



## 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		
<b>21.01.2013 PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	POL	Publikacja raportu NBP o stanie koniunktury	Q4				
<b>22.01.2013 WTOREK</b>							
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	sty		5.7	5.7	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	sty		11.3	6.9	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	gru		5.10	5.04	
<b>23.01.2013 ŚRODA</b>							
16:00	EUR	Wskaźnik pewności konsumenckiej <i>prelim</i> (pkt)	sty		-25.8	-26.5	
<b>24.01.2013 CZWARTEK</b>							
2:45	CHN	PMI w przemyśle (pkt)				51.5	
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	sty			44.6	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	sty			45.2	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	sty		46.8	46.0	
9:30	GER	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	sty		51.8	52.0	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	sty		46.8	46.1	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	sty		48.0	47.8	
10:00	EUR	PMI composite <i>prelim</i> (pkt)	sty			47.2	
14:00	POL	<i>Minutes</i> RPP	sty				
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	19.01		360	335	
16:00	USA	Indeks Conference Board (%)	gru		0.3	-0.2	
<b>25.01.2013 PIĄTEK</b>							
10:00	GER	Indeks IFO - sytuacja bieżąca (pkt)	sty		107.0	107.1	
10:00	GER	Indeks IFO - oczekiwania (pkt)	sty		99.0	97.9	

## W tym tygodniu...

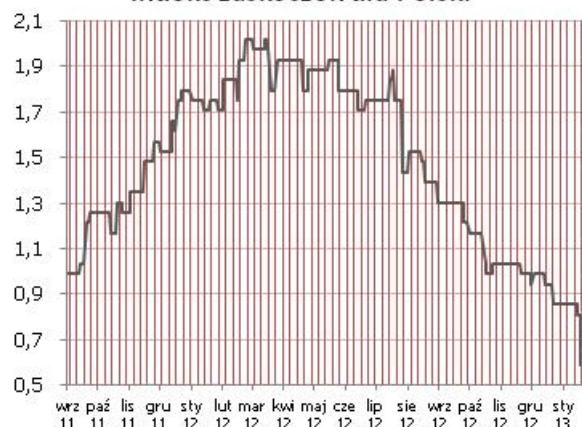
• **Gospodarka polska.** Poniedziałek przyniesie publikację kolejnej edycji raportu NBP z badań koniunktury - raport ten powinien dostarczyć cennych informacji na temat oczekiwań przedsiębiorców i "ustawić" oczekiwania co do tego kwartału. W czwartek opublikowane zostaną *minutes* RPP.

• **Gospodarka globalna.** Tydzień pod znakiem wyników badań koniunktury w strefie euro. Zaczynamy od wtorkowych odczytów indeksów ZEW w Niemczech. W środę opublikowane zostaną informacje na temat koniunktury konsumenckiej. Czwartek upłynie pod znakiem wstępnych odczytów indeksów PMI, a piątek przyniesie publikację indeksów IFO w Niemczech. Z oczekiwań rynku wyłania się dość spójny obraz: nieznaczne wzrosty indeksów koniunktury, sugerujące stabilizację na niskich poziomach, ale nie zapowiadające odbicia w sferze realnej. W Stanach Zjednoczonych tym razem mniejsza liczba publikacji: poza cotygodniowymi danymi z rynku pracy, spodziewamy się danych na temat sprzedaży domów na rynku wtórnym (boom na rynku nieruchomości trwa) oraz indeksu Conference Board (nieznaczny wzrost).

