**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

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 | | |
| **03.12.2012 PONIEDZIAŁEK** | | | | | | | |
| 2:45 | CHN | PMI w przemyśle (pkt) | lis | | 50.4 | 49.5 | 50.5 |
| 9:00 | POL | PMI w przemyśle (pkt) | lis | 47.3 | 47.2 | 47.3 | |
| 9:50 | FRA | PMI w przemyśle *final* (pkt) | lis | | | 44.7 | |
| 9:55 | GER | PMI w przemyśle *final* (pkt) | lis | | 46.8 | 46.8 | |
| 10:00 | EUR | PMI w przemyśle *final* (pkt) | lis | | 46.2 | 46.2 | |
| 16:00 | USA | ISM w przemyśle (pkt) | lis | | 51.4 | 51.7 | |
| **04.12.2012 WTOREK** | | | | | | | |
| 11:00 | EUR | PPI m/m (%) | paź | | 0.0 | 0.2 | |
| **05.12.2012 ŚRODA** | | | | | | | |
| 9:50 | FRA | PMI w usługach *final* (pkt) | lis | | | 46.1 | |
| 9:55 | GER | PMI w usługach *final* (pkt) | lis | | 48.0 | 48.0 | |
| 10:00 | EUR | PMI composite *final* (pkt) | lis | | 45.8 | 45.8 | |
| 10:00 | EUR | PMI w usługach *final* (pkt) | lis | | 45.7 | 45.7 | |
| | POL | Decyzja RPP (%) | gru | 4.25 | 4.25 | 4.50 | |
| 14:30 | USA | Wskaźnik zatrudnienia ADP (tys.) | lis | | 140 | 158 | |
| 16:00 | USA | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | paź | | 0.0 | 4.8 | |
| **06.12.2012 CZWARTEK** | | | | | | | |
| 11:00 | EUR | PKB s.a. *prelim* q/q (%) | 3Q | | -0.1 | -0.1 | |
| 12:00 | GER | Zamówienia w przemyśle m/m (%) | paź | | 1.0 | -3.3 | |
| 13:45 | EUR | Decyzja ECB (%) | gru | | 0.75 | 0.75 | |
| 14:30 | USA | Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.) | 01.12 | | 380 | 393 | |
| **07.12.2012 PIĄTEK** | | | | | | | |
| 9:00 | CZE | PKB s.a. *final* r/r (%) | 3Q | | | -1.5 | |
| 9:00 | HUN | PKB s.a. *final* r/r (%) | 3Q | | | -1.5 | |
| 9:00 | HUN | Produkcja przemysłowa *prelim* r/r (%) | paź | | | 0.6 | |
| 12:00 | GER | Produkcja przemysłowa m/m (%) | paź | | 0.0 | -0.8 | |
| 14:30 | USA | Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.) | lis | | 90 | 171 | |
| 14:30 | USA | Stopa bezrobocia (%) | lis | | 7.9 | 7.9 | |
| 15:55 | USA | Wskaźnik koniunktury U. Michigan (pkt) | gru | | 82.0 | 82.7 | |

## W tym tygodniu...

• **Gospodarka polska.** Po nadspodziewanie słabych danych o PKB w trzecim kwartale (więcej w sekcji analizy) uwaga rynków skieruje się na Radę Polityki Pieniężnej i jej reakcję na kolejną, być może najbardziej bolesną, oznakę spowolnienia. Oczekujemy w środę kolejnego cięcia stóp procentowych o 25 pkt. bazowych i łagodnego w tonie komunikatu - RPP ze względów reputacyjnych będzie działać w sposób ostrożny i unikać gwałtownych, a nawet panicznych w wydźwięku decyzji. W międzyczasie, w poniedziałek opublikowany zostanie wskaźnik PMI za listopad - przewidywana przez nas stabilizacja jest kompromisem pomiędzy negatywnymi tendencjami krajowymi, a poprawą sentymentu zagranicą.

