



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		
11.03.2013 PONIEDZIAŁEK							
8:00	GER	Eksport m/m (%)	sty		0.5	0.3	
8:00	GER	Import m/m (%)	sty		0.6	-1.5	
9:00	CZK	CPI r/r (%)	lut		1.8	1.9	
9:00	CZK	PKB final r/r (%)	Q4			-1.7	
9:00	POL	Publikacja raportu o inflacji NBP					
12.03.2013 WTOREK							
8:00	GER	CPI final r/r (%)	lut		1.5	1.5 (p)	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	lut		3.1	3.7	
13.03.2013 ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		0.20	0.70	
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lut		0.5	0.1	
15:00	USA	Zapasy w przemyśle m/m (%)	sty		0.3	0.1	
14.03.2013 CZWARTEK							
		Początek 2-dniowego szczytu UE					
13:30	USA	PPI m/m (%)	lut		0.6	0.2	
14:00	POL	CPI r/r (%)	lut	1.6	1.5	1.7	
14:00	POL	M3 r/r (%)	lut	5.3	5.0	4.5	
14:00	POL	Bilans na rachunku bieżącym (mln EUR)	sty	-1685	-1547	-1204	
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sty	12550	11999	10640	
14:00	POL	Import (mln EUR)	sty	12700	12475	11852	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	9.03.			340	
15.03.2013 PIĄTEK							
10:00	EUR	CPI final r/r (%)	lut		1.8	1.8 (p)	
13:30	USA	Empire State Index (pkt)	mar		8.0	10.0	
13:30	USA	CPI m/m (%)	lut		0.4	0.0	
14:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lut		0.3	-0.1	
14:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt)	mar		78.0	77.6	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (ytd)	lut			23.7%	

W tym tygodniu...

● **Gospodarka polska.** W czwartek spora porcja danych z polskiej gospodarki. Nasza nieznacznie wyższa od konsensusu prognoza inflacji bazuje na wyższych cenach paliw (1,2% m/m) i stabilizacji cen żywności (0,5% m/m). W części bazowej koszyka kontynuowane są procesy dezinflacyjne - inflacja bazowa spadła na początku roku do 1,4% r/r. Oczekujemy także rewizji wskaźnika ze względu na zmianę koszyka ok. -0,1pp. Za pogorszenie deficytu na rachunkach bieżących odpowiedzialne jest zwiększenie deficytu na saldzie dochodów, głównie przez wyższe płatności odsetkowe od długu krajowego. W porównaniu do poprzedniego miesiąca odpada wysoki transfer netto z UE, poprawia się jednak saldo handlowe (głównie dzięki przyspieszeniu eksportu). W danych o podaży pieniądza spodziewamy się szybszego wzrostu niż rynkowy konsensus - wynika on ze stabilnego wzrostu depozytów gospodarstw domowych (ponad 7% r/r) oraz niskiej bazy kategorii pozostałe składniki M3 (dokłada ok. 0,5-0,7pp). Ryzykiem jest spore zainteresowanie bardziej ryzykownymi formami oszczędzania (TFI) niż lokaty.

● **Gospodarka globalna.** Tydzień przede wszystkim pełny danych z USA - wszystkie indeksy koniunktury wskazują, że cięcia fiskalne wprowadzone na początku roku nie spowodowały osłabienia amerykańskiej gospodarki i oczekiwania zarówno na sprzedaż detaliczną, jak i na produkcję przemysłową ustawione są pozytywnie. Dodatkowo, po odczytach inflacji z Czech i Węgier (pon. i wt.) będziemy mogli potwierdzić nasze szacunki CPI w Polsce.

