach indeksów PMI z sektora przemysłowego strefy euro i Niemiec, w pewnym stopniu zrównoważonych przez gorsze dane z niemieckiego sektora usług. Indeksy ciągle pozostają na „głębokich" recesyjnych poziomach, zatem interpretujemy te odczyty raczej jako korektę niż zmianę trendu (więcej czytaj w Dziennym Raporcie z 24.08.2012). Dziś publikacja Ifo - konsensus nastawiony na spadki wskazuje, że także możliwa jest pozytywna niespodzianka.

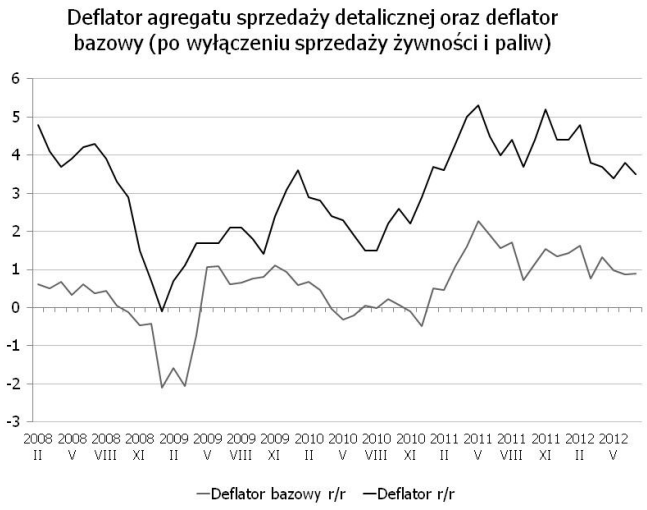
USA

W USA indeks nieznacznie wyżej po piątkowej publikacji zamówień na dobra trwałe (interpretacja odczytu nie jest już taka pozytywna, gdyż po wyłączeniu transportu zamówienia spadły o 0,4% m/m). W tym tygodniu sporo publikacji zza oceanu, zaś rynki wyczekują na piątkowe przemówienie Bernanke w Jackson Hole.

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.

Sprzedaż detaliczna - korekcyjne odbicie

Sprzedaż detaliczna przyspieszyła w lipcu do 6,9% z 6,4% w poprzednim miesiącu. Nie uważamy, że jest to sygnał zmiany trendu na sprzedaży (podobnie zresztą interpretowaliśmy pozytywną niespodziankę na produkcji przemysłowej), gdyż przyspieszenie jest mizerne, kompozycja wzrostów sprzedaży wciąż słaba, a 0,5pp. dodatkowego wzrostu można śmiało przypisać pozytywnej różnicy w dniach roboczych i efektom bazowym na silnie zmiennych kategoriach sprzedaży.



W kompozycji sprzedaży widzimy korekcyjną poprawę sprzedaży samochodów (przyspieszenie z 1,0% r/r do 4,4% r/r), obniżenie dynamiki sprzedaży żywności (z 7,6% do 4,1%), za co oprócz efektów cenowych odpowiedzialne jest zmniejszenie popytu związane z zakończeniem EURO2012 (potwierdza to analogiczny ruch na sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach). Za przyspieszenie tempa wzrostu sprzedaży paliw odpowiedzialny jest efekt bazowy z poprzedniego roku. Dynamika sprzedaży dóbr trwałych (meble, RTV i AGD) znów spada po przejściowym odbiciu (z 24,3% do 18,0%, znów spadki dynamiki wiążemy z zakupami przed EURO2012). Przyspieszeniu uległ wzrost w kategorii „pozostałe" (z -1,6% do 5,6%), jednak podobnie jak w przypadku sprzedaży paliw odpowiedzialny za to jest efekt bazowy z ubiegłego roku. W przypadku deflatora odnotowano niewielki spadek o 0,3% (spójny zresztą z zachowaniem wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych), w ujęciu bazowym stabilizację (patrz rysunek).

