



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 83
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	0.2 (r)	1.4
8:00	GER	Import m/m (%)	sty		0.6	-1.5	3.3
9:00	CZK	CPI r/r (%)	lut		1.8	1.9	1.7
9:00	CZK	PKB final r/r (%)	Q4		-1.7	-1.7	-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)	1.5
9:00	HUN	CPI r/r (%)	lut		3.1	3.7	2.8
13.03.2013 ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sty		-0.1	0.9 (r)	-0.4
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lut		0.5	0.2 (r)	1.1
15:00	USA	Zapasy w przemyśle m/m (%)	sty		0.5	0.3 (r)	1.0
14.03.2013 CZWARTEK							
		Początek 2-dniowego szczytu UE					
13:30	USA	PPI m/m (%)	lut		0.7	0.2	0.7
13:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	9.03.		350	342 (r)	332
14:00	POL	CPI r/r (%)	lut	1.6	1.5	1.7	1.3
14:00	POL	M3 r/r (%)	lut	5.3	5.0	4.5	5.6
14:00	POL	Bilans na rachunku bieżącym (mln EUR)	sty	-1685	-1547	-1204	-1546
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	sty	12550	11999	10640	12178
14:00	POL	Import (mln EUR)	sty	12700	12475	11852	12173
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		0.4	-0.1	
14:55	USA	Indeks Uni. Michigan (pkt)	mar		78.0	77.6	
15:00	POL	Wykonanie budżetu (vtd)	lut			23.7%	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Dziś Ministerstwo Finansów opublikuje szacunki wykonania budżetu w lutym. Z danych historycznych wynika, że ten miesiąc tradycyjnie przynosi poszerzenie deficytu budżetowego, a przyczyny takiego stanu rzeczy leżą zarówno po stronie wydatkowej (dotacje do FUS), jak i podatkowej (niższe wpływy z podatków pośrednich).
- **Gospodarka globalna.** Po porannym, finalnym odczycie inflacji w strefie euro za luty (tu zaskoczenia są rzadkie, a wzrost cen - stabilny) uwaga rynków przeniesie się za Ocean. Inflacja w Stanach Zjednoczonych nie powinna zaskoczyć (sezonowy miesięczny wzrost, przekładający się na stabilny poziom rocznej dynamiki). Dane o produkcji przemysłowej w lutym powinny pokazać odreagowanie nieznacznie spadku z poprzedniego miesiąca. Ponadto, amerykański sektor przemysłowy wydaje się mieć przed sobą lepsze czasy - wskazują na to zarówno dane o zamówieniach na dobra trwałe, jak i ostatnie odczyty wskaźników ISM i PMI. Wreszcie, dziś opublikowane zostaną informacje o koniunkturze konsumenckiej (wskaźnik Uniwersytetu Michigan) - oczekiwania rynku wskazują na dalszy ciąg odbudowy zaufania konsumentów po klifie fiskalnym.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

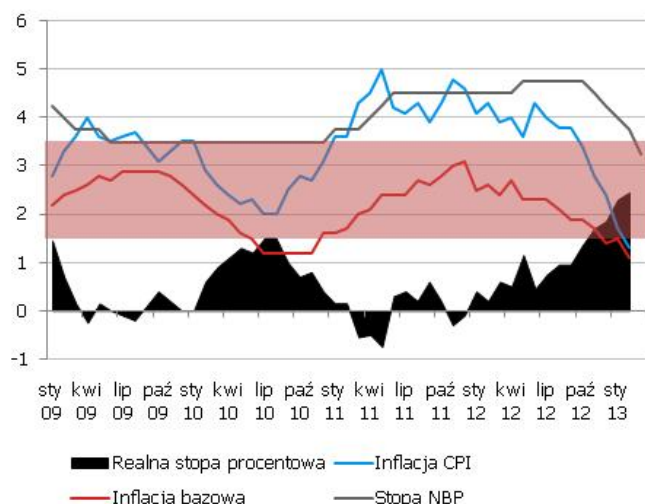
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w lutym wzrosły o 1,3 proc. w stosunku do lutego 2012 r., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny nie zmieniły się.
- NBP: Podaż pieniądza (M3) w lutym 2013 roku wzrosła o 0,8 proc. mdm, czyli o 7.372,1 mln zł i wyniosła 920.829,0 mln zł.
- NBP: Deficyt w obrotach bieżących w styczniu 2013 r. wyniósł 1.546 mln euro wobec 1.204 mln euro deficytu w grudniu 2012 r. i wobec 1.544,4 mln euro deficytu oczekiwanego przez ekonomistów.
- Japonia: Produkcja przemysłowa w Japonii w styczniu 2013 r. wzrosła mdm o 0,3 proc., po wzroście miesiąc wcześniej o 2,4 proc.
- Szwajcaria: Bank centralny Szwajcarii (SNB) pozostawił w czwartek stopy procentowe bez zmian i utrzymał politykę obrony kursu franka.