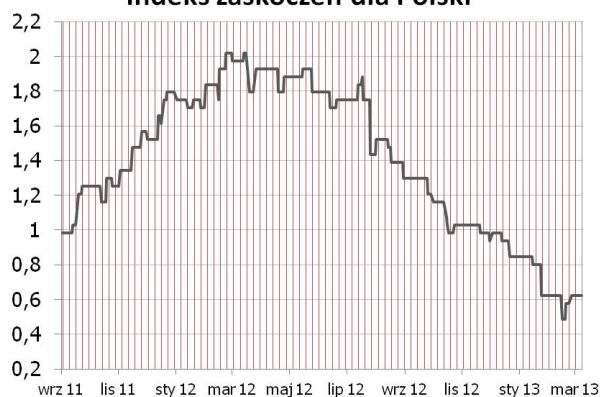
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- MPiPS: Stopa bezrobocia w lutym wzrosła do 14,4 proc. z 14,2 proc. w styczniu. Ministerstwo Pracy obserwuje już sezonowe ożywienie na rynku pracy.
- Deficyt sektora na poziomie 3,5 proc. kwalifikuje Polskę do zdjęcia procedury nadmiernego deficytu - powiedział dziennikarzom komisarz ds. gospodarczych i walutowych Olli Rehn.
- Agencja ratingowa Fitch obniżyła rating Włoch do BBB+ z A-. Perspektywa ratingu jest negatywna – poinformował Fitch w komunikacie.
- USA: Stopa bezrobocia w USA w lutym roku wyniosła 7,7 proc., wobec 7,9 proc. w styczniu.

Decyzja RPP (10.04.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.502	0.000
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	2.049	0.012
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.995	0.000
PROGNOZA BRE	bez zmian	Dotyczy benchmarków Reuters		

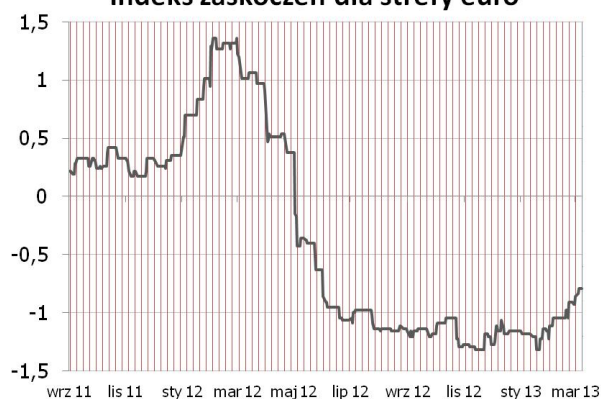
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


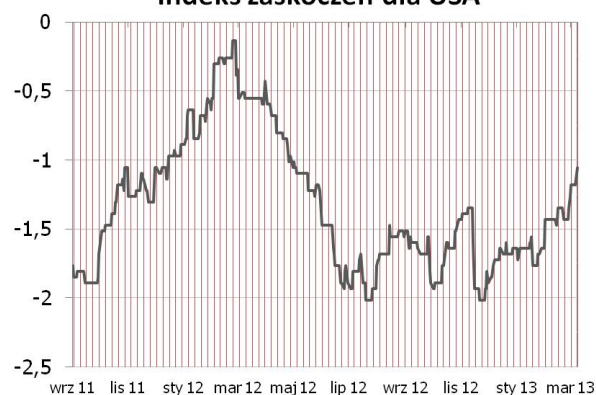
Indeks zaskoczeń pozostał bez zmian po tygodniu bez publikacji danych makro, a jedynie z decyzją RPP (która zaskoczyła wszystkich 50-punktową obniżką). W tym tygodniu przestrzeń do zmian jedynie w czwartek (odczyty m.in. CPI, C/A), jednak istnieje duże prawdopodobieństwo, że analitycy dostosowali się już do skali spowolnienia i indeks zaskoczeń wchodzi w fazę konsolidacji.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


W strefie euro indeks zaskoczeń coraz wyraźniej wybija się do trendu wzrostowego - w minionym tygodniu za sprawą wyższych od oczekiwań odczytów PPI i indeksu PMI z sektora usług. Trzeba jednak zauważyć, że odczyty z sektora przemysłowego Niemiec (więcej czytaj w sekcji analizy) nie współgrają z indeksami koniunktury najsilniej ważącymi na zmianach indeksu zaskoczeń. W tym tygodniu jedynie publikacja produkcji przemysłowej z całej strefy euro i dopiero w drugiej połowie marca nastąpi weryfikacja niemieckich danych o koniunkturze, co może zaważyć na zatrzymaniu trendu wzrostowego indeksu zaskoczeń.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