• **Gospodarka globalna.** Tydzień zdominowany, kolejno, przez finalne odczyty PMI w Europie Zachodniej, amerykański przemysł i rynek pracy. Po zaskakującej poprawie wskaźników koniunktury w strefie euro w zeszłym miesiącu, finalne odczyty za listopad nie powinny przynieść zmian. Oczekiwania poprawy w strefie realnej powinny zostać zaspokojone lub rozczarowane przez dane z niemieckiego przemysłu (ukształtowany zapewne pod wpływem poprawy koniunktury konsensus rynku wskazuje na wzrost zamówień i wyhamowanie spadku produkcji). W czwartek ogłoszona zostanie decyzja EBC odnośnie do stóp procentowych - tutaj, ze względu na ustalony zawczasu i wielokrotnie komunikowany kierunek polityki pieniężnej, niespodzianką będzie każda decyzja poza utrzymaniem ich na niezmienionym poziomie. Z kolei dane z USA powinny, zgodnie z przewidywaniami analityków, pokazać spowolnienie tempa kreacji nowych miejsc pracy i pogorszenie sytuacji w przemyśle - zarówno pod względem koniunktury, jak i produkcji.

## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• GUS: Produkt Krajowy Brutto wzrósł w III kwartale o 1,4 proc. rdr w porównaniu ze wzrostem o 2,3 proc. rdr w II kwartale (**więcej w sekcji analizy**).
• NBP: Oczekiwana przez osoby prywatne średnia stopa inflacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy wyniosła w listopadzie 3,6 proc. wobec 3,8 proc. w październiku.
• Strefa euro: Inflacja wyniosła w listopadzie 2012 r., w ujęciu rdr, 2,2 proc. (wstępne wyliczenia)
• USA: Wydatki amerykańskich konsumentów w październiku spadły o 0,2 proc. miesiąc do miesiąca, podczas gdy we wrześniu wzrosły o 0,8 proc.

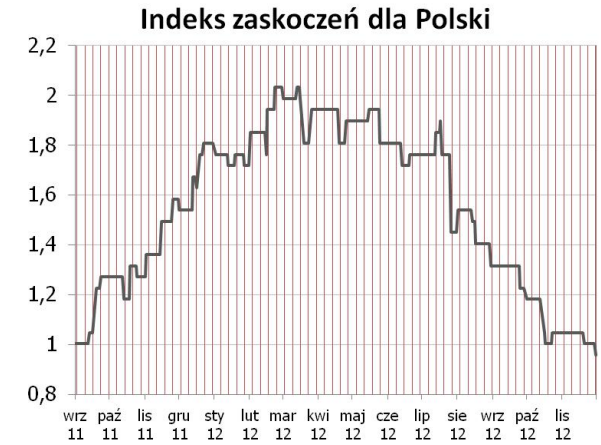
| Decyzja RPP (5.12.2012) | Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc. |
|---|---|
| podwyżka 25 bps | 0% |
| stopy bez zmian | 0% |
| obniżka 25 bps | 100% |
| **PROGNOZA BRE** | **obniżka 25 bps** |

| Obligacje | Otwarcie (%) | Zmiana (pp.) |
|---|---|---|
| GERGB 10Y | 1.382 | 0.000 |
| USAGB 10Y | 1.618 | 0.007 |
| POLGB 10Y | 4.072 | -0.058 |

Dotyczy benchmarków Reuters

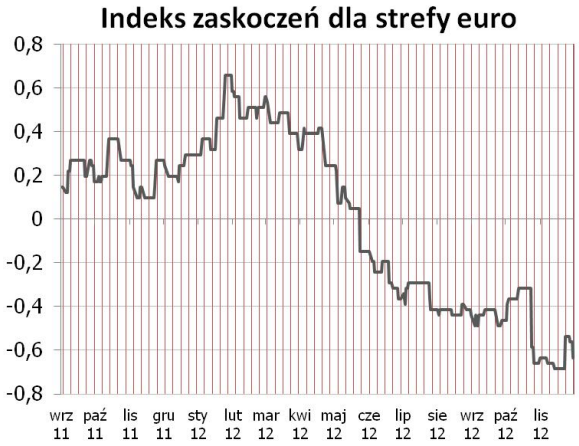
## Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

