



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.ziembinska@brebank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@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		
15.10.2012 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	CPI r/r (%)	wrz	4.1	3.9	3.8	
14:00	POL	Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	sier	-737.0	-1050	-1027	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sier	12834.0	12091	12325	
14:00	POL	Import (mln EUR)	sier	12950.0	12559	12639	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	paź		0.6	0.8	
15:00	POL	Deficyt budżetowy (mld PLN, skumulowany)	wrz			-22.9 (r)	
16.10.2012 WTOREK							
11:00	EUR	Inflacja bazowa r/r (%)	sier		1.7	1.5	
11:00	EUR	CPI r/r (%)	sier		2.7	2.7	
11:00	GER	Indeks ZEW (pkt)	paź		-15.0	-18.2	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	wrz	-0.1	0.0	0.0	
14:00	POL	Średnia płaca brutto r/r (%)	wrz	1.8	2.7	2.7	
14:30	USA	CPI r/r (%)	wrz		1.8	1.7	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrz		0.2	-1.2	
17.10.2012 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	wrz	-3.4	-3.7	0.5	
14:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	wrz	-11.50		-8.8	
14:00	POL	PPI r/r (%)	wrz		1.7	3.1	
14:30	USA	Noworozpoczęte budowy domów m/m (%)	wrz		2.7	2.3	
18.10.2012 CZWARTEK							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	3Q		7.4	7.6	
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	wrz		9.0	8.9	
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	wrz		13	13	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	13.10			339	
16:00	USA	Conference Board Leading Index (%)	wrz		0.1	-0.1	
17:00	EUR	Początek szczytu UE					
19.10.2012 PIĄTEK							
8:00	GER	PPI r/r (%)	wrz		1.6	1.6	
15:00	USA	Existing home sales, m/m (%)	wrz		-2.5	7.8	

W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Kalendarz dla Polski jest pełen interesujących danych. Już dzisiaj odczyt inflacji za wrzesień - spodziewamy się większego niż konsensusowy wzrostu inflacji w stosunku do poprzedniego miesiąca. Ponadto, w dniu dzisiejszym opublikowane zostaną dane dotyczące sierpniowej wymiany handlowej i salda rachunku obrotów bieżących. Tutaj z kolei oczekujemy domknięcia deficytu handlowego i dalszego zmniejszenia deficytu obrotów bieżących. We wtorek dane z rynku pracy (zatrudnienie i płace), które nie powinny zaskoczyć. W środę opublikowane zostaną dane na temat produkcji sprzedanej przemysłu i produkcji budowlano-montażowej - w obydwu przypadkach oczekujemy wsparcia wcześniejszych sygnałów o spowolnieniu w gospodarce.

• **Gospodarka globalna.** Biorąc pod uwagę wzrosty na giełdach, indeks ZEW ma szansę na dalsze wzrosty. Kolejny wzrost może być odnotowany także w przypadku produkcji przemysłowej w USA (i większa liczba przepracowanych godzin i lepsze wskaźniki koniunktury). Wzrost sprzedaży detalicznej w USA jest praktycznie jedynie nominalny (silne wzrosty cen paliw). Generatorem *headlines* będzie rozpoczynający się 18. października szczyt UE.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Premier Donald Tusk zapowiedział inwestycje rzędu 220 mld zł w łupki, energetykę, drogi, kolej i w gospodarkę. Łącznie z środkami z UE inwestycje mają wynieść 700-800 mld zł. Program ma być bezpieczny z punktu widzenia deficytu i długu.
- Belka: Spowolnienie polskiej gospodarki jest wystarczające do podjęcia decyzji o obniżaniu stóp procentowych.
- NBP: Podaż pieniądza (M3) we wrześniu spadła o 0,3 proc. mdm, czyli o 2,8 mld zł i wyniosła 892.9 mld zł. Tempo przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych jest najniższe od dziewięciu lat (więcej w sekcji analizy).
- Strefa euro: Produkcja przemysłowa w sierpniu 2012 r. wzrosła o 0,6 proc. mdm, podczas gdy poprzednio wzrosła również o 0,6 proc.