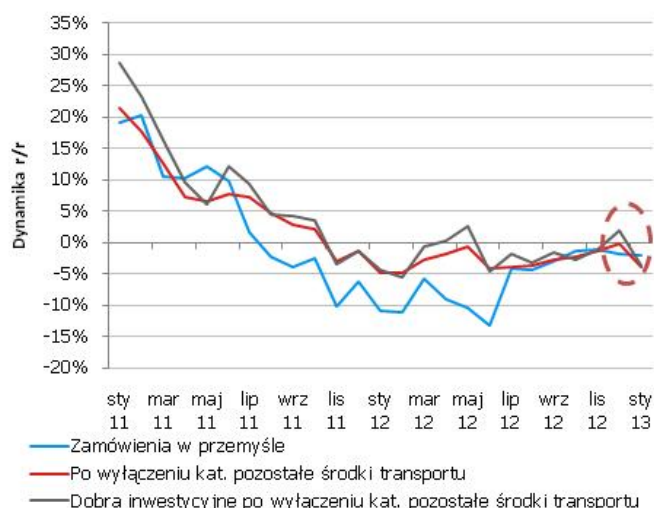
Indeks zaskoczeń znów w górę - tym razem za sprawą bardzo dobrych danych z rynku pracy (zarówno cotygodniowych danych o noworejestrowanych bezrobotnych, jak i miesięcznych statystyk o wzroście zatrudnienia i bezrobociu - więcej czytaj w sekcji analizy). Ten tydzień może przynieść kontynuację trendu wzrostowego, gdyż kalendarz jest obfity w dane makro zza oceanu (m.in. sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, indeksy koniunktury).

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 walutowej. Na wykresach podział wg tygodni.

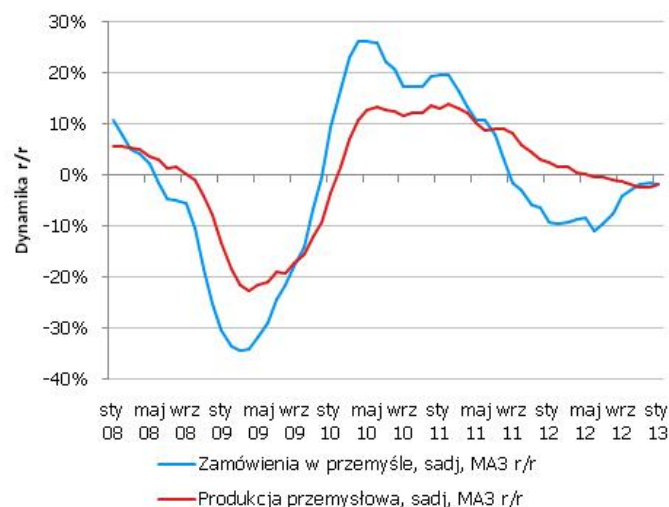
Rozczarowujący początek roku w niemieckim przemyśle

Zgodnie z opublikowanymi w czwartek i piątek danymi wstępnymi, styczeń okazał się być dla niemieckiego przemysłu relatywnie słabym miesiącem. Zamówienia w przemyśle spadły o 1,9%, zaś produkcja przemysłowa nie zmieniła się w porównaniu z poprzednim miesiącem (dane po wyłączeniu efektów sezonowych i kalendarzowych). Oczekiwania rynku (odpowiednio, +1,1% i +0,2%) były bez wątpienia ukształtowane serią pozytywnych odczytów indeksów koniunktury, w szczególności IFO i PMI. Dane o zamówieniach w przemyśle są tym bardziej rozczarowujące, że wspomniane indeksy koniunktury wskazywały m.in. na dynamiczne odwrócenie trendu nowych zamówień, w tym eksportowych.

Szczegółowy obraz zamówień jest niemniej negatywną niespodzianką: zamówienia spadły w większości głównych sekcji, a spadku całkowitego indeksu tym razem nie można przypisać najbardziej wrażliwym jego elementom (czyli produkcji pozostałego sprzętu transportowego). Po wyłączeniu tej kategorii spadek wyniósł 2,9% (przy spadku o 4,6% dla samych dóbr kapitałowych).



