



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		
18.02.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Place r/r (%)	sty	2.0	1.0	2.4	0.4
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	sty	-0.6	-0.9	-0.5	-0.8
19.02.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	lut		9.0	7.1	5.2
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	lut		35.0	31.5	48
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sty	-2.5	-2.8	-10.6	0.3
14:00	POL	PPI r/r (%)	sty	-1.3	-1.1	-1.1	-1.2
14:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	sty	-18.0	-19.7	-24.8	-16.1
20.02.2013 ŚRODA							
8:00	GER	CPI r/r final (%)	sty		1.7	1.7	1.7
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	sty		920	973 (r)	890
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	sty		920	909 (r)	925
14:30	USA	PPI r/r (%)	sty		1.7	2.0	1.8
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka <i>prelim</i> (pkt)	lut		-23.2	-23.9	-23.6
20:00	USA	<i>Minutes</i> Fed	sty				
21.02.2013 CZWARTEK							
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	lut		43.8	42.9	43.6
9:00	FRA	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	lut		44.4	43.6	42.7
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	lut		50.5	49.8	50.1
9:30	GER	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	lut		55.5	55.7	54.1
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	lut		48.5	47.9	47.8
10:00	EUR	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	lut		49.0	48.6	47.3
10:00	EUR	PMI composite (pkt)	lut		49.0	48.6	47.3
14:00	POL	<i>Minutes</i> RPP	sty				
14:30	USA	CPI r/r (%)	sty		1.6	1.7	1.6
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.02		355	342 (r)	362
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	sty		4.90	4.90 (r)	4.92
22.02.2013 PIĄTEK							
8:00	GER	PKB kw/kw final (%)	4Q		-0.6	-0.6	-0.6
10:00	GER	IFO - ocena bieżąca (pkt)	lut		108.5	108.0	
10:00	GER	IFO - oczekiwania (pkt)	lut		101.4	100.5	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Tydzień kończymy lutowymi odczytami niemieckich indeksów IFO. Wprawdzie konsensus rynkowy wskazuje na kontynuację wzrostów (aczkolwiek tempo nie jest zbyt imponujące), ale nieznaczne negatywne niespodzianki w PMI i ZEW (ocena bieżąca pogorszyła się) sugerują istnienie przestrzeni do negatywnych zaskoczeń.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Hausner: RPP powinna zacząć myśleć o zakończeniu cyklu obniżek stóp, by nie znaleźć się w sytuacji, że w momencie gdy nadejdzie odbicie, będzie zmuszona za mocno je podnosić.
- Glapiński: Poprawiające się perspektywy gospodarcze wzmacniają przekonanie, że RPP powinna zakończyć obniżki stóp procentowych i przejść do nastawienia "wait-and-see".
- Fitch podniósł perspektywę ratingów Polski ze stabilnej do pozytywnej i potwierdził rating Polski na poziomie "A minus" dla walut zagranicznych i "A" dla waluty krajowej. **(więcej w sekcji analizy)**
- GUS: Wskaźnik syntetyczny koniunktury gospodarczej kształtuje się w lutym na niższym poziomie niż odnotowano przed miesiącem i przed rokiem.
- Strefa euro: Indeks PMI w przemyśle wyniósł w lutym 2013 roku 47,8 pkt. wobec 47,9 pkt. na koniec poprzedniego miesiąca (wstępne wyliczenia). **(więcej w sekcji analizy)**
- USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym w styczniu wzrosła do 4,92 mln w ujęciu rocznym.

Decyzja RPP (6.03.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	50%
obniżka 25 bps	50%
PROGNOZA BRE	
obniżka 25 bps	

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.629	0.004
USAGB 10Y	1.979	0.014
POLGB 10Y	4.033	-0.053
Dotyczy benchmarków Reuters		



Minutes z lutowego posiedzenia RPP - Rada bardziej jastrzębia, dyskusja o zakończeniu cyklu obniżek