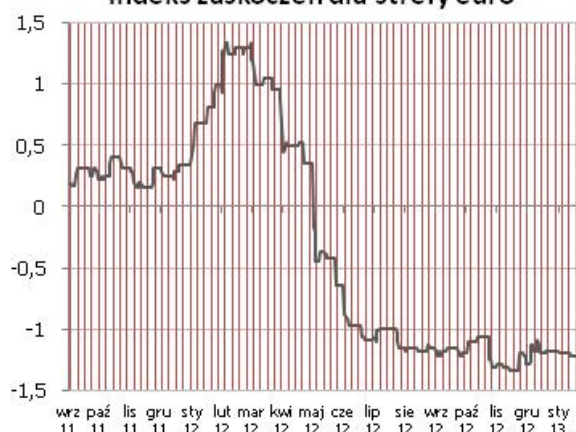
## Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- GUS: Produkcja przemysłowa w grudniu 2012 r. spadła o 10,6 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 14,2 proc.
- GUS: Przeciętne wynagrodzenie brutto w grudniu 2012 r. wyniosło 4.111,69 zł, co oznacza, że rdr wzrosło o 2,4 proc., a mdm wzrosło o 8,8 proc.
- NBP: Def. w obrotach bieżących w listopadzie wzrósł do 1.490 mln euro wobec 755 mln euro w październiku.
- Zielińska-Głębocka: W lutym raczej nie będzie przerwy w obniżkach stóp proc.
- Kotecki: Nowelizacja budżetu na 2013 rok jest niewykluczona, ale decyzje będą podejmowane, kiedy będzie dostępnych więcej informacji.

Decyzja RPP (6.02.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.627	-0.002
stopy bez zmian	40%	USAGB 10Y	0.000	0.000
obniżka 25 bps	60%	POLGB 10Y	3.952	-0.006
<b>PROGNOZA BRE</b>	<b>obniżka 25 bps</b>	Dotyczy benchmarków Reuters		

**Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia**
**POLSKA**
**Indeks zaskoczeń dla Polski**


Zgodnie z naszymi oczekiwaniami piątkowe dane przyniosły mnóstwo negatywnych niespodzianek (przede wszystkim z sektora przemysłowego - produkcja spadła o 10,6% r/r, PPI o 1,1% r/r) - indeks zaskoczeń spadł o porównywalną wartość tylko dwa razy od początku 2009 roku (w lipcu 2011 przez niższy CPI, w lipcu 2012 wyższą stopę bezrobocia) i w obu przypadkach przez kolejne tygodnie kontynuowany był trend spadkowy - to sugeruje, że przestrzeń do rewidowania prognoz w dół dla polskiej gospodarki pozostaje ciągle spora.

**STREFA EURO**
**Indeks zaskoczeń dla strefy euro**


Indeks zaskoczeń nieznacznie niżej po publikacji produkcji przemysłowej w strefie euro, jednak dopiero w rozpoczynającym się tygodniu znajdują się publikacje kluczowych dla indeksu zaskoczeń indeksów koniunktury - przestrzeń do zmiany trendu bocznego pozostaje ciągle ograniczona bardzo zachowawczymi prognozami na poziomach zbliżonych do poprzednich odczytów.

**USA**
**Indeks zaskoczeń dla USA**


Indeks zaskoczeń dla Stanów Zjednoczonych spadł istotnie szczególnie po piątkowym znacznie niższym od oczekiwań odczycie indeksu koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan. Indeksy koniunktury ciągle wskazują zmienne nastroje, co częściowo może być związane z wysokim poziomem niepewności (echa klifu fiskalnego plus ponownie zbliżający się próg limitu zadłużenia). Dane z realnej gospodarki (w minionym tygodniu sprzedaż detaliczna i cotygodniowe dane z rynku pracy) zaskakują jednak pozytywnie wskazując na polepszającą się koniunkturę w amerykańskiej gospodarce.

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.

## Duży krok w stronę recesji

**Z opublikowanych danych wyłania się bardzo spójny obraz przybierającego na sile hamowania polskiej gospodarki. Mamy i spadki produkcji i pogorszenie na rynku pracy i potwierdzenie spadku presji popytowej w spadających cenach producentów.**

**Produkcja.** W grudniu produkcja przemysłowa spadła w ujęciu rocznym o 10,6% po 0,8% spadku w listopadzie. Po odsezonowaniu roczny wskaźnik spadł do -5,1% z -1,9% zanotowanych w listopadzie. Prawdopodobnie w spadku tego wskaźnika „zaszyta” jest po części zagadka z dniami roboczymi w grudniu (czy 24 i 31 można faktycznie policzyć jako pełne dni robocze?), po części zaś potwierdza się wystromienie spadkowego trendu na produkcji (a właściwie na przetwórstwie przemysłowym). Choć część analityków może uznać to stwierdzenie za sprzeczne z danymi o PMI, my pozostaniemy przy swoim stanowisku – korelacja PMI i produkcji ostatnio znacząco osłabła.