Decyzja RPP (10.04.2013)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.478	0.000
stopy bez zmian		100%		USAGB 10Y	2.035	0.002
obniżka 25 bps		0%		POLGB 10Y	3.946	-0.009
PROGNOZA BRE		bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

Inflacja najniżej od sześciu lat

Inflacja w lutym spadła z 1,7% r/r odnotowanych w styczniu (zmiana koszyka inflacyjnego nie przyniosła tutaj rewizji) do zaledwie 1,3% r/r. Oznacza to, że w lutym b.r. ceny dóbr i usług konsumpcyjnych rosły w ujęciu rocznym w tempie najwolniejszym od października 2006 r.

Różnice w stosunku do naszej prognozy i konsensusu rynkowego (odpowiednio, 1,6 i 1,5% r/r) wynikają przede wszystkim ze spadku cen żywności oraz z mocniejszej od zakładanej deflacji w kategoriach bazowych. W odniesieniu do cen żywności oczekiwaliśmy wzrostu o ok. 0,5% i była to wartość zgodna zarówno z odczytami regionalnymi, jak i z opublikowanymi wczoraj szacunkami IERGiŻ. Dlatego też spadek cen żywności o 0,2% należy uznać za niespodziankę. Wzrost cen paliw okazał się być zgodny z oczekiwaniami (1,1% m/m). Po stronie bazowej największym zaskoczeniem są ceny łączności (spadek o 3% m/m). Tu spadki zawdzięczamy promocjom na rynku telefonii komórkowej – jak podaje GUS w swoim komentarzu do danych, usługi telefonii komórkowej potaniały o 3,1% m/m, a sprzęt o 0,6% m/m. Tym samym, szacujemy, że inflacja bazowa w styczniu wyniosła ok. 1,5%, a w lutym spadła do zaledwie 1,1-1,2% (dokładniejsze szacunki NBP poznamy w poniedziałek).



W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego wyhamowania wzrostu cen konsumenckich. Marcowa inflacja najprawdopodobniej wyniesie ok. 1,1% i będzie w dalszym ciągu spadać, osiągając minimum w miesiącach letnich (wówczas spodziewamy się odczytów w okolicy 0,8-0,9%), kiedy to znajdzie się istotnie poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego. Jeszcze bardziej wyraźny będzie spadek inflacji bazowej, dla której przewidujemy spadkową ścieżkę z minimum pod koniec roku.

Nieoczekiwany spadek inflacji poniżej dolnej granicy celu NBP może skłonić RPP do rozważenia przyjętej ostatnio w wyjątkowo szerokim konsensusie postawy wait-and-see i przerwy w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej – tym bardziej, że opublikowana projekcja inflacyjna zakładała znacznie łagodniejszą ścieżkę spadków (tylko drugi kwartał br. poniżej dolnej granicy celu na poziomie ok. 1,4%). Wczorajsze dane wskazują, że CPI już w kolejnych 3-4 miesiącach spadnie poniżej 1%, zaś poniżej dolnej granicy celu ma szansę pozostać nawet do końca 2013 roku. Ostatnie komentarze prezesa Belki wskazywały, że Rada szczególnie uczulona będzie na odstępstwa publikowanych da-

nych od ścieżki nowej projekcji i w tym kontekście dzisiejsze dane mogą wywołać oczekiwania na kontynuację cyklu poluzowania (w istocie rzeczy - w reakcji na dane złoty natychmiast osłabił się o ok. 0,5 gr., a stawki rynkowe długu obniżyły się ok. 3-5 punktów bazowych wzdłuż całej krzywej) i ponownie podzielić członków RPP (po danych prof. Winiecki ocenił spadek inflacji jako warunkowany "czynnikami jednorazowymi i nie oczekuje, że w kolejnych miesiącach inflacja spadnie poniżej 1%" – poczekajmy jednak na wypowiedzi pozostałych członków Rady). Na razie nie widzimy jednak podstaw do zmiany naszego scenariusza ścieżki stóp procentowych – czynnikiem kluczowym będą publikacje wskazujące na skalę spowolnienia w pierwszej połowie roku.