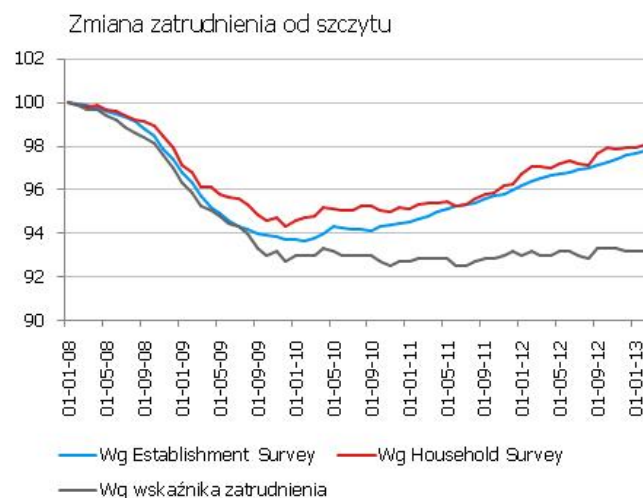
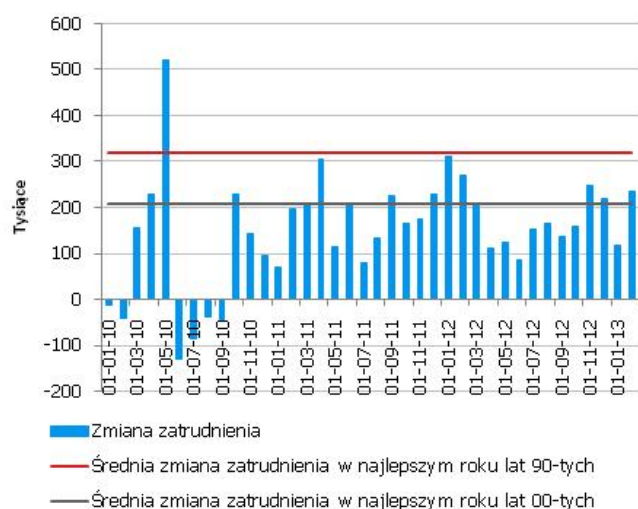
W przypadku produkcji przemysłowej detale są nieco mniej rozczarowujące: w układzie branżowym mamy mieszane spadków i wzrostów, a wśród grup sekcji można odnotować przede wszystkim kiepskie wyniki produkcji dóbr inwestycyjnych. Pomimo słabości przetwórstwa i dobrych wyników budownictwa, wynikających głównie z korzystnych warunków pogodowych, produkcja przemysłowa znajduje się na poziomie wyższym od średniej z poprzedniego kwartału, sugerując, że prognozy o zakończeniu recesji w Niemczech w I kwartale b.r. mają szansę się spełnić. Podobnie należałoby wnioskować w oparciu o "mechaniczne" własności szeregów czasowych zamówień i produkcji – drugi z nich jest nieznacznie opóźniony w stosunku do pierwszego, a druga połowa 2012 charakteryzowała się mimo wszystko wznoszącą dynamiką zamówień.



Czy poszukiwania wypatrywanego również przez polskich komentatorów ożywienia gospodarczego w Niemczech należy odwołać? Oczywiście, nie. Wnioskowanie z jednej negatywnej serii odczytów nie jest tutaj wystarczające. Ponadto, część analityków (w odniesieniu do danych o produkcji przemysłowej) zwraca uwagę na specyficzny i zmienny z roku na rok układ dni wolnych w okolicach Bożego Narodzenia i Nowego Roku, wskutek czego algorytmy oczyszczające szeregi z wahań sezonowych mogą dostarczać zaburzonych wyników. Problem ten znamy oczywiście z Polski, choć w naszej ocenie efekty te powinny działać w przeciwnym kierunku (zaniżenie grudniowych i zawyżenie styczniowych danych). Tym niemniej, biorąc pod uwagę fakt, że zamówienia w przemyśle niemieckim mają istotny statystycznie charakter wyprzedzający względem produkcji, oraz brak impulsów popytowych ze strony największych partnerów handlowych Niemiec, należy zachować daleko idący sceptycyzm odnośnie do istotnego przyspieszenia niemieckiej gospodarki.