W dyskusji na lutowym posiedzeniu Rada uznała część faktów dotyczących spowolnienia gospodarczego, między innymi recesję popytu wewnętrznego i konsumpcji. RPP spodziewa się utrzymania ujemnych dynamik inwestycji prywatnych i spadku inwestycji publicznych ze względu na ograniczenia dla polityki fiskalnej. Jednocześnie część RPP podtrzymała opinię co do ożywienia koniunktury w II połowie roku. W dyskusji dużo miejsca zajęło zagadnienie kształtowania się stopy oszczędności. Znaczna część RPP twierdzi, że stopa ta może być niska ze względu na obniżanie stóp procentowych. Tylko kilku członków prezentuje pogląd, że od poziomu stóp procentowych ważniejsze są dla tej wielkości ekonomicznej zmiany koniunktury (pogląd ten podzielamy).

W odniesieniu do perspektyw inflacji mniejsza liczba członków niż poprzednio uważa, że inflacja obniży się poniżej dolnej granicy celu NBP. Wskazywano, że spadek inflacji może mieć charakter przejściowy.

Członkowie RPP, pomimo przegłosowanej obniżki stóp procentowych, wyraźnie różnili się co do oceny przyszłej polityki pieniężnej. Pojedynczy członkowie Rady wskazywali, że obniżki stóp mogą prowadzić do dalszego spadku stopy oszczędności, co byłoby zjawiskiem niepożądanym. Znaczna grupa w RPP opowiadała się za dalszymi głębszymi cięciami stóp w odpowiedzi na ciągłe rosnącą stopę realną oraz opóźnienie w transmisji monetarnej. Dodajmy, że na posiedzeniu zgłoszono wnioski o obniżki stóp o 50 i 100pb. Dość zgodnie wskazywano, że dalsze decyzje mogą zależeć od wyników projekcji inflacyjnej NBP. Niektórzy członkowie Rady sygnalizowali przy tym, że biorąc pod uwagę dokonane złagodzenie polityki pieniężnej i oczekiwaną stopniową poprawę koniunktury w II połowie 2013 r., być może zbliża się moment przerwy lub zakończenia obecnego cyklu obniżek stóp procentowych NBP. Ponieważ wątek pauzy, a nawet zakończenia cyklu obniżek zdominował konferencję prasową po posiedzeniu odnosimy wrażenie, że ci niektórzy członkowie RPP są właśnie kluczowi dla uzyskania konsensusu w Radzie.

Decyzja marcowa Rady wydaje się w gruncie rzeczy zależeć od głosu jednego niezdecydowanego członka - prof. Hausnera (wskazał on wprost, że nie wie jak zagłosuje). Szalę na korzyść obniżki może przechylić projekcja inflacyjna. Po drodze będziemy mieli jeszcze jednak lepsze statystycznie dane o sprzedaży detalicznej ale i dane o PKB za IV kw. (spadek w ujęciu kw/kw). Na marcowym posiedzeniu RPP prawdopodobnie przejdzie do neutralnego nastawienia.

Fitch podnosi perspektywę polskiego długu na pozytywną

Wczoraj agencja Fitch podniosła perspektywę ratingu Polski do pozytywnej. Obecnie polski dług ma według tej agencji rating A minus (perspektywa pozytywna). Gwoli przypomnienia, zgodnie z metodologią Fitch Ratings, perspektywa ratingu określa oczekiwany kierunek zmian ratingu w okresie 1-2 lat. Dotyczy ona zaobserwowanych przez Agencję trendów, które - jeśli będą kontynuowane - doprowadzą do zmiany wiarygodności kredytowej kraju.

Wśród przyczyn decyzji o podniesieniu ratingu znajdują się:

1. Spadek deficytu sektora finansów publicznych od 2010 roku (agencja szacuje, że w 2012 roku wyniósł on 3,4%), przy czym agencja spodziewa się dalszego spadku w okolicach 2,7% w 2014 roku.
2. Stabilizacja i dalszy spadek długu publicznego do 54,5% w 2014 roku.
3. Reformy otoczenia biznesowego widoczne we wskaźnikach Banku Światowego, które mają prowadzić do zwiększenia potencjału wzrostu w długim okresie.
4. Solidne średnioterminowe perspektywy wzrostu pomimo oczekiwanego spowolnienia w 2013 roku (do 1,6% według agencji) z powodu ograniczenia popytu wewnętrznego.
5. Możliwość dalszego uzupełnienia braków w infrastrukturze krajowej oraz dalsze podniesienie perspektyw dla długoterminowego wzrostu z uwagi na przyznanie Polsce 105,4mld EUR z unijnego budżetu w perspektywie 2014-2020.