### POLSKA



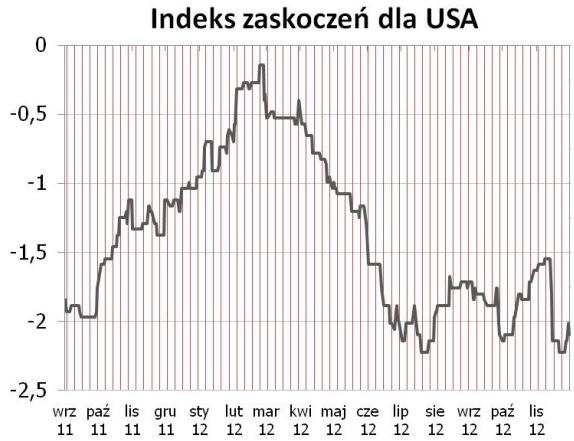

Wskutek zaskakująco słabych danych o PKB indeks wznowił w zeszłym tygodniu spadki. Ten tydzień, z uwagi na brak publikacji danych mogących przynieść zaskoczenie, nie zmieni tego obrazu. Na dalsze spadki możemy liczyć dopiero w kolejnych tygodniach.

### STREFA EURO




Zeszłotygodniowe odbicie związane z dobrymi odczytami indeksów koniunktury zostało praktycznie w całości skonsumowane przez słabe dane z Niemiec (sprzedaż detaliczna i ceny importu). W tym tygodniu m.in. dane z niemieckiego przemysłu i odczyty indeksów PMI w strefie euro. Choć przewidywania analityków wskazują na stabilizację sytuacji, ostatni miesiąc pokazał, że pozytywna niespodzianka nie jest wykluczona.

### USA

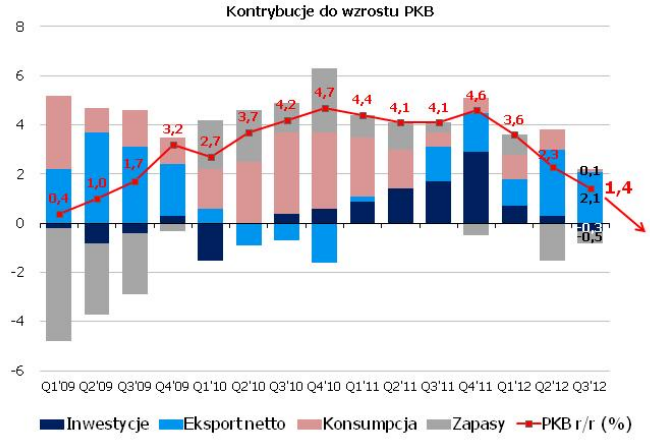



Dzięki danym na temat zamówień na dobra trwałe i informacjom z rynku nieruchomości indeks odbił się od dna uformowanego w poprzednich tygodniach. Koniec tygodnia przyniósł wprawdzie dużą negatywną niespodziankę w związku z danymi na temat wydatków konsumpcyjnych, ale cały tydzień pozostaje na plusie. W tym tygodniu m.in. indeksy ISM i dane z rynku pracy. Biorąc pod uwagę to, że oczekiwania ustawione są pod spadki, istnieje przestrzeń do pozytywnych niespodzianek.

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.

## Kolejny raz zaskakująco duży spadek dynamiki polskiego PKB

W III kw. dynamika roczna PKB spadła do 1,4% z 2,3% zanotowanych w II kw. Należy podkreślić, że wynik był zbieżny z naszymi oczekiwaniami i (po raz kolejny) znacznie niższy od oczekiwań rynkowych i prognozy z projekcji NBP (1,8% r/r).