Stany Zjednoczone: dobry raport z rynku pracy

Zgodnie z opublikowanymi w piątek danymi, gospodarka amerykańska dodała w lutym 236 tys. miejsc pracy, przy jednoczesnej rewizji w dół poprzedniego odczytu do 119 tys. Równocześnie (i co bardziej interesujące z punktu widzenia rynków finansowych), stopa bezrobocia spadła o 0,2 p. proc. do 7,7% (jest to najniższy poziom od grudnia 2008 r.). Lutowe dane z rynku pracy należy ocenić jako pozytywne. Wprawdzie część wzrostu zatrudnienia można przypisać abnormalnie łagodnej zimie w poprzednim miesiącu, która przyniosła duży wzrost liczby pracujących m.in. w budownictwie, ale w ogólności wzrosty zatrudnienia odnotowano w zdecydowanej większości sektorów, a kreacja miejsc pracy była rozproszona całkiem szeroko zarówno w całej gospodarce (stosowny indeks dyfuzji pozostaje od dłuższego czasu wyraźnie powyżej 60 pkt.), jak i w samym przemyśle. Za pozytywny sygnał należy również uznać wzrost liczby przepracowanych godzin.



Wzrost zatrudnienia zmierzony w ramach Household Survey wyniósł tym razem 170 tys. osób, co stanowi jedno z wyjaśnień spadku stopy bezrobocia, choć nie jedyne. Równocześnie, o jeden punkt procentowy spadł współczynnik aktywności zawodowej, sygnalizując wciąż trwający odpływ zniechęconych do stanu bierności zawodowej.

Innymi słowy, kreacja miejsc pracy w gospodarce amerykańskiej odbywa się w tempie pozwalającym jedynie "nadażyć" rynkowi pracy za wzrostem wielkości populacji. Średni miesięczny wzrost liczby pracujących wyniósł w 2012 ok. 180 tys. Proste obliczenia wskazują, że przy zachowaniu takiego tempa powrót do stanu pełnego zatrudnienia nie zakończy się przed 2020. Co więcej, nawet przy zachowaniu rekordowego tempa kreacji miejsc pracy (320 tys. miejsc pracy średniomiesięcznie w 1994 r.) proces ten będzie trwać kilka lat. Nie wypowiadając się na temat przyczyn (spór na ten temat wśród polityków, publicystów i ekonomistów jest daleki od zakończenia), można zauważyć, że jest to istotny problem z punktu widzenia polityki gospodarczej.



Piątkowe dane spowodowały zarówno istotne umocnienie dolara (w stosunku do euro dolar wzrósł o ok. 1 cent), jak i wzrost rentowności amerykańskich papierów skarbowych – z uwagi na strategię Fed rynek spadki stopy bezrobocia interpretuje tak, jak podwyżki stóp procentowych.

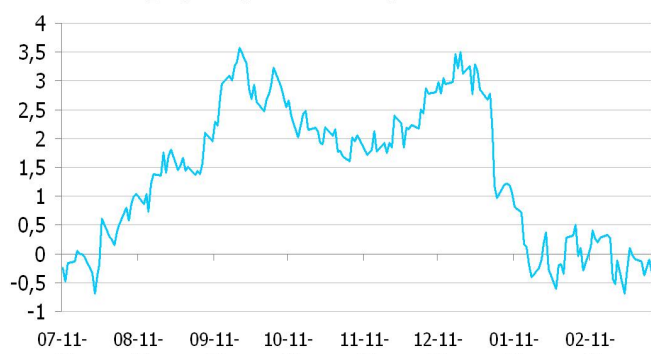
Tym niemniej, do beczki miodu należy włożyć łyżkę dziegciu. Ożywienie na amerykańskim rynku pracy, choć systematyczne, odbywa się wciąż w niezadowalającym tempie, biorąc pod uwagę historyczny przebieg ścieżek agregatów makroekonomicznych w trakcie i po recesjach. Stopa bezrobocia znajduje się na poziomie daleko przekraczającym poziom uznawany powszechnie za "naturalny" bądź "normalny", nie mówiąc o średnim czasie trwania bezrobocia, który znajduje się w okolicach historycznych maksimów. Jeżeli chodzi o poziom zatrudnienia, to niezależnie od źródła danych, wciąż nie osiągnęło ono maksimów sprzed Wielkiej Recesji – po ostatnich raportach sięga ono 98% szczytu. Ponieważ w międzyczasie wielkość populacji w wieku produkcyjnym wzrosła o ponad 5%, wskaźnik zatrudnienia od zakończenia recesji w praktyce stoi w miejscu, nawet po wzięciu poprawek na zmianę struktury wiekowej populacji.