Dane o M3 potwierdzają odbudowę stopy oszczędności

Podaż pieniądza wzrosła w lutym 5,6% r/r (nasza prognoza: 5,3%, konsensus 5,0%) wobec 4,5% w styczniu. Częściowo za wyższy wzrost odpowiedzialne są efekty bazowe przede wszystkim na kategorii pozostałe składniki M3 (wzrost kontrybucji o 0,7pp). Trzeba jednak podkreślić, że depozyty wzrosły w lutym o 0,9% m/m, co odpowiada poziomom historycznym dla tego miesiąca (wyłączając lata 2008/09 - okres tzw. wojny depozytowej). W stosunku do stycznia wzrosły zarówno depozyty przedsiębiorstw (o 0,5%) jak i gospodarstw domowych (aż o 1,3%), jedyną negatywną niespodzianką był spadek o 6% depozytów niemonetarnych instytucji finansowych (jednak kategoria ta przyzwyczaiła nas już do sporej i nieprzewidywalnej zmienności).

Gospodarstwa domowe w nowym roku istotnie zwiększają swoje oszczędności - ich depozyty wzrosły drugi miesiąc z rzędu ponad 1% m/m, co przekłada się na zatrzymanie negatywnego trendu rocznej stopy wzrostu - w lutym wyniosła ona 8,1%. Co ciekawe, odbudowa stopy oszczędności następuje symultanicznie także dla bardziej ryzykownych aktywów - od początku roku saldo wpłat i wypłat z TFI jest stale dodatnie (w styczniu i lutym wyniosło ok. 2,6 mld zł). Kolejne miesiące powinny pozwolić utrzymać te trendy - w przypadku depozytów dopiero efekty bazowe w czerwcu obniżą stopę wzrostu o ok. 1-1,5 pp. Osłabienie wzrostu depozytów wiązać się może także ze spadkami oprocentowania po serii obniżek stóp procentowych.

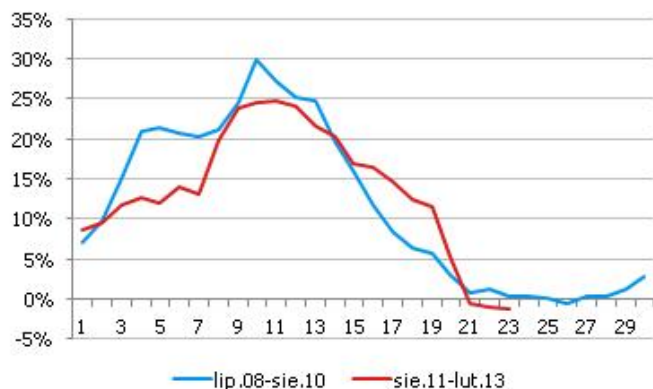
Pewnym zaskoczeniem był spory jak na luty wzrost wolumenu depozytów korporacyjnych (ok. 0,6% m/m) szczególnie przy obecnym coraz silniejszym trendzie spadkowym. Tym samym roczna stopa wzrostu (także ze względu na efekty bazowe) powoli zawraca z ujemnego terytorium i już za 2 miesiące wolumen powinien wykazać wzrost r/r. W całym 2013 roku oczekujemy wzrostu poziomu depozytów o ok. 9-10 mld zł. Warto wspomnieć, że oprocentowanie depozytów korporacyjnych spada znacznie szybciej niż detalicznych (dla depozytów o najdłuższych terminach zapadalności w ciągu ostatnich 9 miesięcy spało o 2pp.), jednak zmiany te są nieskorelowane z samym wolumenem (znacznie istotniejszym czynnikiem jest stopa wzrostu PKB).