W kolejnych miesiącach spodziewamy się intensyfikacji spadków dynamiki sprzedaży detalicznej, odzwierciedlających spadki dynamiki konsumpcji. Jak na razie obniżenie konsumpcji dokonuje się głównie dzięki oczekiwaniom na niższy wzrost płac oraz gorszą sytuację finansową gospodarstw domowych. W przypadku emerging markets udowodniono, że ważniejszy wpływ na konsumpcję ma zachowanie zatrudnienia, gdyż to właśnie ta wielkość determinuje w sposób bardziej trwały zachowanie ścieżki przyszłego dochodu (utrata pracy jest „bardziej nieodwracalna" od braku podwyżki lub obniżki pensji i zdecydowanie bardziej dotkliwa dla konsumenta). Oczekujemy intensyfikacji rozluźnienia rynku pracy, jako że duża część „miękkich" poza-kadrowych dostosowań kosztowych zrealizowała się podczas poprzedniego spowolnienia (2009), a obecnie skrajnie silne pogorszenie wyników finansowych będzie wymuszało presję na redukcję kosztów i większe zwolnienia. Dodatkowo, obecne spowolnienie dotyczy w większej mierze popytu wewnętrznego, a więc jednocześnie dotyka większego odsetka przedsiębiorstw. Co więcej, obniżanie cen (a także płac) jest trudniejszym procesem przywracania równowagi (sztywność cen i płac, rozciągnięcie w czasie) niż osłabienie waluty wspierające eksporterów. Stąd też sądzimy, że spowolnienie w Polsce dopiero nabiera impetu.

Dane wpisują się w nieco lepszy rzut danych ze sfery realnej w lipcu. Choć nie zmieniają one fundamentalnego obrazu gospodarki polskiej, zostaną z pewnością wykorzystane przez RPP jako pretekst do odwleczenia obniżek stóp procentowych poza wrześniowe posiedzenie, co z kolei jawi się jako korzystne z punktu widzenia wiarygodności Rady, wystawianej obecnie na coraz szerszą krytykę. Poszukiwanie twardego uzasadnienia do obniżek stóp procentowych skończy się wraz z publikacją listopadowej projekcji inflacyjnej. Uważamy, że będzie to dogodny moment na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych.

Rynek nie zareagował na dane.

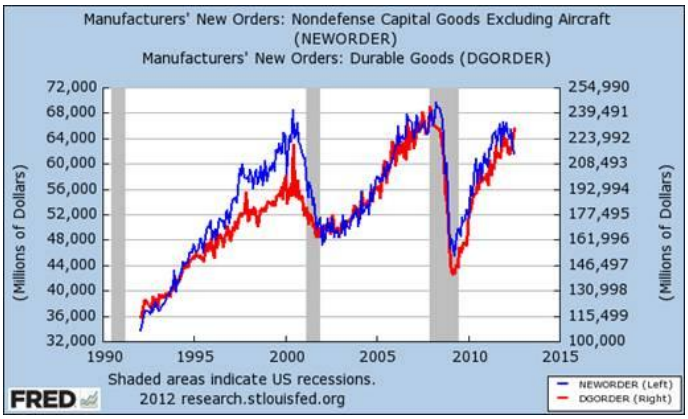
USA: zamówienia na dobra trwałe…w gruncie rzeczy słabe

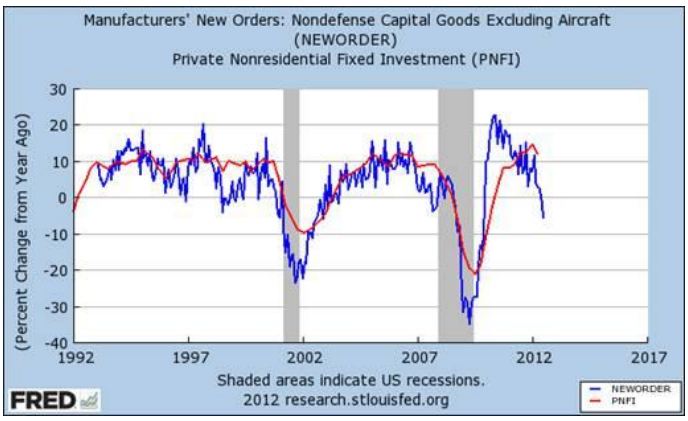
Zamówienia na dobra trwałe wzrosły w lipcu o 4,2% m/m (konsensus rynkowy 2,5%) po spadku o 1,6% w czerwcu. Po wyłączeniu transportu nowe zamówienia obniżyły się o 0,4%, zaś po wyłączeniu wydatków związanych z obroną zamówienia wzrosły o 5,7%. Zamówienia zostały jednorazowo zawyżone lotnictwem cywilnym (wzrost o 53,9%). Porównanie cywilnych zamówień kapitałowych po wyłączeniu samolotów (wykres, lewa oś, kolor niebieski) z całkowitymi zamówieniami (wykres, prawa oś, kolor czerwony) tylko potwierdza tę jednorazową naturę wzrostu. Podczas gdy całkowite zamówienia wzrosły, zamówienia na cywilne dobra kapitałowe po wyłączeniu samolotów spadły o 3,4% (w poprzednim miesiącu spadek wyniósł 2,7%).