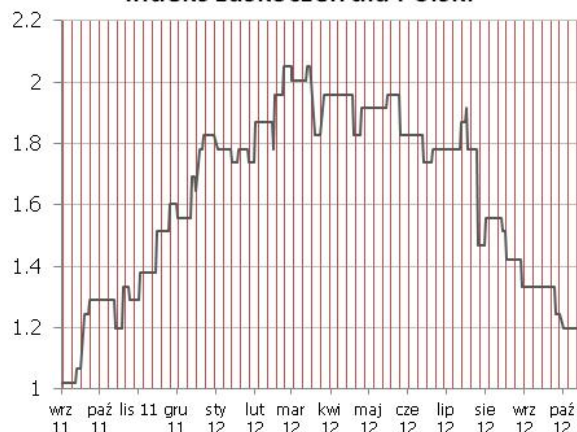
Decyzja RPP (7.11.2012)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.486	-0.035
stopy bez zmian		0%		USAGB 10Y	1.677	0.000
obniżka 25 bps		100%		POLGB 10Y	4.685	0.024
PROGNOZA BRE		obniżka 25 bps		Dotyczy benchmarków Reuters		



Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski



Indeks zaskoczeń stabilny. W tym tygodniu poznamy gros istotnych danych makro. Uważamy, że w przypadku sfery realnej jest przestrzeń do negatywnej niespodzianki.

STREFA EURO

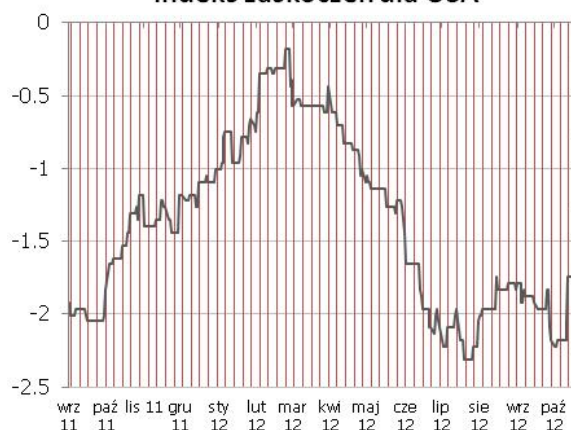
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Indeks próbuje utworzyć twarde dno. Ostatnie wzrosty wygenerowane przez pozytywne zaskoczenie na produkcji przemysłowej dla całej strefy. Dopiero w tym tygodniu pojawiają się nowe, istotne dane makro.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA



Po publikacji PPI oraz indeksu zaufania konsumentów (Michigan) indeks ostro wzrósł. W tym tygodniu pierwszoliogowe dane ze sfery realnej: produkcja przemysłowa oraz sprzedaż detaliczna.

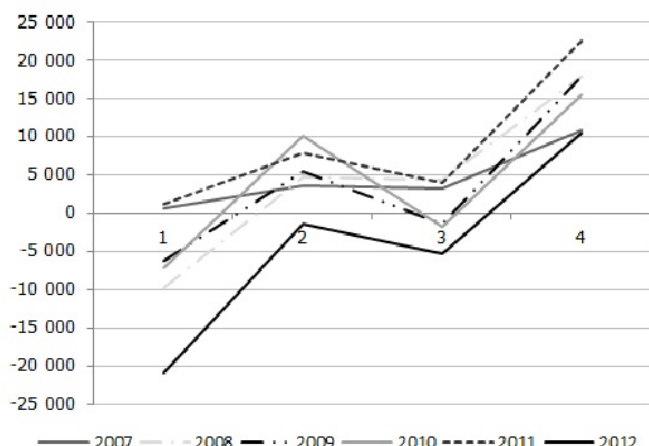
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną 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.