Po stronie kredytowej stabilizacja wolumenów, co można odczytywać jako relatywnie negatywny sygnał po stronie detalicznej i pierwszy słaby sygnał poprawy po stronie korporacyjnej. Wolumen kredytów gospodarstw domowych nie zmienił się

(po wyłączeniu zmian kursowych) w stosunku do stycznia. Nie znamy dokładnego rozbitcia danych, jednak prawdopodobnie oznacza to spadek nowo udzielonych kredytów hipotecznych o ok. 5-10% m/m (co uzasadnione jest wygasaniem wpływu wypłat kredytów objętych programem dopłat Rodzina na swoim) oraz kontynuację stagnacji wolumenu kredytów konsumpcyjnych (+/-0,1% m/m). Dla tych ostatnich dopiero kolejne miesiące mogą przynieść niewielkie wzrosty po zmianach w Rekomendacji T, jednak nie uważamy, aby był to istotny czynnik zmieniający układ popytowo-podażowy.

Niewielki ok. 0,2% wzrost m/m kredytów korporacyjnych (po wyłączeniu zmian kursowych) powinien przynieść wypłaszczenie trajektorii spadkowej ścieżki rocznych stóp wzrostu podobne do tego z 2008/09 roku. Na razie trudno mówić o odbiciu (wynika ono głównie z efektów bazowych), jednak zatrzymanie spadków jest niewątpliwie dobrą wiadomością. Kluczowe będzie rozbitcie danych, które wskaże jak zachowują się kredyty inwestycyjne i ich perspektywy zmian z obecnych ujemnych poziomów. Kredyty obrotowe już od kolejnego miesiąca (a szczególnie od II kw. 2013) będą wspierane programem gwarancji BGK dla małych i średnich firm (teoretyczne wsparcie umożliwi udzielenie kredytów w wysokości nawet 50 mld zł, co stanowi 20% obecnego wolumenu kredytowego - nie będą to z pewnością takie odchylenia od bazowego scenariusza wzrostu tego wolumenu, jednak ich wpływ wartość kredytów bieżących, która obecnie wynosi ok. 108 mld zł, na pewno będzie zauważalny).

**Kredyt inwestycyjny przedsiębiorstw po
wyłączeniu efektu zmian PLN (r/r)**



Bilans handlowy znów na (malutkim) plusie

Saldo obrotów bieżących zamknęło się w styczniu na poziomie -1546 mln euro, w niemal idealnej zgodzie z konsensusem ekonomistów i nieco powyżej naszej prognozy (-1685 mln). Poszerzenie deficytu obrotów bieżących było oczekiwane i związane jest głównie z czynnikami okresowymi, mianowicie z dużym transferem z UE.

Jedynym komponentem, który można uznać za zaskoczenie, jest bilans handlowy. Wbrew naszej prognozie, wskazującej na zawężenie deficytu handlowego do ok. 200 mln euro i zgodnej z opublikowanymi w środę danymi GUS na temat handlu zagranicznego, na rachunku handlowym pojawiła się w styczniu minimalna nadwyżka, rzędu 5 mln euro. Przechodząc do szczegółów, możemy zauważyć, że choć skala odreagowania eksportu po grudniowej katastrofie była nieco mniejsza od zakładanej, to ponownie większym zaskoczeniem okazał się być import. O ile w poprzednim miesiącu import zaskoczył in plus, o tyle w styczniu jego wzrost był mniejszy od prognoz.

Taka dynamika handlu zagranicznego pozwala wysnuć szereg wniosków. Po pierwsze, sugeruje, że popyt wewnętrzny w styczniu pozostawał w dalszym ciągu słaby, a skala jego styczniowego odreagowania (widoczna w danych o sprzedaży detalicznej) nie była dostatecznie duża, żeby wygenerować istotniejszy impuls popytowy na dobra z zagranicy. Po drugie, nadwyżka na rachunku handlowym sygnalizuje zachowanie dodatniej kontrybucji eksportu netto do PKB w pierwszym kwartale (co oczywiście, za wcześnie jest na jakiegokolwiek dokładne szacunki w tym obszarze). Wreszcie, oznacza kontynuację trendów obserwowanych w ostatnich miesiącach – równoważenie polskiej gospodarki znajduje odzwierciedlenie w spadającym deficycie handlowym i zawężającym się saldzie obrotów bieżących.