Przeprowadzona przez nas w ubiegłym roku analiza ratingu Polski sugerowała, że Polska może uzyskać zmianę perspektywy ratingu na pozytywną. Argumentowaliśmy jednocześnie, że przeszkodą do samej zmiany ratingu mogą być czynniki cykliczne, które w 2013 roku zaczną negatywnie oddziaływać na gospodarkę. Decyzja Fitch pokazuje, że agencja skupia się na tendencjach długookresowych, ignorując jednocześnie poprawę lub pogorszenie wskaźników makroekonomicznych i fiskalnych, które są następstwem wahań cyklicznych. Nie bez powodu sporo miejsca w argumentacji zmiany perspektyw ratingu zajmują odniesienia do działań poprawiających potencjał do generowania wzrostu gospodarczego (w naszej analizie wskazywaliśmy, że tempo wzrostu produktu potencjalnego jest wyraźnym atutem polskiej gospodarki). Również program konsolidacji finansów publicznych jawi się globalnie jako program wiarygodny (lub inaczej: determinacja Ministerstwa Finansów do utrzymania solidnych wskaźników fiskalnych jest oceniana na tyle wysoko, że jest w stanie przezwyciężyć cykliczne przeszkody).

Co prawda nasz scenariusz na 2013 rok jest dużo bardziej negatywny od tego przedstawionego przez Fitch, to jednak nie spodziewamy się, że jego realizacja doprowadzi do usunięcia ostatniej zmiany perspektywy ratingu, gdyż widać wyraźnie, że uwaga agencji skupiona jest na tendencjach długookresowych, a te jawią się wciąż pozytywnie (lub inaczej: pozytywnie na tle grupy rówieśniczej polski). Dodatkowo, nasz scenariusz nie zakłada drastycznego pogorszenia wskaźników fiskalnych i wprowadza dodatkowy atut w postaci dalszego zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących, który - przynajmniej w ujęciu ekonometrycznym - jest silną determinantą ratingu kraju.

Bezpośrednią reakcją na zmianę perspektywy ratingu będą wzrosty cen polskiego długu (wczoraj były one nieznaczne, jednak decyzja ogłoszona została praktycznie już przy znikomej płynności rynkowej). Są one tym bardziej prawdopodobne, że spotykają się z obserwowaną w ostatnich dniach globalną presją na spadek rentowności obligacji krajów bezpiecznych (a w takim właśnie koszyku znajduje się obecnie Polska) z uwagi na wzrost niepewności politycznej (wybory we Włoszech) oraz gospodarczej, związanej ze wyhamowaniem poprawy wskaźników koniunktury w strefie euro. W nieco dłuższej perspekty-



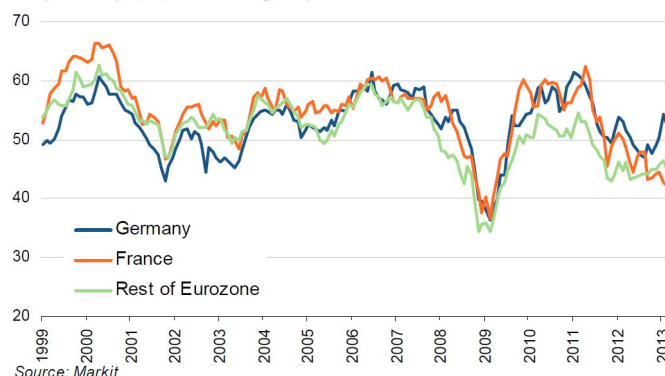
wie informacja o zmianie perspektywy nie będzie jednak w stanie zmienić siły oddziaływania czynników cyklicznych na polski dług (zahamowanie oczekiwań na ostre obniżki stóp procentowych, oczekiwanie odbicia gospodarczego w drugiej połowie roku, podniesienia inflacji). 2013 rok nie będzie rokiem obligacji, jednak nie należy oczekiwać powrotu rentowności obligacji do poziomów obserwowanych przed 2012 rokiem (5+ w sektorze 10y), gdyż do tej pory Polska w oczach inwestorów zagranicznych otrzymała już prawdopodobnie niejedną podwyżkę ratingu, które w najbliższych 1-2 latach będą tylko usankcjonowywane przez agencje ratingowe.