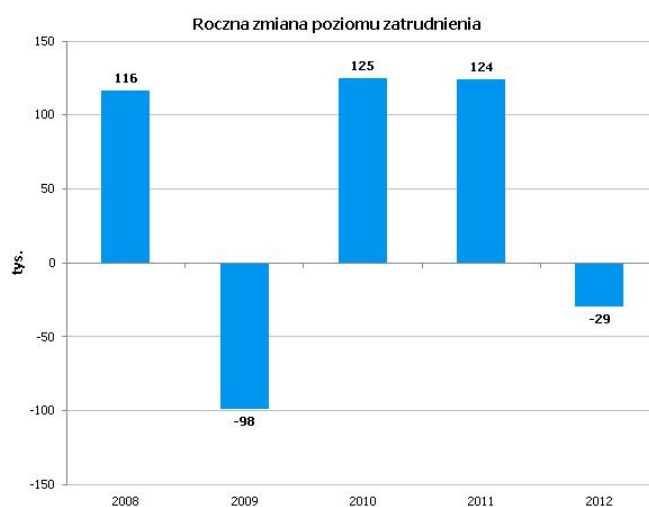
Spadek produkcji zanotowano w 30 z 34 sekcji. Kompozycja w żaden sposób nie faworyzuje sekcji eksportowych jako motoru spadków – sekcje są znacznie przemieszane, a otwierający stawkę spadek produkcji wyrobów z surowców niemetalicznych przywodzi na myśl raczej rodzimy sektor budowlany, zaś samochody, komputery, maszyny i urządzenia (także precyzyjne), metale także poza-budowlany popyt inwestycyjny.

W kolejnych miesiącach spadki produkcji będą kontynuowane, choć oczywiście efekt dni roboczych w styczniu (+1 r/r) poprawi nieco roczny wskaźnik. W kolejnych miesiącach pojawią się także (pozytywne) efekty bazowe. Sytuacja na rynku pracy sugeruje jednak, że druga fala osłabienia na rynku czynników produkcji (zwykle spadki zatrudnienia idą w parze także z popytem inwestycyjnym, a więc popytem na kapitał) pozwoli je przewyższyć i utrzymać dynamikę produkcji przemysłowej poniżej zera.

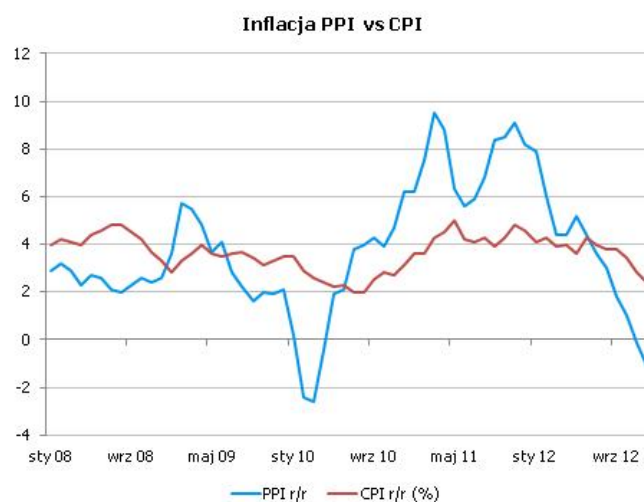
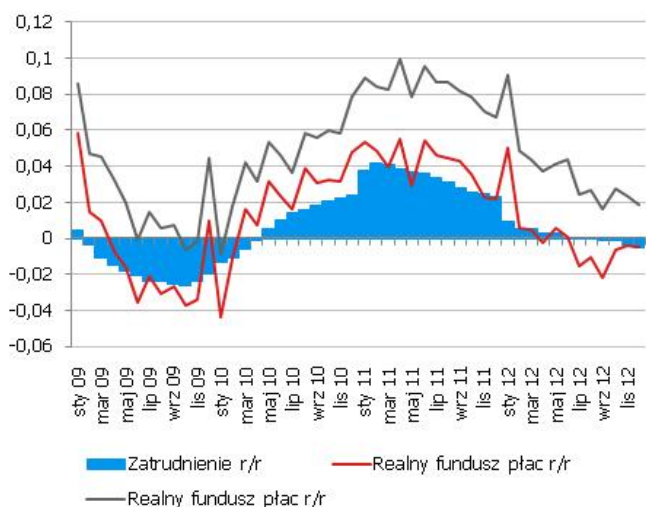
Dynamika PKB w IV kw. powinna okazać się zbliżona bardziej do 0,5% r/r niż 1% r/r (możliwy jest tym samym ujemny odczyt w ujęciu odsezonowanym kw/kw). W I kw. 2013 PKB spadnie w ujęciu rocznym (statystyczna recesja).