EURUSD fundamentalnie

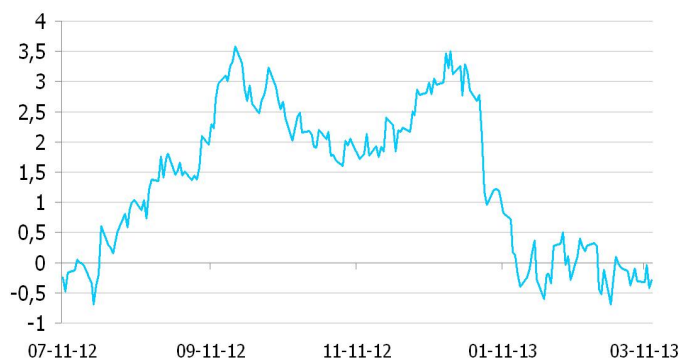
Czwartkowa sesja przyniosła korektę na EURUSD, które wzrosło ponownie w okolice 1,30 podczas sesji amerykańskiej. Pomimo braku konkretnych informacji przecieki i komentarze ze szczytu UE wlały trochę optymizmu na rynki, pomogły także echa ostatnich relatywnie dobrych aukcji we Włoszech i Irlandii. Wczorajsze dane z amerykańskiego rynku pracy, choć bardzo dobre nie wywołały praktycznie żadnej reakcji na EURUSD - przekonanie, że Fed nie będzie reagował na spektakularnie pozytywne zaskoczenia może niedługo zostać zastąpione kolejnymi spekulacjami odnośnie strategii wyjścia. O sile wpływu amerykańskich danych na umocnienie dolara przekonamy się już dzisiaj - po południu publikacja CPI i produkcji przemysłowej.

EURUSD technicznie

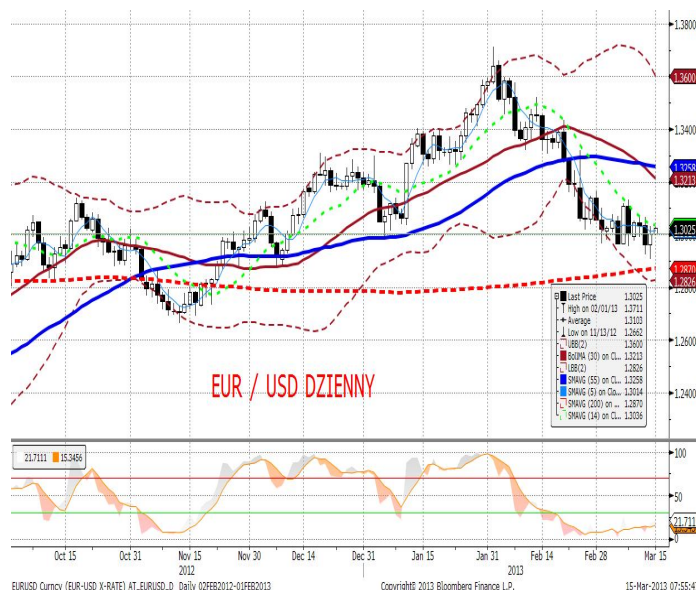
Spadki EURUSD są, trzeba uczciwie przyznać, dość asekuracyjne. Wczoraj kurs ustanowił nowe minimum, ale forsowanie 1,2911 okazało się być nieudane i spowodowało korektę. Aktywność kupujących wyczerpała się na czterogodzinowym MA55 (1,3020) i z tego poziomu dzisiaj startujemy. Potencjał tej korekty oceniamy na 1,31 (względny psychologiczny i lokalny FIBO 76,4%), ale to przewidywanie wypadu uzależnić od wyniku testowania wspomnianego MA55. Porażka tutaj powinna przynieść powrót do spadków, z najbliższymi celami na 1,2911 (wczorajsze minimum intraday) i 1,2870 (MA200). Zalecamy przy tym zachowywać ostrożność - dryf na dziennym oscylatorze systematycznie zbiega w kierunku dywergencji.