Indeksy PMI potwierdzają, że oczekiwania na szybkie ożywienie w strefie euro są zbyt wygórowane

Wczorajsze wstępne dane o PMI ze strefy euro zaskoczyły negatywnie we wszystkich rozbiciach (na razie nieznane są szczegółowe szacunki dla poszczególnych krajów poza Niemcami i Francją). Na pierwszy plan wysuwają się trzy wnioski: 1) coraz lepsze, choć nie spektakularne dane z Niemiec (bazujące silnie na eksporcie do Azji i USA); 2) bardzo słabe dane z Francji (nieznaczny wzrost PMI z sektora przemysłowego jest zdecydowanie zbyt mały i ze zbyt niskich poziomów, aby mówić o jakimkolwiek odbiciu) - także na tle krajów peryferyjnych, zaś dywergencja z niemieckimi indeksami jest największa w historii zbierania danych; 3) silne negatywne zaskoczenia po publikacjach indeksów koniunktury dotyczących sytuacji bieżącej (na razie ZEW i PMI, dziś prawdopodobnie dołączy także Ifo) wynikają obecnie w dużej mierze z zawyżonych oczekiwań - indeksy (poza niemieckimi) poruszają się właściwie w trendzie bocznym.

Przechodząc do szczegółów - w całej strefie euro produkcja spadała w lutym szybciej niż w poprzednich miesiącach (wyjątkiem są tu Niemcy, gdzie produkcja rosła, jednak w tempie wolniejszym niż przed miesiącem), we Francji produkcja spadła najsilniej od marca 2009 roku. Nowe zamówienia kontynuowały spadki (poza Niemcami) - szczególnie w sektorze usług odzwierciedlając słaby popyt wewnętrzny. Warto jednak wspomnieć, że w sektorze przemysłowym odbija się wzrost zamówień eksportowych z Azji i USA (jedynie we Francji nie mówimy o wzroście, tylko o mniejszym spadku). Tylko w Niemczech nie spadł poziom zatrudnienia, we Francji spadki były mniejsze niż w styczniu (trwają już od roku), zaś w pozostałych krajach tempo spadków przyspieszyło. Według analityków Markitu dane za luty wskazują, że europejska gospodarka nie ma szans powrócić na ścieżkę wzrostu w I kw. 2013 (na razie szacunki wskazują na ok. -0.3% wzrost) - podobnie jak Francja (tu tempo spadków przyspieszy i na razie brak jest sygnałów na odwrócenie trendu) i odwrotnie niż Niemcy (tu szacunki wskazują na +0,4% wzrost PKB w I kw. 2013).

Composite Output, sa, 50 = no change on previous month



Dane potwierdzają, że powrót europejskich gospodarek na ścieżkę wzrostu nie będzie wbrew oczekiwaniom taki prosty i wymaga dalszej poprawy konkurencyjności. Ostatni istotny wzrost oczekiwań w stosunku do realnej sytuacji (widoczny także w danych Markitu, który pyta o oczekiwania przedsiębiorców z sektora usług, choć nie w tak dużej skali jak pokazał wtorkowy ZEW) może nie przetrwać długo - czynniki takie jak obecne napięcia związane z Francją, wybory we Włoszech, na razie niezbyt głośna dyskusja dot. Cypru przy ciągle słabych danych z realnej gospodarki będą ważyć na wskaźnikach oczekiwań. Z drugiej strony trudno zaprzeczać, że ożywienie w Azji i USA będą wspierały także europejskie gospodarki (uważany za wyprzedzający stosunek nowych zamówień do zapasów wrósł do poziomu najwyższego od połowy 2011 roku) - jednak widać, że nie wystarczy to na tyle, aby podnieść indeksy PMI powyżej 50 pkt. Dziś publikacje Ifo - można spodziewać się podobnej struktury jak przy publikacjach ZEW (lepsze oczekiwania, gorsze oceny sytuacji bieżącej).