**Produkcja budowlano-montażowa** spadła w ujęciu rocznym o 24,8%. Jest to jeden z najgłębszych rocznych spadków tej kategorii w historii – równie głębokie załamanie odnotowano w lutym i marcu 2003 r. oraz w lutym 2010 r. Oczywiście, tak znaczący spadek jest w dużej mierze konsekwencją niekorzystnego układu dni roboczych, ale komponent strukturalny musi być istotnie negatywny. Kolejne miesiące nie przyniosą fundamentalnej poprawy w sektorze budowlanym. Aktywność w budownictwie mieszkaniowym jest, jak wskazują dane o rozpoczętych budowach mieszkań, bardzo wątpliwa, a na wsparcie ze strony publicznych inwestycji infrastrukturalnych póki co nie można liczyć (niewielka liczba nowych przetargów ogłoszonych w ostatnich miesiącach).

**Rynek pracy (początek drugiej fali osłabienia).** Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu spadło w ujęciu rocznym o 0,5% wobec konsensusu uplasowanego na poziomie -0,4% r/r. Nasza prognoza wskazywała na spadek zatrudnienia o -0,3%, co wynikało głównie z zaobserwowanych przez nas w listopadzie anomalii sezonowych (redukcje zatrudnienia w niektórych sekcjach). Dzisiejsze dane wskazują jednak że to, co uznawaliśmy za czynnik sezonowy było w rzeczywistości początkiem nowego, spadkowego trendu, który będzie skutkował dalszymi spadkami zatrudnienia w ujęciu rocznym (styczeń jest w pewnym sensie specjalny z uwagi na efekty związane ze zmianą próby).



Płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w ujęciu rocznym o 2,4% (konsensus: +2,1%, nasza prognoza: +1,1%). Sektorowy rozkład zmian wynagrodzeń w grudniu nie jest w tej chwili znany, dlatego trudno wyrokować na temat źródeł tego nieznacznie dodatniego odchylenia od prognoz. Dzisiejsze dane, wobec wtorkowego odczytu inflacji za grudzień na poziomie 2,4%, oznaczają, że wzrost płac realnych wyniósł dokładnie zero. Jest to piętnasty z kolei miesiąc, w którym dynamika realnych wynagrodzeń oscyluje wokół zera – jest to najdłuższa taka seria w historii szeregu. Nominalny fundusz płac wzrósł o 1,9%, a realny spadł o 0,5% r/r – w obydwu przypadkach oznacza to kontynuację trwających od wielu miesięcy negatywnych tendencji. Zatem spadek inflacji nie jest już nawet wystarczający dla utrzymania realnych dochodów ludności „na powierzchni”.



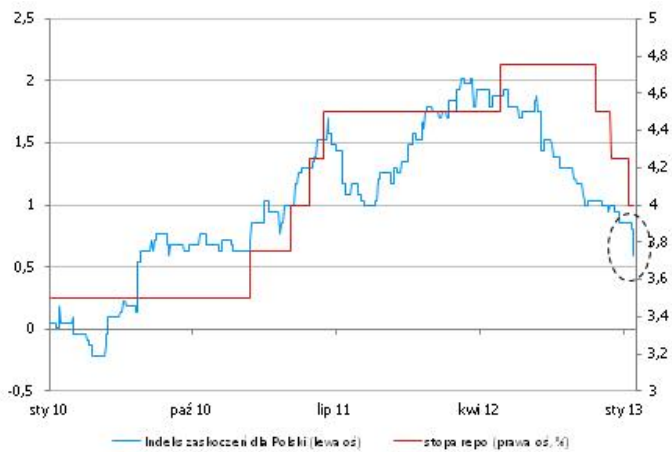
Dzisiejsze dane w sposób jasny wskazują, że okres hibernacji rynku pracy dobiegł w IV kwartale końca. W kolejnych miesiącach gospodarka realna, w ślad za obserwowanym już od miesięcy pogorszeniem koniunktury, i w zgodzie z oczekiwaniami przedsiębiorców (patrz badania koniunktury GUS i NBP), będzie w coraz szybszym tempie redukować miejsca pracy. Dzisiejsze dane negatywnie wróżą również wewnętrznemu (konsumpcyjnemu) silnikowi polskiej gospodarki: odbicie konsumpcji prywatnej w IV kwartale po szokująco słabym trzecim jest coraz mniej prawdopodobne.