Silny spadek depozytów przedsiębiorstw we wrześniu

Podaż pieniądza M3 spadła we wrześniu o 2,7 mld zł (0,3% m/m) ze względu na silny spadek depozytów przedsiębiorstw i kategorii pozostałe składniki M3. Roczna stopa wzrostu wyniosła 7,6% wobec 9,0% zanotowanych w sierpniu.

Depozyty przedsiębiorstw obniżyły się we wrześniu o prawie 3,6 mld zł, co przekłada się już nie tylko na ujemną dynamikę miesięczną (ok. -2%), ale także roczną, która obniżyła się do -2,8% r/r (po wyłączeniu efektów zmian kursu eurpln wartość ta jest nieco wyższa i wynosi -1,6% r/r). Jest to wartość nietypowa jak na wrzesień, kiedy depozyty korporacyjne zwykle rosną w ujęciu m/m. Od początku roku ich wartość obniżyła się o ponad 27,5 mld zł (po uwzględnieniu różnic kursowych o ponad 25 mld zł). Postępujące spowolnienie i gorsze wyniki finansowe wpływają na silniejsze niż można było oczekiwać jeszcze kilka miesięcy temu obniżenie wolumenu depozytów przedsiębiorstw (patrz wykres kwartalnych przyrostów) i brak jest podstaw by sądzić, że w IV kwartale sytuacja będzie wyglądać inaczej - na koniec 2012 roku możemy zatem zaobserwować roczną dynamikę ok. (-8)-(-10)% r/r.

Kwartałne przyrosty depozytów przedsiębiorstw (mln zł)

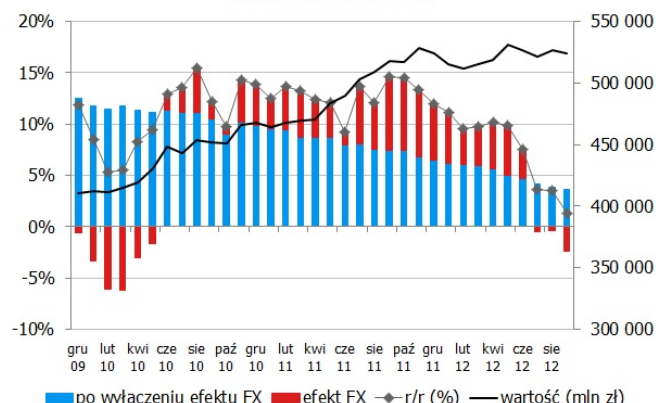


Pozostałe składowe wolumenu podaży pieniądza M3 nie zaskoczyły. Depozyty detaliczne wzrosły o 0,9 mld zł (0,2-0,3% m/m), co jest stosunkowo niską wartością, jednak wpisuje się w trend sezonowy. Roczna stopa wzrostu pozostaje w trendzie spadkowym - we wrześniu wyniosła 10,1% (po wyłączeniu umocnienia złotego o 0,5 pp. więcej). Tendencja do bezpiecznego oszczędzania jest wzmocniana przez wzmożoną awersję do ryzyka (saldo wpłat i wypłat z TFI było we wrześniu drugi miesiąc z rzędu ujemne) oraz utrzymujące się wysokie oprocentowanie depozytów złotych.

Po stronie kredytowej kontynuowane są trendy spadkowe rocznych stóp wzrostu - silny w przypadku kredytów detalicznych i słabszy dla kredytów korporacyjnych. Tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych jest najniższe od 9 lat - we wrześniu wyniosło 1,3% r/r. Za nominalny spadek we wrześniu odpowiedzialne było umocnienie złotego - po wyłączeniu tego efektu wolumen utrzymuje od pół roku wzrost na poziomie 0,3-0,4% m/m. Podobne wnioski możemy wyciągnąć dla kredytów na nieruchomości, gdzie wzrost utrzymuje się na poziomie 0,4-0,5% m/m. Wolumen kredytów konsumpcyjnych pozostaje od kwartału na

poziomie ok. 130-131 mld zł, co przekłada się na ok. (-3)-(-4)% dynamikę r/r. Perspektywy dla kredytów konsumpcyjnych pozostają negatywne, zaś dla kredytów na nieruchomości IV kwartał może przynieść nieznaczny wzrost nowej akcji kredytowej w związku z wygasaniem programu Rodzina na swoim.