Struktura wzrostu wskazuje przede wszystkim na kontynuację kontrakcji popytu wewnętrznego. W III kw. dynamika popytu krajowego wyniosła -0,7% (poprzednio -0,4%). Konsumpcja prywatna wzrosła zaledwie o 0,1% r/r, co zresztą spójne jest z kontrakcją funduszu płac i stagnacją na rynku kredytów konsumpcyjnych (co jest szczególnie istotne w sytuacji, kiedy stopa oszczędności jest zbliżona do zera). To najniższa dynamika konsumpcji publikowana jak dotąd w polskich danych. Obala to jednocześnie mit o sile polskiej konsumpcji. Ze względu na ograniczenie bieżącym realnym dochodem rozporządzalnym ujemne dynamiki roczne nie są wykluczone w kolejnych kwartałach (historyczny rozkład dynamik jest mylący - rynek będzie zmuszony w końcu przemyśleć nadmierne przywiązanie do porównań historycznych). Inwestycje spadły o 1,5% w ujęciu rocznym (nasze modele wskazywały nawet na 7% kontrakcję, inwestycje są jednak serią charakteryzującą się znaczną inercją). Patrząc na dynamiki wartości dodanej w budownictwie (-5,8% wobec +2% w poprzednim kwartale) można sądzić, że gros spadków zostało wygenerowane przez infrastrukturę. Kolejne kwartały powinny przynieść „dołączenie" spadków inwestycji prywatnych (na co wskazują trendy na produkcji dóbr inwestycyjnych oraz kredytów inwestycyjnych przedsiębiorstw) oraz mieszkaniowych (zamrożenie produkcji ze względu na nadpodaż i spadki cen).

Zapasy odjęły od wzrostu PKB -0,5pp., czyli zgodnie z naszą prognozą. Złożył się na to efekt bazowy z poprzedniego roku i wciąż pozytywna zmiana zapasów w III kwartale. W kolejnym kwartale efekt bazowy zostanie odwrócony a sama zmiana zapasów cyklicznie spadnie. W efekcie powrócimy do przedziału kontrybucji rzędu -1-(-1,5)pp.

Niespodziankę sprawił eksport netto. Sygnalizowaliśmy, że z uwagi na utrzymujące się niedopasowanie kontrybucji liczonych na podstawie danych GUS i NBP (dane NBP pokazywały kontrybucję średnio o około 1pp. niższą na przestrzeni ostatnich kilku kwartałów), możliwa jest negatywna niespodzianka. Tak też się stało - kontrybucja eksportu netto spadła do 2,1pp. z 2,7pp. w poprzednim kwartale. Z naszych założeń (dodatni eksport netto liczony łącznie dla towarów i usług) wynika, że IV kwartał będzie odznaczał się wyższą kontrybucją eksportu netto, później zaś rozpocznie się swobodny spadek do wartości ujemnych w II połowie roku. Z uwagi na obecne poziomy złotego nie ma co liczyć na efekt kreacji eksportu netto, który wystąpił podczas ożywienia w 2010 roku.

Piątkowe dane miały oczywiście znaczny wpływ na rynki. Złoty osłabił się w okolice 4,11, stopy rynkowe obsunęły się o 7pb, co biorąc pod uwagę fakt, że jesteśmy po masywnym rally jest wynikiem imponującym. Pojawią się zakłady o obniżkę stóp w grudniu w skali większej niż 50pb. Oczekujemy, że analitycy znacznie zbliżą po dzisiejszym odczycie swoje prognozy wzrostu do naszych pesymistycznych prognoz (my oczekujemy spadku PKB w ujęciu rocznym w I połowie 2013, ale i lepszej drugiej połowy pod wpływem czynników globalnych). Co do najbliższych dwóch kwartałów - uważamy, że spowolnienie, a nawet kontrakcja są już zdeterminowane przez krajowy komponent cyklu koniunkturalnego (konsumpcja, inwestycje infrastrukturalne). Pomimo niewątpliwego ożywienia w USA (które pozytywnie oddziałuje na wycenę akcji i w nieco dalszej perspektywie nie ominie stóp procentowych) sposób działania RPP (nie antycypuje spowolnienia i działa b. zachowawczo) wciąż będzie przyczyniać się do generowania oczekiwań na masywne obniżki stóp w Polsce.