**Ceny producentów (silna dezinflacja).** Ceny produkcji sprzedanej przemysłu obniżyły się o 1,1% w ujęciu rocznym (poprzedni odczyt na poziomie -0,1% nie został zrewidowany). Nasze modele ekonometryczne oparte na czynnikach egzogenicznych i kursie walutowym od kilku miesięcy systematycznie niedoszacowują spadków cen producentów. Uważamy, że jest to spowodowane czynnikami stricte cyklicznymi, które stanowią w tego typu (miesięcznych) modelach raczej tło. Silne spadki dynamiki cen producentów potwierdzają proces dezinflacji w Polsce, który jest pochodną słabości popytu wewnętrznego oraz dużej luki popytowej. Warto w tym miejscu dodać, że w tej fazie cyklu wskaźniki nominalne mogą być nawet lepszym wskaźnikiem słabości popytu w gospodarce, gdyż nie są wrażliwe na różnicę dni roboczych. Po serii zaskoczeń cenami producentów skłaniamy się do twierdzenia, że spadki cen produkcji mogą być kontynuowane nawet w kolejnych miesiącach, kiedy efekty bazowe nie będą już tak sprzyjające.

**Bilans płatniczy (nieoczekiwane wsparcie dla negatywnego scenariusza?).** Deficyt na rachunku bieżącym wyniósł 1490 mln EUR wobec 650 mln EUR podanych poprzednio (konsensus rynkowy 850 mln EUR). Okazało się, że zaskakująca publikacja danych GUS była istotnym czynnikiem ryzyka – nadwyżka na rachunku towarowym wyparowała i obecnie saldo znów charakteryzuje się deficytem w wysokości 394mln EUR. Pozostałe elementy bilansu płatniczego były zgodne z naszymi oczekiwaniami (dotyczy to w szczególności poszczególnych rachunków bieżących), nie dzieje się w nich nic nadzwyczajnego.

Na temat pojawiających się rozbieżności w danych handlowy wypowiedzieliśmy się już niejednokrotnie. W ujęciu modelowym powinna po raz kolejny pojawić się nadwyżka. Tymczasem nie dość, że negatywnie zaskoczył nas eksport (niższy od naszej prognozy o 400mln EUR), to jeszcze pozytywnie zaskoczył import (wyższy od naszej prognozy o 400mln EUR).

Nie wiemy na razie skąd te rozbieżności wynikają i czy nie są związane z pewnymi usterkami danych płatniczych. Gdyby tak faktycznie się stało, rzeczywistość statystyczna dostarczyłaby nieoczekiwane wsparcie dla naszego scenariusza recesji, gdyż gorsze dane realne ujawniane po stronie popytowej rachunków narodowych (konsumpcja, inwestycje) zbiegłyby się także z być może zaniżonymi danymi płatniczymi. To z kolei sprawiłoby, że saldo na rachunku handlowym byłoby bardziej deficytowe niż to wynikające z zależności makroekonomicznych. Stąd już blisko do stwierdzenia, że poprawa aktywności ekonomicznej Niemiec musiałaby być jeszcze większa niż dotychczas zakładaliśmy, aby scenariusz recesyjny możliwy był do uniknięcia.



**Konkluzja.** Piątkowa seria danych przypieczętowała losy lutowej obniżki stóp. Ewidentne staje się, że RPP znów nieco pośpieszyła się z ogłaszaniem pauzy w cyklu. Oczekujemy, że przy słabnącej gospodarce i kolejnych zaskoczeniach niższym wzrostem (patrz wykres) cykl obniżek będzie kontynuowany, a stopy procentowe spadną do poziomu 3,25%.