EURUSD fundamentalnie

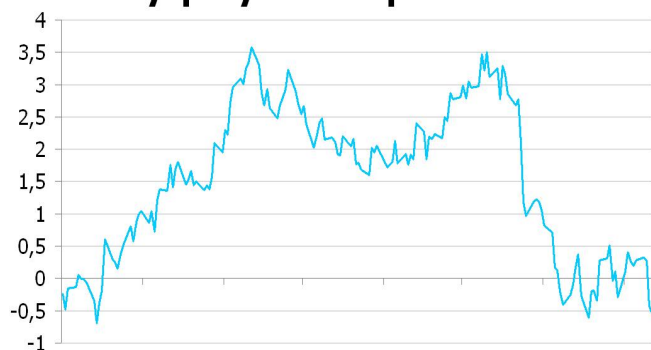
EURUSD znów niżej. Napięcia związane z wyborami w Niemczech, wczorajsze słabe dane o koniunkturze ze strefy euro (PMI mają raczej negatywny wydźwięk, szczególnie w kontekście wygórowanych oczekiwań - więcej czytaj w sekcji analizy) po ostatnich sygnałach z USA (lepsze dane, jastrzębie Minutes Fedu) nie dają dużej przestrzeni do odbicia EURUSD. Dziś kolejne dane o spłatach LTRO, kolejna porcja danych z Niemiec (Ifo - podobnie jak pozostałe indeksy spodziewamy się negatywnych zaskoczeń) oraz ogłoszenia nowych prognoz KE dotyczące poziomów deficytów (szczególnie negatywnie zaskoczyć może Francja) - wszystko to składa się na wysokie prawdopodobieństwo kontynuacji trendu spadkowego na EURUSD, tym bardziej, że pozycje risk-on raczej nie będą wspierane przed weekendowymi wyborami we Włoszech (od dwóch tygodni, zgodnie z prawem, nie były publikowane sondaże - niepewność jest bardzo).

EURUSD technicznie

Kolejny dzień solidnych spadków przyznioł pierwsze testowanie kluczowego wsparcia wyznaczonego na wykresie tygodniowym przez półroczny trend aprecjacyjny (zwracamy uwagę, że przy innym sposobie wyznaczania trendu został on już złamany) i FIBO. Momentum widoczne na wykresach o większej częstotliwości wskazuje, że przełamanie tego poziomu wsparcia jest tylko kwestią czasu - wówczas cel wyznaczymy na 1,30 (względny psychologiczny) i 1,2930 (55-tygodniowa średnia ruchoma). Granicę korekt wzrostowych (początek dnia na takową wskazuje) wyznaczamy na 1,3350-1,34 (średnie na wykresie 4H i lokalne FIBO 38,2%).