Kredyty gosp.dom.



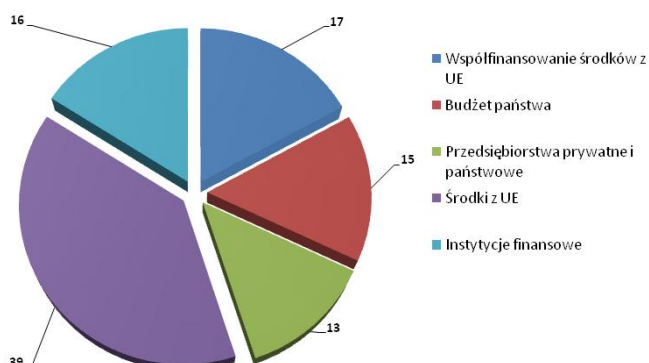
Wolumen kredytów korporacyjnych wzrósł we wrześniu po wyłączeniu efektu zmiany kursu eurpln o 0,3% m/m, zaś roczna stopa obniżyła się do 10,1%. Choć nieznane jest jeszcze dokładne rozbięcie danych, to należy przypuszczać, że wartość kredytów inwestycyjnych wzrosła o ok 0,5% m/m (tzn. ok. 15% r/r - podobnie jak w sierpniu). Dopiero ostatni kwartał przyniesie znaczące osłabienie rocznych stóp wzrostu ze względu na efekt wysokiej bazy z 2011 roku (do ok. 5% na całym wolumenie), jednak nie oczekujemy silnych spadków w ujęciu miesięcznym - badania koniunktury wskazują, że firmy istotnie ograniczają rozpoczynanie nowych inwestycji, jednak kontynuują te już rozpoczęte.

Drugie expose Premiera. Ile stymulacji fiskalnej i nowych inwestycji?

W tzw. drugim expose premier D. Tusk wymienił szereg działań mających przełożyć się na inwestycje w kwocie 300 mld zł (do roku 2015) i 460 mld zł (do 2020 roku). Elementami składowymi strategii wspierania inwestycji mają być:

1. Tzw. program „inwestycje polskie” polegający na dokapitalizowaniu BGK poprzez przekazanie akcji przedś. państwowych i dalej wygenerowanie nawet powyżej 40 mld nowej akcji kredytowej (celem oczywiście mają być kredyty inwestycyjne). Pamiętajmy jednak, że kluczowy będzie popyt na owe kredyty inwestycyjne, jak i wiarygodność kredytobiorców.
2. Inwestycje w energetyce (60 mld zł do 2020 roku).
3. Inwestycje związane z poszukiwaniem i eksploracją gazu łupkowego (50mld zł wraz z współudziałem inwestorów prywatnych).
4. Budowa dróg i autostrad (43 mld do końca 2015 r.)
5. Inwestycje w kolejnictwo (30 mld do końca 2015).

Struktura finansowania wydatków

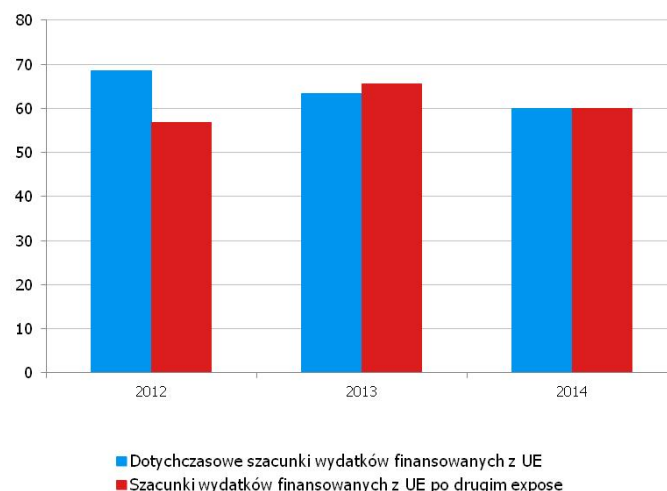


Dodatkowo Premier zapowiedział wprowadzenie kasowego rozliczania VAT, kontynuację procesu deregulacji, dłuższy urlop macierzyński (koszt 2 mld dla budżetu rocznie), reformę urzędów pracy (rozliczane mają być z efektywności programów zwalczania bezrobocia).