### EURUSD fundamentalnie

W piątek EURUSD osłabiał się. Zaważyły częściowo czynniki techniczne (kolejna nieudana próba przekroczenia 1,34), realizacja zysków przed weekendem oraz komentarze Coeure (ECB), jakoby spłaty LTRO nie miały wpłynąć na wysokość stawki EONIA (w kierunku wyższej). W dalszej części dnia, wobec lekkiej fazy risk off, słabsze amerykańskie dane (zaufanie konsumentów) przypieczętowały niskie poziomu na EURUSD. Dziś święto w USA, inwestorzy będą oczekiwali na decyzję BoJ oraz wyniki spotkania Eurogrupy, na którym raczej nie zapadną żadne ustalenia ws. Cypru, o czym zresztą oficjele UE informowali już wczoraj i wobec w ostatnich tygodniach. Ten tydzień otwiera potencjał do stabilizacji, bądź korekty w dół na EURUSD.

### EURUSD technicznie

W ujęciu tygodniowym bez zmian (tydzień na minimalnym minusie) - trend wzrostowy jest nienaruszony (sytuacja techniczna wskazuje na wzrosty w okolice 1,4). Piątek przyniósł kolejne (w poprzednim tygodniu już trzecie) odbicie od tegorocznego maksimum (1,34). Trwa zatem konsolidacja w zakresie 1,3250 - 1,3400. Biorąc pod uwagę bieżące poziomy, EURUSD ma wciąż potencjał do wzrostów wewnątrz tego zakresu, dlatego też po piątkowej korekcie spodziewamy się ich wznowienia aż do osiągnięcia 1,34. Jego ewentualne przełamanie otworzyłoby drogę do maksimum zeszłego roku (1,3485).

Wsparcie	Opór
1,3300	1,3600
1,3250	1,3485
1,3160	1,3400

### 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

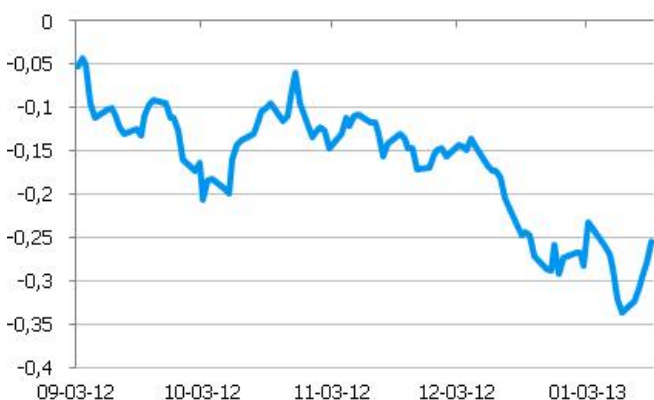
Złoty znacznie słabszy, czego przyczyną w pierwszej części dnia były spadki na EURUSD (osłabienie euro „warte” było 2 figury), później pierwsze skrzypce zagrały dane lokalne, w szczególności słabe dane o produkcji przemysłowej oraz z rynku pracy (patrz komentarz w sekcji analizy). Uważamy, że piątkowe osłabienie zapoczątkowało etap cyklicznej słabości złotego, która może w dalszym ciągu się pogłębiać wraz z prawdopodobną re wizją konsensusu rynkowego w dół. Nie spodziewamy się jednak, że osłabienie sięgnie powyżej 4,25 - ryzyko rozpadu strefy euro jest minimalne, a gospodarka jest lepiej zrównoważona zewnętrznie niż w poprzednich latach.

### EURPLN technicznie

Poprzedni tydzień przyniósł wyłamanie z FIBO 61,8% i zdecydowany ruch w kierunku 55-tygodniowej średniej ruchomej (4,1670). O uformowaniu trendu wzrostowego nie może jeszcze być mowy - wydaje się, że w ujęciu tygodniowym obserwujemy kolejną falę wzrostową na EURPLN. Piątek zakończył się dużą białą świecą - EURPLN wyłamał się z kanału wzrostowego, przebijając wszystkie wyznaczone w poprzednim komentarzu poziomy oporu, uformowując nowe maksimum tego roku (4,1650) i zamykając się powyżej MA200 (4,1450) po raz pierwszy od listopada. Kontynuacja wzrostów jest oczywiście możliwa (oczekiwaliśmy najpierw wyrównania i przełamania tegorocznego maksimum), ale bardziej prawdopodobny jest spadkowy ruch korekcyjny poniżej MA200. Wsparcia w dalszej kolejności związane są z poprzednimi maksimami stycznia (4,1350/70) i FIBO 23,6% (4,1280/1300).