Wsparcie	Opór
1,3236	1,3474
1,3200	1,3380
1,3150	1,3287

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



07-11-12 08-11-12 09-11-12 10-11-12 11-11-12 12-11-12 01-11-13 02-11-13

* 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

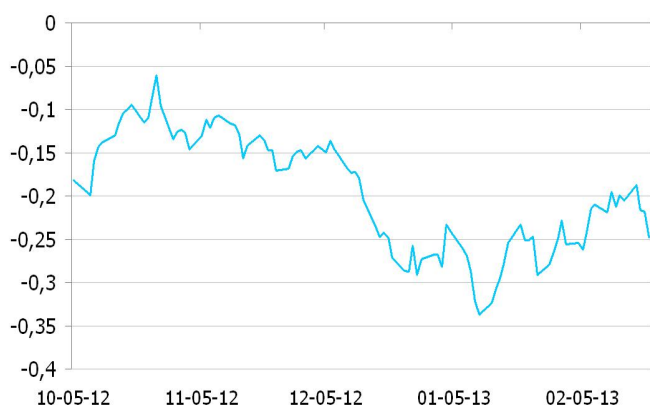
Złoty nieznacznie słabszy, ale po całym dniu "przeciągania liny" między czynnikami globalnymi, a krajowymi. Poranne osłabienie złotego w ślad za deprecjacją euro w stosunku do dolara, związane z gorszymi od oczekiwań wstępnymi odczytami wskaźników PMI w strefie euro (o czym piszemy w sekcji analizy) doprowadziło kurs powyżej 4,185. W późniejszych godzinach pałeczkę przejęły czynniki krajowe, a uwaga skierowała się na proces decyzyjny Rady Polityki Pieniężnej, choć w istocie ani wypowiedź Hausnera, ani lutowe *Minutes* nie zmniejszają niepewności co do marcowej decyzji Rady (a jastrzębi Glapiński nie polepsza zbioru informacyjnego, którym dysponują inwestorzy). W efekcie, nawet decyzja agencji Fitch o podniesieniu perspektywy ratingu Polski, która natychmiast kosztowała ok. 2 gr., nie zdołała w sposób trwały zmienić kursu. Wydaje się, że złoty będzie również w przyszłym tygodniu pozostawać w zakresie 4,155-4,170 i jedynie duże niespodzianki w publikacjach danych makro (poniedziałek - sprzedaż detaliczna, piątek - PKB za IV kwartał) mogą przynieść tutaj istotny impuls.

EURPLN technicznie

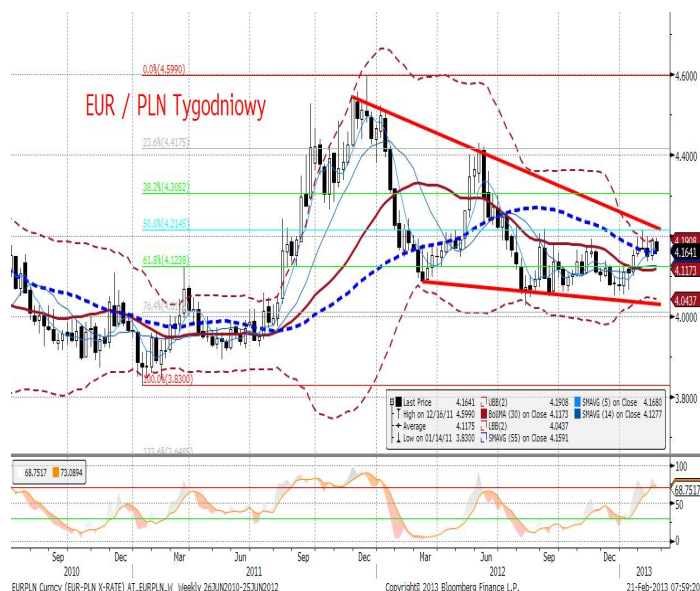
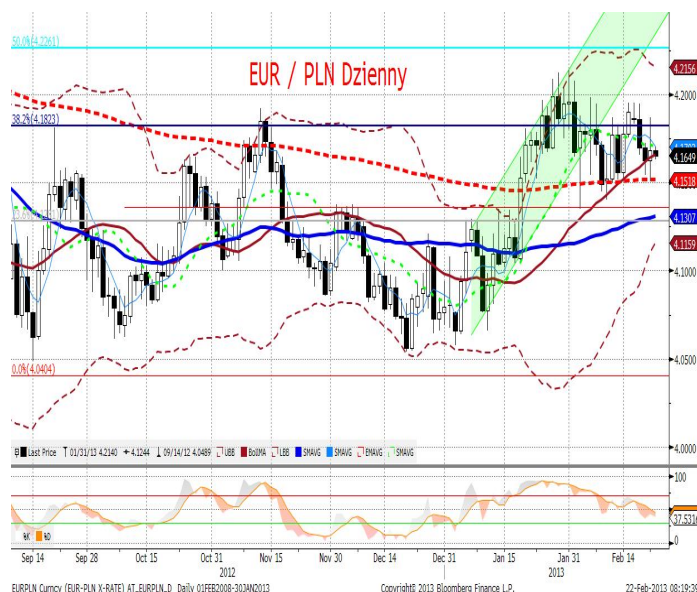
EURPLN w trendzie bocznym, przy nienaruszonym szerokim zakresie wahań, którego granice okazały się być skutecznymi ograniczeniami: przełamanie dziennego FIBO 38,2% nie było trwałe, a z drugiej strony kurs znalazł wsparcie na dziennym i czterogodzinowym MA200. Nie zmieniający perspektywy dla EURPLN - wydaje się, że pomimo dużych wychyleń w ciągu dnia range 4,15-4,18 będzie utrzymany również w najbliższym czasie.