Wsparcie	Opór
1,2924	1,3142
1,2868	1,3110
1,2727	1,3000/22

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

Wczorajsze zaskoczenie inflacyjne pozwoliło EURPLN przebić poziom 4,15. Po takich danych przestrzeń do osłabienia złotego nawet w kierunku kolejnego poziomu oporu (4,18) została zdecydowanie poszerzona. Komentarze o jednorazowości czynników wpływających na niższą inflację (wczoraj prof. Winiecki) skłaniają do refleksji, że jednomyślność w RPP przechodzi po woli do historii, co niewątpliwie przyniesie większą zmienność na parze EURPLN. Wczorajsza poprawa sentymentu globalnego (czytaj EURUSD) nie odbiła się na złocie - kluczowe pozostają czynniki krajowe (znacznie osłabione - patrz model poniżej). Po tak silnej reakcji można spodziewać się delikatnej korekty, jednak oczekiwania na dalsze działania RPP zostały pobudzone i do kolejnych danych (poniedziałek) to one wyznaczać będą kierunek zmian EURPLN.

EURPLN technicznie

Niespodzianka! Po kilku dniach "koczowania" w okolicy cztero-godzinowego MA55 EURPLN zdecydowanie przełamał ten poziom oporu, a impetu wystarczyło na przebicie dziennej MA200 i zamknięcie powyżej dziennej FIBO 38,2%. Skuteczny opór kurs znalazł dopiero na EMA30 wyznaczającej środek wstęgi Bollingera (4,1580). Jeżeli i ten poziom zostanie przełamany, nic nie będzie stało na drodze do 4,1800/20. W przeciwnym przypadku czeka nas powrót do dobrze znanego range (4,1174-4,1510).

Wsparcie	Opór
4,1500/10	4,1800/20
4,1360	4,1700
4,1174	4,1630

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	3.26	3.29
2Y	3.27	3.32
3Y	3.32	3.37
4Y	3.375	3.43
5Y	3.435	3.49
6Y	3.485	3.55
7Y	3.54	3.60
8Y	3.59	3.65
9Y	3.64	3.70
10Y	3.68	3.73

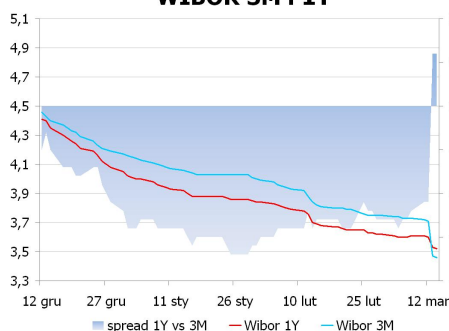
depo	BID	ASK
ON	3.3	3.4
1M	3.1	3.4
3M	3.2	3.4

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1448
USD/PLN	3.2000
CHF/PLN	3.3539

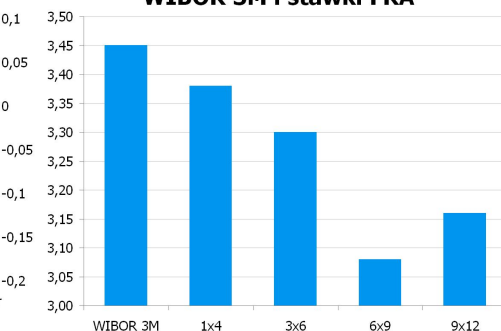
FRA	BID	ASK
1x2	3.33	3.38
1x4	3.32	3.38
3x6	3.25	3.30
6x9	3.05	3.08
9x12	3.11	3.16

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3003
EUR/JPY	124.95
EUR/PLN	4.1530
USD/PLN	3.1926
CHF/PLN	3.3712

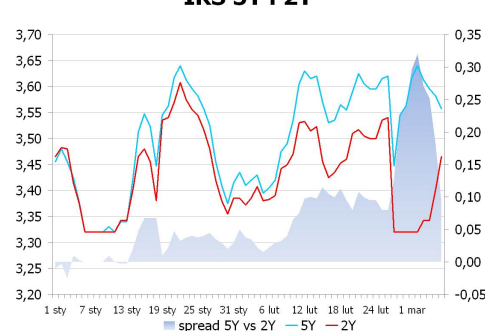
WIBOR 3M i 1Y



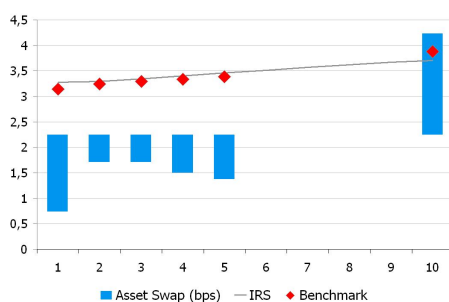
WIBOR 3M i stawki FRA



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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.