Wsparcie	Opór
4,1450	4,1800/20
4,1350/70	4,1700
4,1280/1300	4,1650

### Czynnik krajowy\* w EURPLN



\* Wykres przedstawia resztę 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 umiarniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





IRS	BID	ASK
1Y	3.56	3.59
2Y	3.5175	3.55
3Y	3.4899	3.53
4Y	3.51	3.55
5Y	3.5575	3.60
6Y	3.575	3.64
7Y	3.62	3.68
8Y	3.686	3.73
9Y	3.7217	3.76
10Y	3.755	3.80

depo	BID	ASK
ON	3.5	3.7
1M	3.8	4.1
3M	3.8	4.0

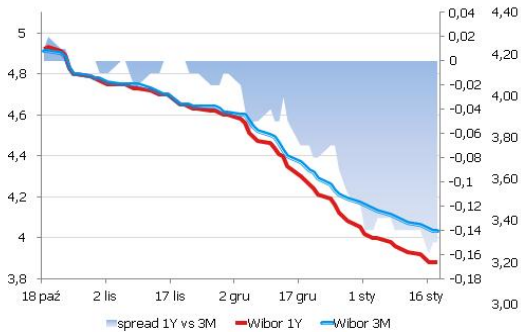
FRA	BID	ASK
1x2	3.85	3.90
1x4	3.80	3.85
3x6	3.54	3.59
6x9	3.27	3.32
9x12	3.23	3.28

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1294
USD/PLN	3.0925
CHF/PLN	3.3067

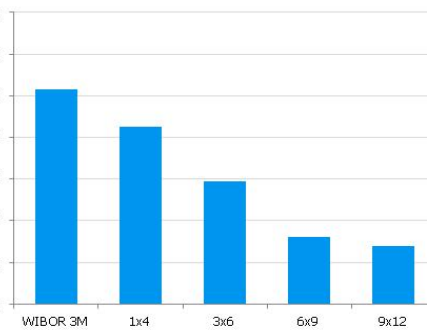
  

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3319
EUR/JPY	119.79
EUR/PLN	4.1490
USD/PLN	3.1150
CHF/PLN	3.3327

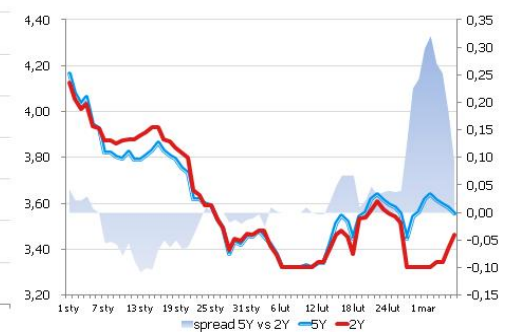
WIBOR 3M i 1Y



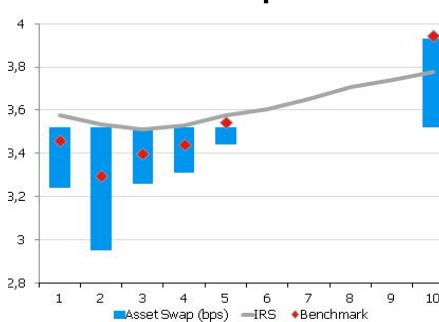
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



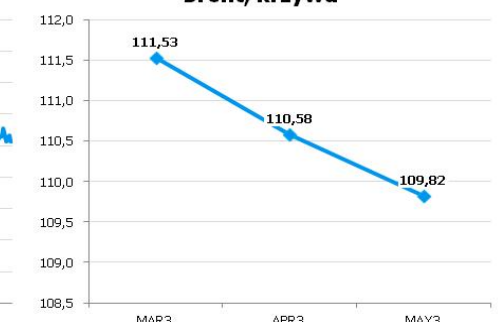
Asset swap i IRS



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 OBROTCIE 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, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUJCA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.