Zestawienie zamówień na cywilne dobra kapitałowe po wyłączeniu samolotów (rysunek, niebieski wykres) oraz prywatnych inwestycji (kolor czerwony) sugeruje spadki tej drugiej kategorii, które stają się coraz bardziej wyraźne (już obecny poziom zamówień spójny jest z dynamiką prywatnych inwestycji w

okolicach zera)

Uważamy, że odczyt zamówień na dobra trwałe de facto przerwał dobrą passę amerykańskiego indeksu zaskoczeń (choć oczywiście biorąc pod uwagę headline, na wykresie zaskoczeń będzie to wyglądało zupełnie inaczej). Będzie to bardzo istotna zmienna decyzyjna dla Fed. Choć po wypowiedziach Bullarda komentujących „Minutes" spora część oczekiwań na QE wyparowała, de facto nic jeszcze nie jest rozstrzygnięte i przemówienia Bernanke na konferencji w Jackson Hole (piątek 16:00) pozostaje sporą niewiadomą; rynek podzielony jest obecnie mniej więcej 50:50 odnośnie znacznie rozszerzonego programu QE (program z wolnym końcem + zapowiedź niskich stóp procentowych z podwyżkami stóp uzależnionymi formalnie w komunikacie od zestawu twardych danych).





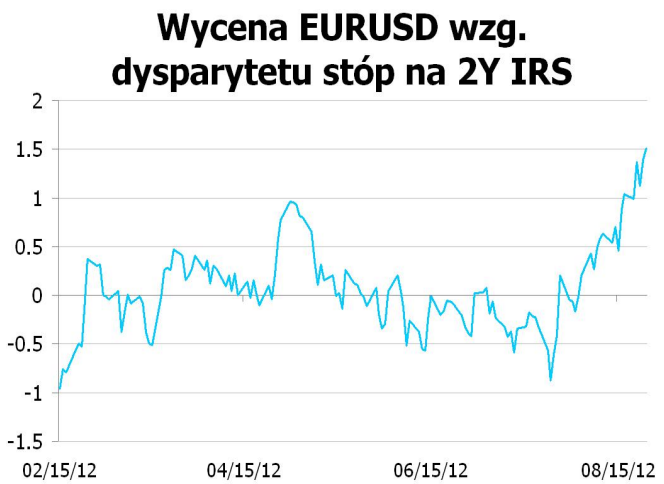
EURUSD fundamentalnie

EURUSD skończył sesję w piątek sporo niżej od otwarcia (otwarcie 1,2562, zakończenie 1,2511) i dziś rozpoczyna sesję właśnie na tych poziomach. Przecena rozpoczęła się już na początku sesji i odbyła się równolegle do spadających już drugi dzień z rzędu indeksów giełdowych. Druga część sesji, w obecności inwestorów amerykańskich, przebiegła już nieco lepiej, gdyż gorsze dane o zamówieniach na dobra trwałe (dobry headline, dużo słabsze detale) wzmocniły oczekiwania na QE. Nadchodzący tydzień upłynie pod znakiem oczekiwań na przemówienie Bernanke podczas Jackson Hole (piątek 16:00). Może to oznaczać konsolidację w okolicach 1,2500. Wśród twardych danych wydatki konsumenckie z USA (czwartek) i trzeci szacunek PKB (środa); ze strefy euro rzut wskaźników koniunktury (Ifo dziś, ESI w czwartek). Podtrzymujemy, że potencjał do negatywnego zaskoczenia ze strony strefy euro jest duży (niepewność polityczna, mocno obwarowane warunkami działania ECB), natomiast czynnikiem zdolnym do popchnięcia kursu EURUSD w górę są obecnie głównie oczekiwania na QE w USA oraz lepsze dane makro zza oceanu (choć w tym przypadku dobra passa została nadszarpnięta gorszymi danymi o zamówieniach).