## EURUSD fundamentalnie

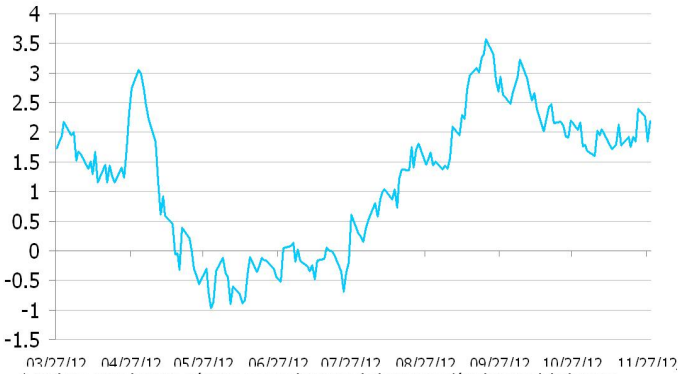
EURUSD po kolejnym dniu trendu aprecjacyjnego zatrzymał się dziś na poziomie nieznacznie powyżej 1,30. Umocnienie EUR można przypisywać kontynuacji fazy risk-on po zatwierdzeniu przez Bundesbank kolejnej transzy pomocy dla Grecji oraz lepszych danych z Chin (pozostałe dane z piątku pozostały bez echa), trend wzmacniany był przede wszystkim przez inwestorów azjatyckich. Poranne ruchy w dół to naturalna korekta i podana w piątek po zamknięciu rynku decyzja Moody's o obniżeniu ratingu ESM i EFSF o jeden poziom z Aaa do Aa1 z dalszą negatywną oceną nie powinna zaważyć istotnie na notowaniach EURUSD. W tym tygodniu sporo danych makro z Europy i USA oraz decyzja EBC. Dzisiejsze odczyty indeksów PMI mają małą przestrzeń do zaskoczeń (odstępstwa od wstępnych estymacji są zwykle nieznaczne). W środowisku względnego spokoju politycznego w tym tygodniu dane z USA (dziś ISM, pod koniec tygodnia payrolle) mogą zaważyć na sile dolara względem euro. Wydaje się jednak, że ta para zdecydowanie silniej polega teraz na czynnikach ryzyka i niepewności, co w najbliższym czasie będzie wspierać EUR i kurs będzie kontynuował ruch w kierunku 1,314.

## EURUSD technicznie

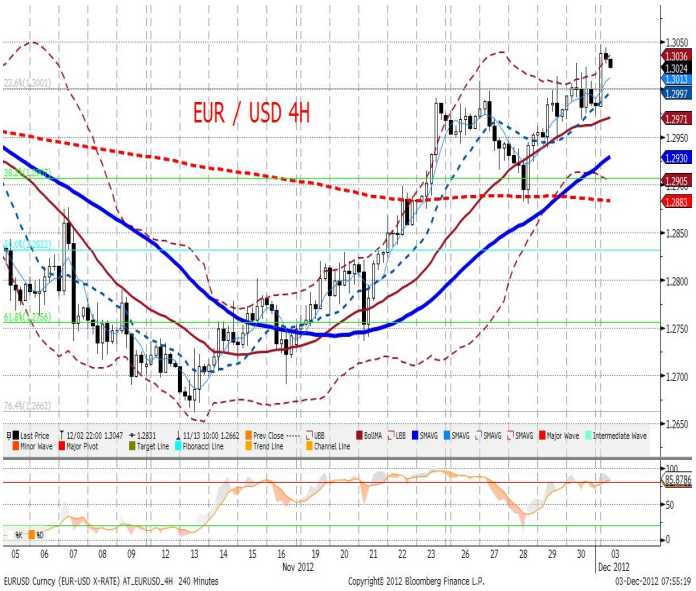
Miniony tydzień ostatecznie potwierdził wybicie w górę z formacji flagi i powrót do trendu wzrostowego. W perspektywie tygodniowej celem dla wzrostów jest maksimum września (1,3130/70), a w dłuższej perspektywie - FIBO 50% (1,3480). Piątek przyniósł wzrosty EURUSD, których kontynuacja dziś rano przyniosła (kolejne) przełamanie poziomu oporu 1,3000. Wydaje się, że uformowany już krótkoterminowy trend wzrostowy wystarcza do stwierdzenia, że istnieje dostateczne momentum dla osiągnięcia wrześniowych i październikowych maksimów (1,3150/70). W międzyczasie będziemy bacznie przyglądać się poziomowi oporowu 1,3100. Wsparciem dla korekt spadkowych pozostaje dopiero co przełamane 1,3000, a następnie 55-okresowa średnia ruchoma na wykresie 4H (1,2930).