Wsparcie	Opór
4,1582	4,2140
4,1516	4,1823
4,1360	4,1700

Czynnik krajowy* w EURPLN

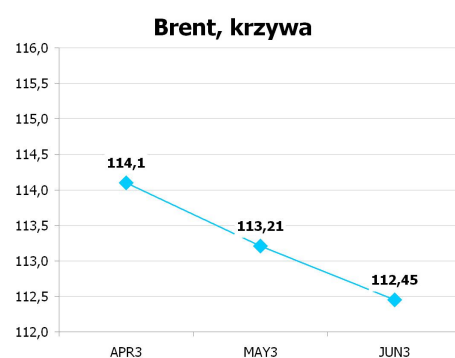
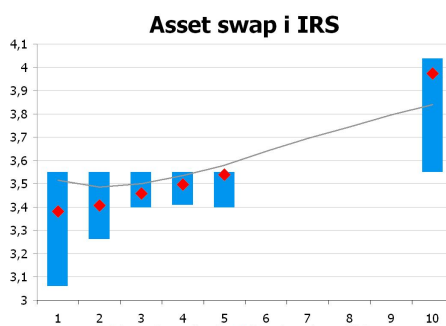
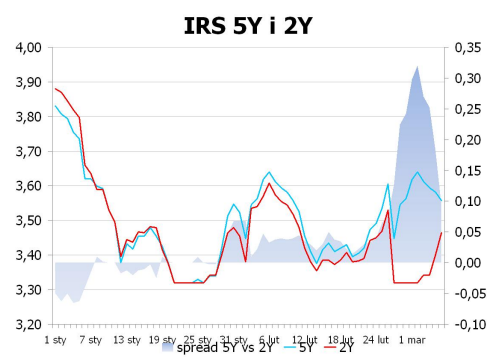
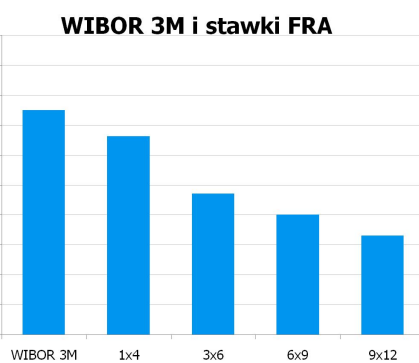
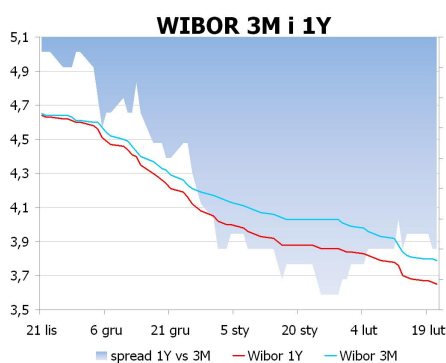


* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.5	3.53	ON	3.7	3.9	EUR/PLN	4.1760
2Y	3.46	3.51	1M	3.6	3.8	USD/PLN	3.1633
3Y	3.475	3.53	3M	3.5	3.8	CHF/PLN	3.3960
4Y	3.51	3.56					
5Y	3.555	3.61	FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
6Y	3.61	3.67	1x2	3.70	3.75	EUR/USD	1.3188
7Y	3.665	3.73	1x4	3.60	3.66	EUR/JPY	122.78
8Y	3.715	3.78	3x6	3.44	3.47	EUR/PLN	4.1660
9Y	3.765	3.83	6x9	3.35	3.40	USD/PLN	3.1579
10Y	3.815	3.87	9x12	3.27	3.33	CHF/PLN	3.3926

**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.