EURUSD fundamentalnie

Czynnikami, który przesunął poziom EURUSD do poziomów z czwartku (poniżej 1,30) był zaskakująco dobry odczyt z amerykańskiego rynku pracy. W kierunku umocnienia USD przemawiają także zeszlotygodniowe odczyty z sektora przemysłowego Niemiec (więcej o publikacjach makro czytaj w sekcji analizy) oraz piątkowa obniżka ratingu Włoch dokonana przez agencję Fitch (do poziomu BBB+, perspektywa pozostaje negatywna). Pomimo pojawiających się przy okazji lepszych danych z USA (szczególnie z rynku pracy) spekulacji dot. przyspieszenia implementacji strategii wyjścia Fed, to szybsze ożywienie w USA wspiera znowu dolara. Podjęcie działań przez Fed jest na razie równie odległe jak wsparcie niepewności w strefie euro przez EBC. W tym tygodniu kolejne ważne publikacje zza oceanu i choć dziś oglądać możemy lekką korektę silnego piątkowego ruchu, to cały tydzień ma szansę zakończyć się na niższych poziomach EURUSD.

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.

EURUSD technicznie

Na tygodniowym wykresie perspektywa negatywna (kolejny nagrobek poniżej linii trendu i środka Bollingera - powtórzy się czarna świeca z końca lutego?). Cel ruchu na razie podtrzymujemy na 1,2727, silna strefa wsparcia 1,29-30. Na dziennym notowaniu próbują konsolidować (podstawa czwartkowej białej świecy wybroniła się), potwierdza to lekki dryf w górę oscylatora. Bezpośrednie wsparcie na 1,2966, MA200 na 1,2868. Widzimy konieczność solidnego impulsu fundamentalnego, aby zepchnąć notowania w dół. Konsolidację potwierdza wykres 4h, gdzie notowania tworzą wyraźny range 1,2966-1,3142 po wybiciu z kanału deprecyjnego. Uważamy, że to są właśnie poziomy do wnikliwej obserwacji w tym tygodniu.

Wsparcie	Opór
1,3000	1,3251
1,2966	1,3200
1,2868	1,3142





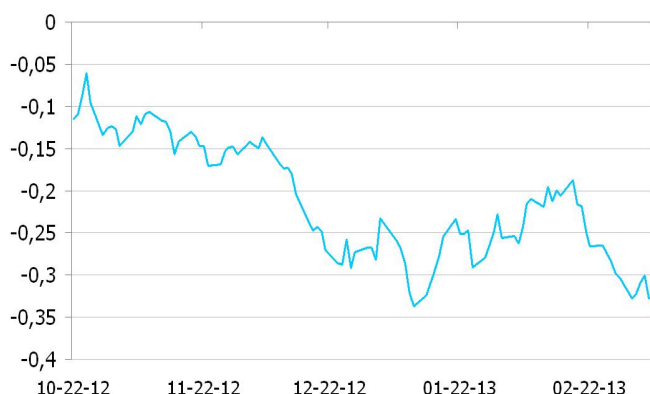
EURPLN fundamentalnie

Zeszły tydzień finalnie niewiele zmienił na EURPLN pomimo zaskakującej środowej obniżki stóp procentowych o 50 pb. W piątek złoty powrócił do poziomów poniżej 4,13. Wydaje się, że piątkowa korekta była wiedziona przez czynniki globalne (m.in. dane z amerykańskiego rynku pracy), jednak czynnik krajowy także umocnił się (patrz nasz model - wykres poniżej) - być może wpłynęły na to pozytywne komentarze dot. rynku pracy ministra Męciny. Do czwartkowych publikacji (CPI, C/A) złoty pozostanie pod wpływem czynników globalnych i wydaje się, że dopiero twarde dane z realnej gospodarki mają szansę wywołać większe ruchy na EURPLN. Przy obecnym poziomie niepewności w strefie euro przebiecie poziomu 4,12 nie wydaje się bardzo prawdopodobne, zatem złoty powinien kontynuować ruch w przedziale 4,12-4,15.