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 1,3000 | 1,3150/70 |
| 1,2955 | 1,3100 |
| 1,2900/15 | 1,3050 |

### 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.



## EURPLN fundamentalnie

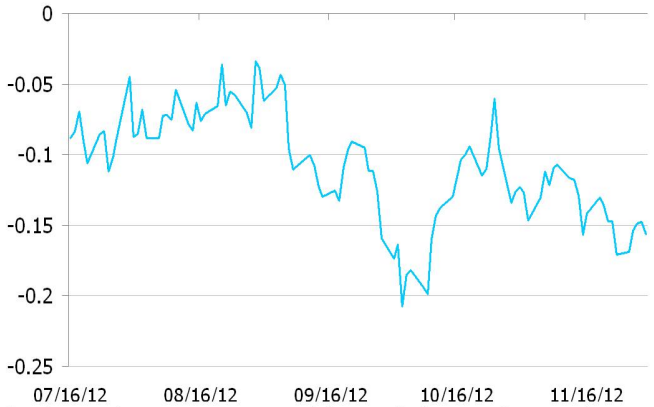
Rynek okazał się być zaskoczony gorszymi danymi o PKB (1,4% za III kw. - sprawdziła się zatem nasza prognoza w przedziale 1,3-1,6%, więcej czytaj w sekcji analizy), które przesunęły kurs ponownie powyżej 4,10 (tuż po odczycie nawet powyżej 4,11). Dane po raz pierwszy wywołały szeroką falę komentarzy odnośnie skali spowolnienia i zwiększyły prawdopodobieństwo naszego bazowego scenariusza recesji w I kw. 2013 roku. Naturalnie zwiększyły także oczekiwania na głębszy cykl poluzownaia monetarnego - RPP będzie musiała w końcu dostosować swoją retorykę do coraz bardziej ewidentnych trendów w gospodarce realnej (tym bardziej, że inflacja już w I kw. 2013 może znaleźć się poniżej celu NBP). Oczekujemy, że w grudniu poziom stóp procentowych zostanie obniżony o 25pb. (decyzja w środę), jednak wydźwięk komunikatu wskaże na głębszy niż dotychczas zapowiadany cykl poluzowania i zdeterminuje trend deprecjacyjny na EURPLN. Dziś jedynie większe odstępstwo PMI od obserowanych poziomów (z przedziału 45-50 pkt.) może wywołać jakąkolwiek reakcję - kluczowa dla złotego będzie decyzja RPP.

## EURPLN technicznie

Miniony tydzień przebiegał dla EURPLN pod znakiem spadków i zbliżył kurs do trendu spadkowego, zmiana była jednak niewielka i nie wpływa na ogólny obraz (w perspektywie tygodniowej konsolidacja w granicach 4,08-18). W piątek EURPLN odbił się od dna fali spadkowej i powrócił do poziomów z początku tygodnia (okolice 4,1040). Biorąc pod uwagę ten ruch, jak i rozwój sytuacji dziś rano (wzrost), najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla EURPLN jest ruch na północ, w kierunku 4,1300 i wyższych poziomów. Najbliższym celem dla wzrostu jest 4,1100 - poziom ten będzie bacznie obserwowany w dniu dzisiejszym. Jego przełamanie powinno otworzyć drogę do 4,1190/1200 (MA55 i FIBO 38,2% na wykresie 4H), a następnie 4,1280/1300 (FIBO 23,6% w układzie dziennym i względy psychologiczne). Z drugiej strony, wsparcie dla EURPLN wyznaczone są przez niedawne minima (4,0860) oraz najniższy kurs października (4,0610).

| Wsparcie | Opór |
|---|---|
| 4,1000 | 4,1280/1300 |
| 4,0860 | 4,1190/1200 |
| 4,0610 | 4,1100 |