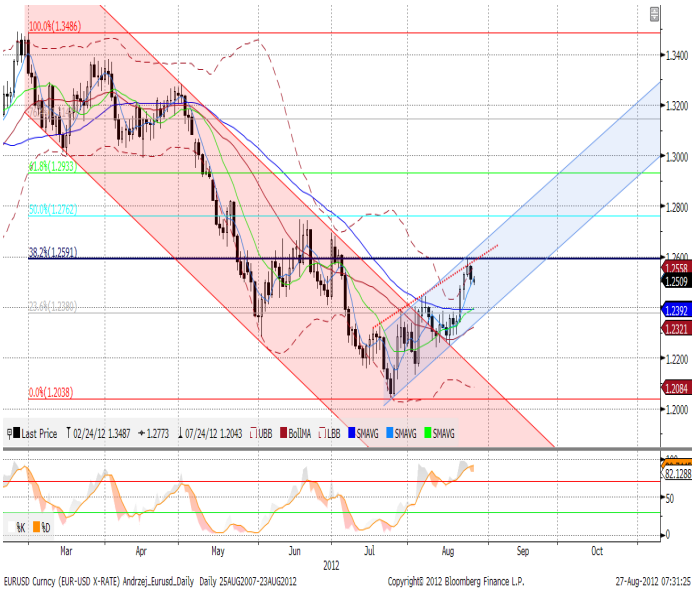
EURUSD technicznie

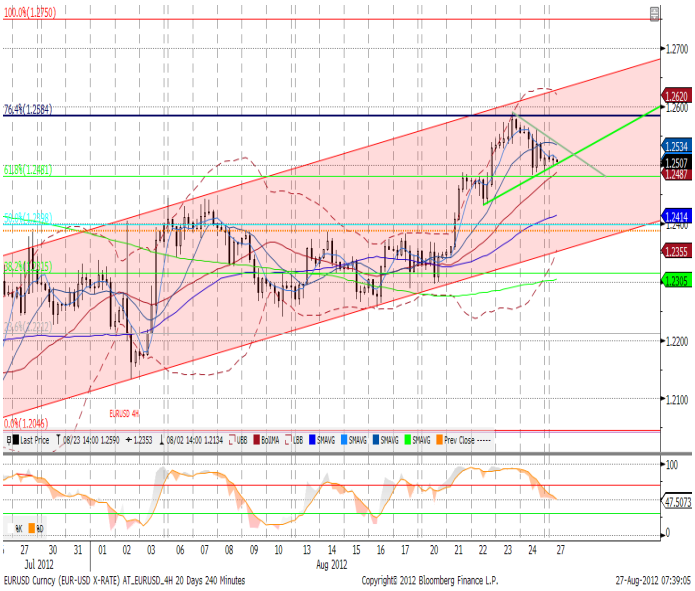
Tygodniowy wykres nie niesie narazie sygnałów inwestycyjnych. Wydaje się, że po krótkim odpoczynku byki przypuszczą atak na górne ograniczenie kanału spadkowego. Na wykresie dziennym widzimy konsolidację wokół poziomu 1.2591 będącym 38,2 % zniesieniem poprzedniego ruchu. Utworzona na przełomie lipca i sierpnia formacja odwrócenia trendu może być interpretowana jako RGR, stąd przełamanie linii szyi oraz wspomnianego oporu będzie silnym sygnałem kupna. Na wykresie o interwale 4–godzinnym rysuje się formacja chorągiewki zapowiadająca krótkoterminową korektę. Negatywnym sygnałem będzie jednak przekroczenie poziomu 1,2481.

Wsparcie	Opór
1,2508	1,2762
1,2481	1,2735
1,2241	1,2591



* 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.