Należy podkreślić, że zdecydowana większość z zapowiedzianych inwestycji (w tym inwestycje drogowe i kolejowe) była ujęta we wcześniejszych planach rządowych (Ministerstwo Rozwoju Regionalnego tak planowało wydatkowanie środków z perspektywy 2007-2013, aby inwestycje realizowane były również w okresie tzw. dziury infrastrukturalnej, czyli pomiędzy końcem obecnej i efektywnym początkiem nowej perspektywy budżetowej (od 2015 roku) - patrz wykres poniżej).

Premier jednym tchem wymienił również inwestycje sektora prywatnego i publicznego w sektor energetyczny. Poziom tych inwestycji, który pojawił się w exposé traktujemy jako maksymalny potencjalnie możliwy, nie zaś jako realnie zaplanowany. Maksymalny skutek dla budżetu (dodatkowy wzrost wydatków) posługując się strukturą finansowania inwestycji przedstawioną na konferencji J. Rostowskiego i M. Budzanowskiego należałoby oszacować na poziomie 1% PKB średnio w latach 2013-2020. W latach 2013-2015 wielkość stymulacji fiskalnej nie przekroczy 1,8% PKB rocznie (średnio), przy czym skutek dla budżetu nie przekroczy 1% PKB (zwrócić należy uwagę, że prawie połowa stymulacji fiskalnej wiązała się będzie ze współfinansowaniem, a nie bezpośrednim wydatkiem z budżetu).

Oczywiście największą pokusą dla rządu (w związku z perspektywami znacznego osłabienia popytu wewnętrznego) będzie skoncentrowanie stymulacji już w roku 2013. Kwestie procedur przetargowych (absorpcja po stronie PKP rośnie, jednak ciągle nie przekracza 20%) i procesu planowania w energetyce wskazują jednak, że impuls inwestycyjny w roku 2013 może być ograniczony, zaś dodatkowe skutki dla budżetu państwa mogą nie przekroczyć 1% PKB. Trzeba pamiętać także, że środki na 2013 rok to nie są środki nowe (były już de facto planowane wcześniej, a różnice są niewielkie - patrz wykres), stąd też dodatkowy impuls inwestycyjny w najbliższym czasie może być naprawdą ograniczony.



Deficyt finansów publicznych nie powinien zatem wzrosnąć wyraźnie powyżej 3,5-4,0% PKB (wobec 2,2% PKB zapisanych w programie konwergencji. Rząd już przed exposé sugerował wzrost deficytu powyżej 3% PKB w 2013r.). Taki poziom planowanego deficytu ciągle nie przesądza o możliwości zniesienia procedury nadmiernego deficytu (EDP). Drastycznie nie powinna się zmienić także percepcja inwestorów co do podaży papierów skarbowych (odnosimy wrażenie, że ciągle kwestia utrzymania wzrostu, a więc tolerancja dla ograniczonej stymulacji fiskalnej, i niezerowych rentowności to dostateczne argumenty za utrzymaniem popytu na polskie obligacje).