### 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 |
|---|---|---|
| 1Y | 3.75 | 3.78 |
| 2Y | 3.66 | 3.69 |
| 3Y | 3.605 | 3.65 |
| 4Y | 3.605 | 3.65 |
| 5Y | 3.6325 | 3.67 |
| 6Y | 3.63 | 3.68 |
| 7Y | 3.66 | 3.71 |
| 8Y | 3.695 | 3.75 |
| 9Y | 3.73 | 3.78 |
| 10Y | 3.78 | 3.82 |

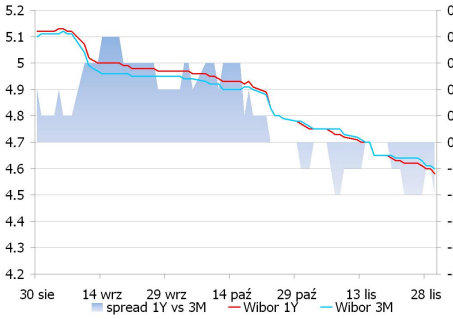
| depo | BID | ASK |
|---|---|---|
| ON | 4.4 | 4.8 |
| 1M | 4.2 | 4.6 |
| 3M | 4.2 | 4.6 |

| FRA | BID | ASK |
|---|---|---|
| 1x2 | 4.18 | 4.23 |
| 1x4 | 4.15 | 4.20 |
| 3x6 | 3.75 | 3.80 |
| 6x9 | 3.37 | 3.42 |
| 9x12 | 3.21 | 3.26 |

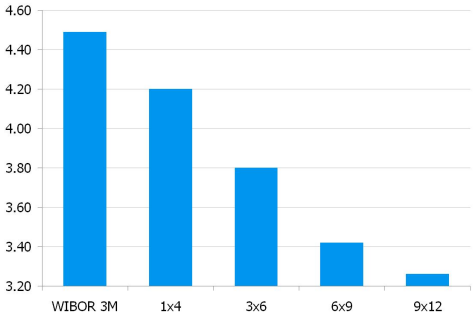
| Fixing NBP | |
|---|---|
| EUR/PLN | 4.1064 |
| USD/PLN | 3.1585 |
| CHF/PLN | 3.4088 |

| Poziomy otwarcia | |
|---|---|
| EUR/USD | 1.2983 |
| EUR/JPY | 106.82 |
| EUR/PLN | 4.0930 |
| USD/PLN | 3.1491 |
| CHF/PLN | 3.3928 |

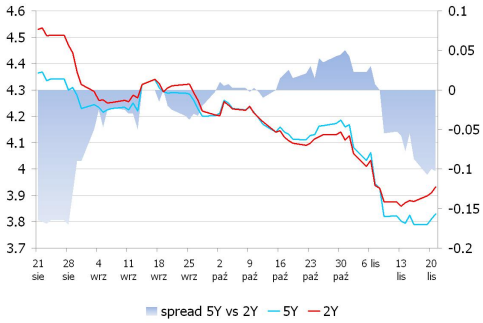
**WIBOR 3M i 1Y**



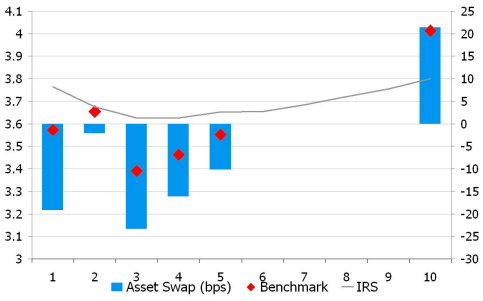

**WIBOR 3M i stawki FRA**




**IRS 5Y i 2Y**

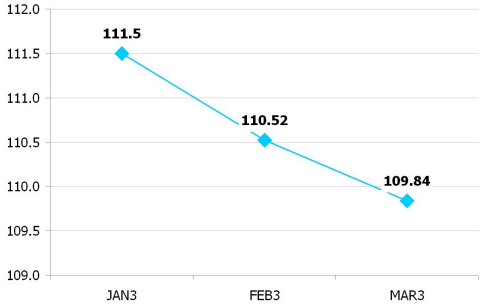



**Asset swap i IRS**




**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.