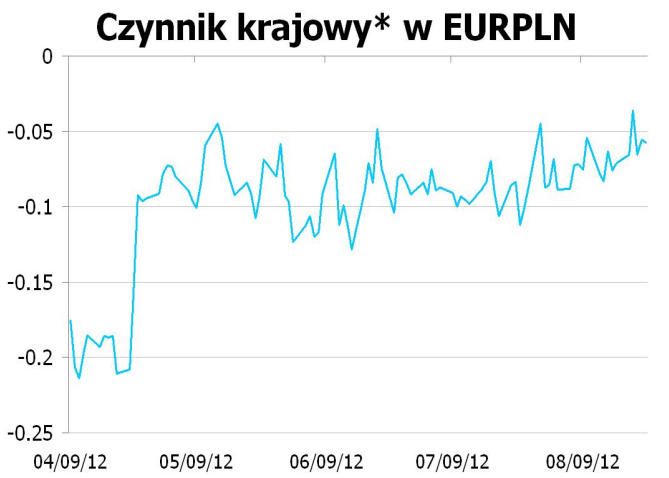
EURPLN fundamentalnie

Po ustanowieniu nowych lokalnych maksimów (4,1128) złoty skonsolidował pod koniec sesji na poziomach otwarcia (4,0900). Nieco lepsze dane o sprzedaży detalicznej nie miały wpływu na notowania krajowej waluty. Ostatnie „Minutes" pokazały, że gołębie nastroje wśród niektórych członków RPP są silnie ugruntowane, co może mieć wpływ na dyskusję na posiedzeniach. Stad też - o ile nie spodziewamy się żadnych ruchów ze strony RPP przed listopadem - rynek może zacząć na powrót wyceniać agresywny scenariusz obniżek stóp procentowych, co nie byłoby korzystne dla polskiej waluty. W takich warunkach wsparciem może okazać się QE (czy to ze strony Fed, czy ECB), jednak wydaje się, że najniższe poziomy w tym roku EURPLN może mieć już za sobą. W tym tygodniu dane o PKB - zaskoczenia prawdopodobnie nie będzie, gdyż po licznych komentarzach (NBP, rząd, GUS) rynek przygotowany jest na odczyt poniżej 3,0

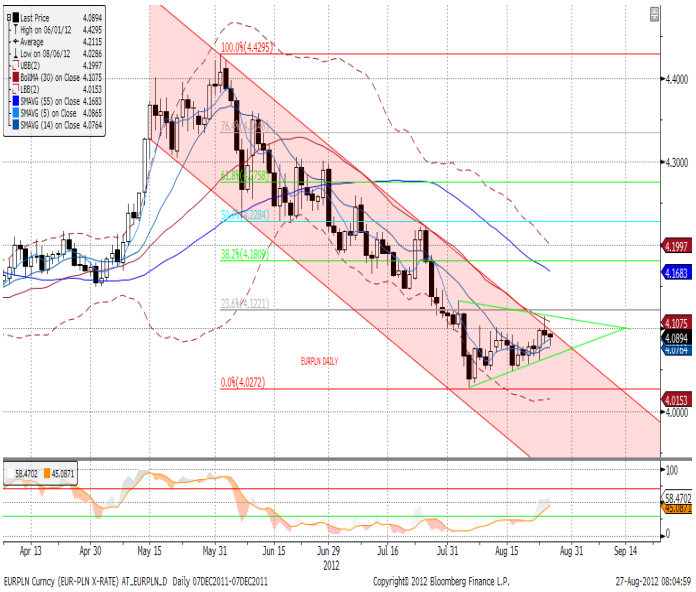
EURPLN technicznie

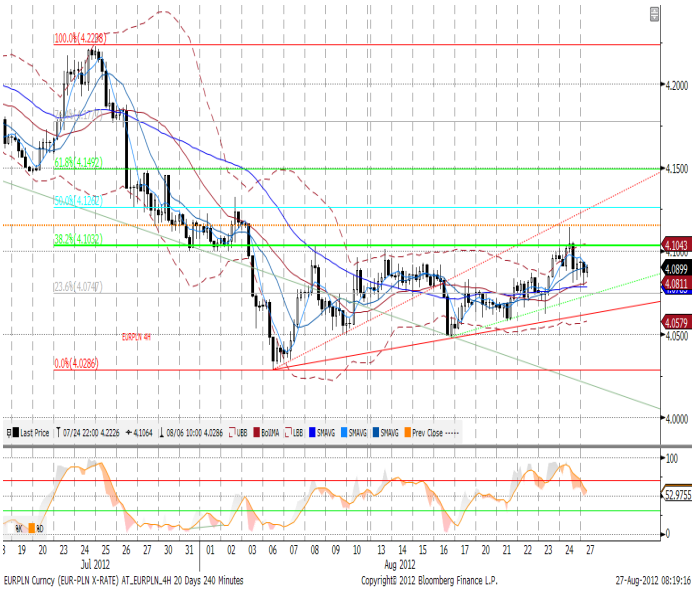
Tygodniowy wykres pokazuje niezdecydowanie inwestorów. Po silnym umocnieniu złotego nastąpiła chwila wytchnienia. Narazie nic nie zapowiada jednak dynamicznej korekty. Na wykresie dziennym widać zmagania kursu z górnym ograniczeniem kanału trendu. Przełamanie tego oporu byłoby istotnym sygnałem kupna. Wykres o 4–godzinnym interwale również nie generuje zdecydowanych sygnałów inwestycyjnych. Przekroczenie poziomów 4.1032 oraz 4.1158 będzie wyraźnym sygnałem kupna. Natomiast przebicie poziomu 4.0286 może zapowiadać dalsze umocnienie złotego.