EURUSD fundamentalnie

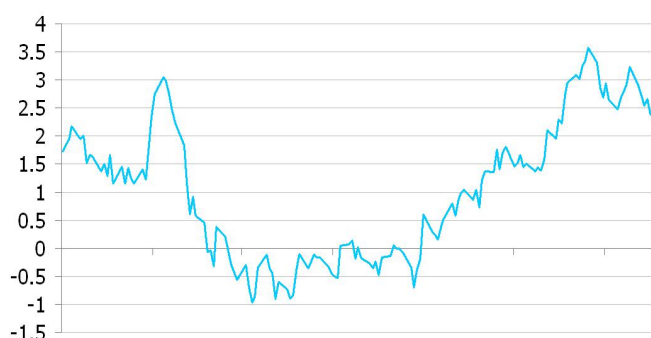
W piątek EURUSD umacniał się, co odbywało się niejako wbrew zachowaniu indeksów giełdowych. Tydzień zakończył się na poziomie 1,2952 a więc poniżej zamknięcia jeszcze tydzień wcześniej (1,3024). Inwestorzy wprawdzie nieco ochłonęli w zakresie wyceniania prawdopodobieństwa rozpadu strefy euro, jednak wydaje się nam, że sporo ryzyk zostało zignorowanych. Po pierwsze niewykluczona jest eskalacja napięć w Hiszpanii (za nim zwróci się po pomoc). Po drugie, dopóki do nich nie dojdzie zakupy ECB pozostają również niewiadomą (już nie raz przekonaliśmy się, że ECB potrafi przyjąć zobowiązania nieco na wyrost). W tym tygodniu na pierwszy plan powracają dane makro - przede wszystkim sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa z USA oraz dane z Chin (PKB, produkcja, sprzedaż). Pozytywne niespodzianki powinny umacniać EUR. Generatorem headlines będzie rozpoczynający się 18 października szczyt UE.

EURUSD technicznie

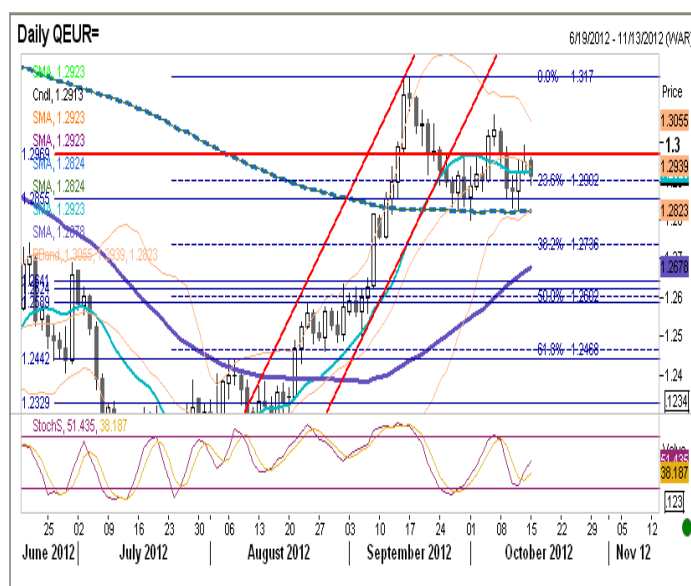
Notowania nadal w trendzie bocznym, proporczyk na wykresie tygodniowym. Sytuacja jest bliska rozstrzygnięcia...w obie strony. Zamknięcie powyżej 1,3000 (a już na pewno 1,3053) stanie się przyczynkiem do nowego impulsu wzrostowego. Spadek poniżej 1,2850 (1,2800) wygeneruje impuls spadkowy. Biorąc pod uwagę zawracający oscylator ten drugi scenariusz jest bardziej prawdopodobny. Na dziennym jednak szuka się kontynuacja konsolidacji 1,2800-1,2970.

Wsparcie	Opór
1,2902	1,3170
1,2800	1,3071
1,2736	1,2970

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



03/27/12 04/27/12 05/27/12 06/27/12 07/27/12 08/27/12 09/27/12
* 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 dysparitet.