EURPLN technicznie

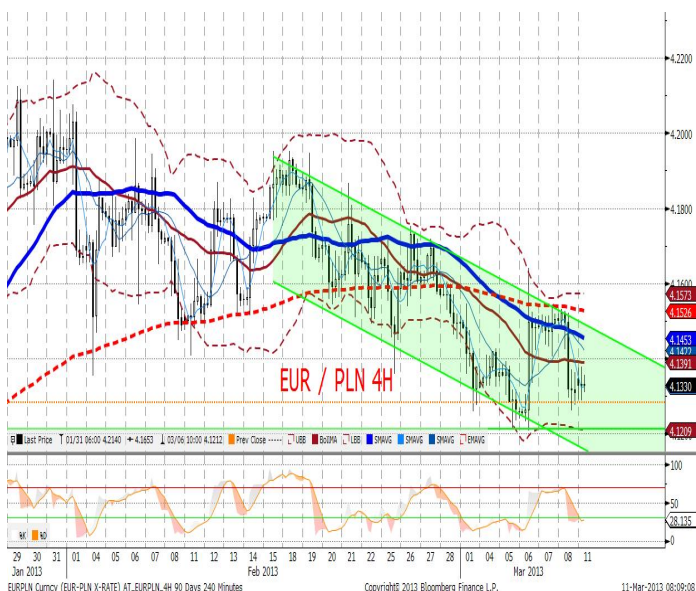
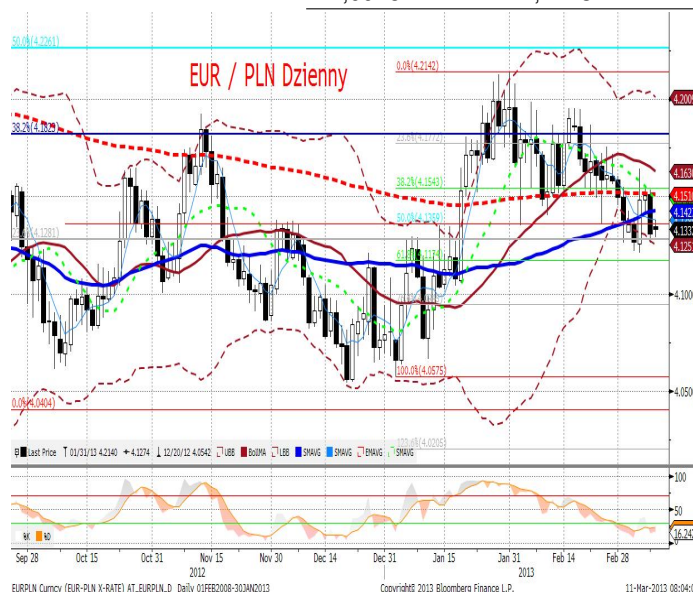
Tygodniowy EURPLN to jeden z nudniejszych wykresów...notowania poniżej MA55 (drugi tydzień z rzędu), wsparcie bezpośrednie na 61,8% Fibo (4,1238). Pozostaje pytanie, czy jest to lekki trend spadkowy, czy już konsolidacja (znikoma zmienność). Wydaje nam się, że do czasu jakiegoś impulsu fundamentalnego notowania będą konsolidować. Zakres konsolidacji podpowiada wykres dzienny (4,1174-4,1510), złamanie dolnego ograniczenia może skutkować solidnym ruchem nawet do 4,0575 (jest to 61,8% Fibo a więc ostatnia granica oddzielająca korektę spadkową od zmiany trendu na spadkowy). Na 4h notowania tworzą niedźwiedzią flagę (po czarnej świecy z piątku), do dołu kanału (właśnie okolice wspomnianego Fibo) brakuje niewiele a oscylator ma jeszcze przestrzeń. Warto trzymać rękę na pulsie. Niepowodzenie na tych poziomach wyniesie kurs prawdopodobnie w górę przedziału konsolidacji.