Wsparcie	Opór
4,0870	4,1463
4,0286	4,1221
4,0108	4,1020



* 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.





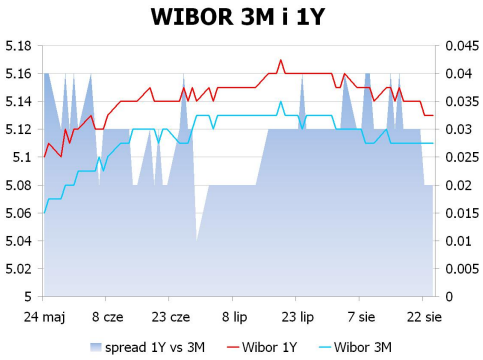
IRS	BID	ASK
1Y	4.7	4.73
2Y	4.5075	4.54
3Y	4.385	4.43
4Y	4.34	4.38
5Y	4.3425	4.38
6Y	4.348	4.38
7Y	4.37	4.40
8Y	4.405	4.44
9Y	4.438	4.47
10Y	4.44	4.48

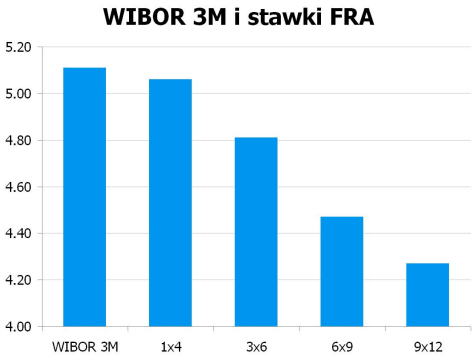
depo	BID	ASK
ON	4.5	5.0
1M	4.9	5.4
3M	5.1	5.6

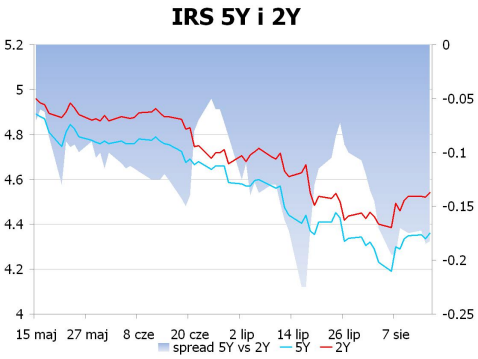
FRA	BID	ASK
1x2	4.84	4.90
1x4	5.01	5.06
3x6	4.77	4.81
6x9	4.42	4.47
9x12	4.22	4.27

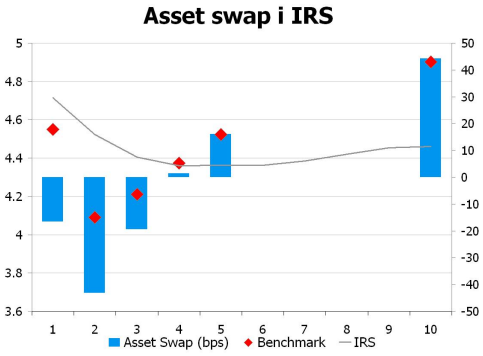
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1012
USD/PLN	3.2680
CHF/PLN	3.4147

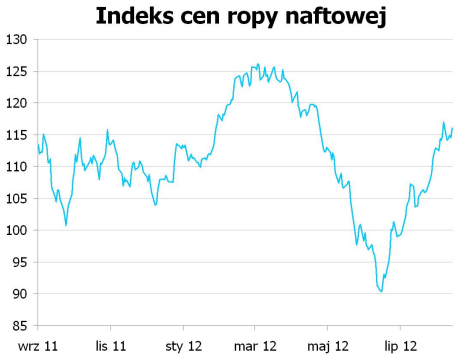
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.2510
EUR/JPY	98.36
EUR/PLN	4.0879
USD/PLN	3.2601
CHF/PLN	3.3963

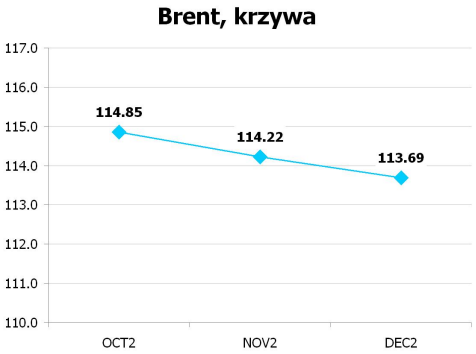












UWAGA!

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.