EURPLN fundamentalnie

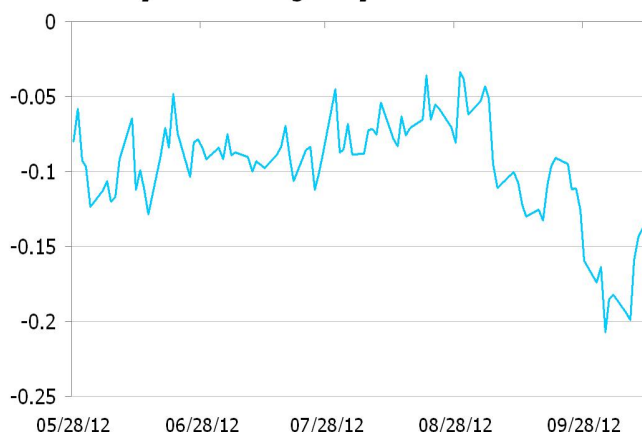
Złoty bez zmian. Już drugi dzień z rzędu złoty poruszał się w 2-3 groszowym przedziale wahań, ale bez żadnego rozstrzygnięcia - króluje trend boczny. Wydaje się, że może być to sygnał ostrzegawczy, gdyż krajowa waluta rozkorelowała się z EUR, a więc może to sugerować zmniejszenie pozytywnego wpływu czynnika krajowego. Można to powiązać z zatrzymaniem rally na polskich obligacjach (Ministerstwo będzie ostro prefinansować potrzeby pożyczkowe na przyszły rok korzystając z niskich rentowności). Spodziewamy się, że wraz z publikacjami makro ze sfery realnej na ten tydzień (produkcja przemysłowa w środę) złoty będzie jeszcze bardziej słabnąć.

EURPLN technicznie

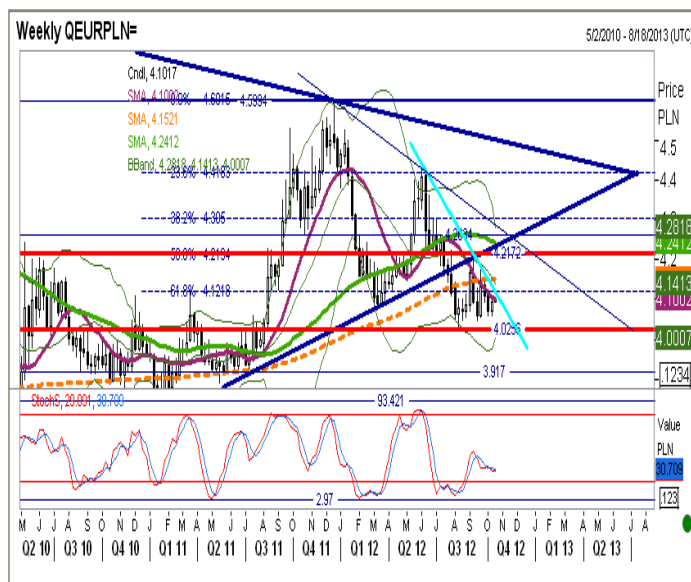
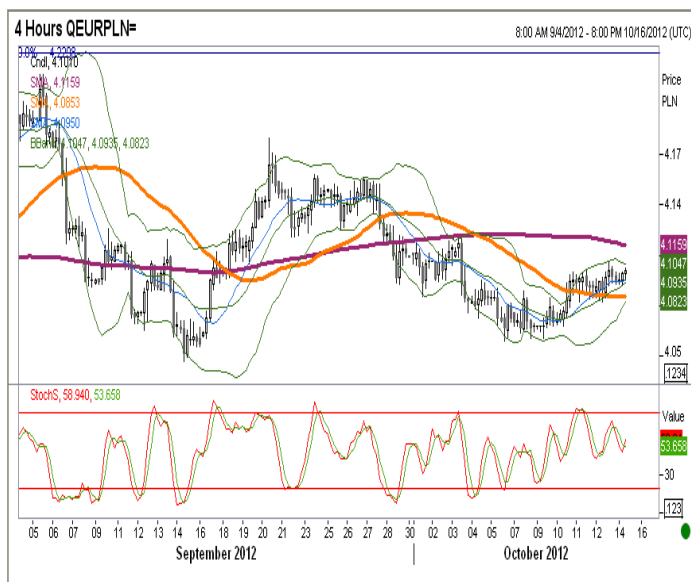
Utrzymywanie się poniżej MA14 na tygodniowym to wciąż sygnał kontynuacji trendu spadkowego, choć impuls słabnie. Naturalnym celem jest 4,0256, choć już wcześniej (okolice 4,05) notowania napotkają silne wsparcia. Na dziennym wykresie notowania mają spory problem z przekroczeniem MA55 i MA14. Jeśli dziś/jutro do tego nie dojdzie, byki stracą wigor, oscylator zawróci i znów będziemy celować w minima (odpowiednio 4,06 - 4,0452 - 4,0256). Poziomem powyżej którego możemy zapomnieć o impulsie aprecjacyjnym będzie 4,1820, wcześniej jednak notowania będą musiały sobie poradzić z 4,1231.