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.

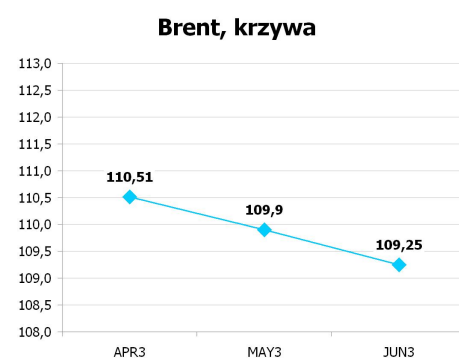
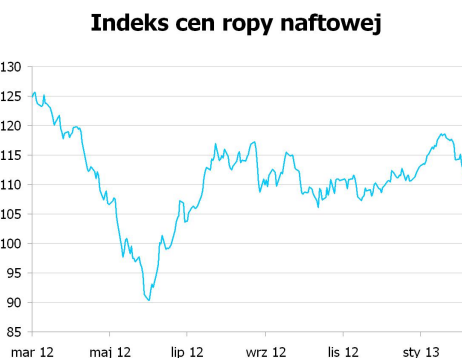
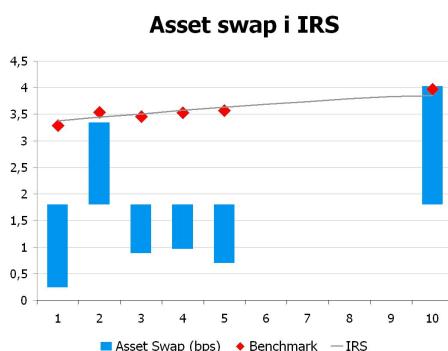
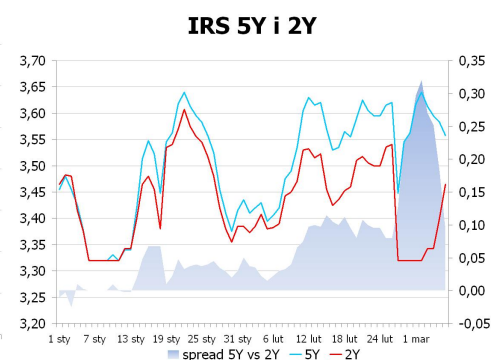
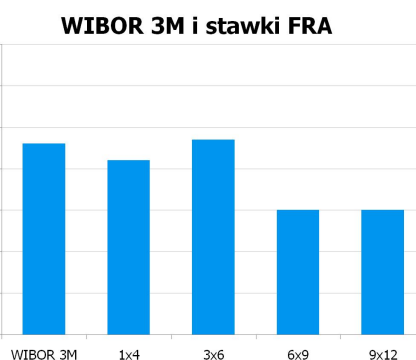
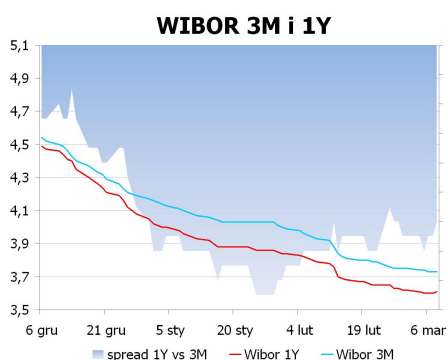
Wsparcie	Opór
4,1260	4,1630
4,1174	4,1510/30
4,0945	4,1443





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.36	3.39	ON	3.3	3.4	EUR/PLN	4.1497
2Y	3.4225	3.47	1M	3.3	3.5	USD/PLN	3.1690
3Y	3.48	3.53	3M	3.2	3.4	CHF/PLN	3.3583
4Y	3.55	3.60					
5Y	3.605	3.66					
6Y	3.66	3.71					
7Y	3.715	3.77					
8Y	3.765	3.82					
9Y	3.805	3.86					
10Y	3.825	3.88					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.35	3.40	EUR/USD	1.2997
1x4	3.37	3.42	EUR/JPY	124.65
3x6	3.44	3.47	EUR/PLN	4.1266
6x9	3.25	3.30	USD/PLN	3.1735
9x12	3.25	3.30	CHF/PLN	3.3322



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 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.