Wsparcie	Opór
4,0825	4,1536
4,0600	4,1231
4,0452	4,1092

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.

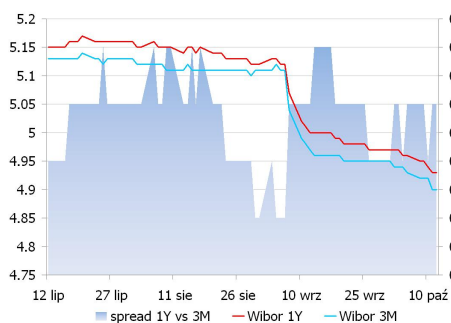




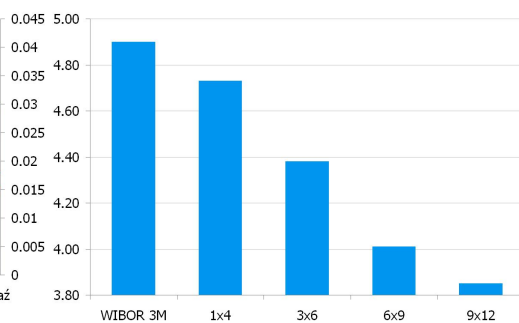
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	4.31	4.34	ON	5.0	5.2	EUR/PLN	4.0788
2Y	4.2125	4.24	1M	4.7	4.9	USD/PLN	3.1695
3Y	4.17	4.21	3M	4.7	4.9	CHF/PLN	3.3683
4Y	4.175	4.22					
5Y	4.215	4.26					
6Y	4.215	4.28					
7Y	4.3	4.33					
8Y	4.338	4.37					
9Y	4.371	4.40					
10Y	4.36	4.40					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	4.68	4.73	EUR/USD	1.2874
1x4	4.67	4.73	EUR/JPY	100.63
3x6	4.32	4.38	EUR/PLN	4.0947
6x9	3.98	4.01	USD/PLN	3.1800
9x12	3.82	3.85	CHF/PLN	3.3866

WIBOR 3M i 1Y



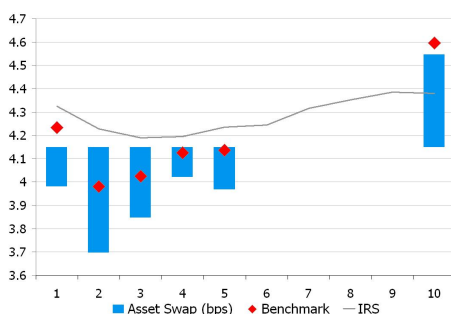
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



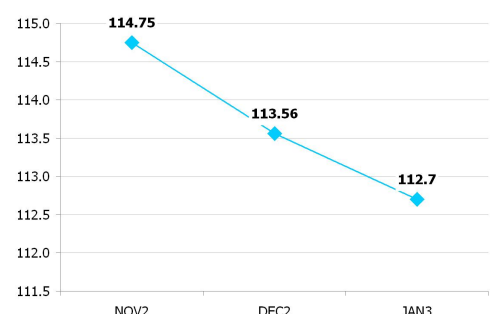
Asset swap i IRS



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 MIĘDZYPANOWEGO 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.