



Biuro Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 86
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		
18.03.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Place r/r (%)	lut	3.7	2.7	0.4	4.0
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	lut	-1.0	-0.9	-0.8	-0.8
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lut	1.1	1.3	1.4	1.1
19.03.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	mar		47.5	48.2	48.5
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	mar		6.0	5.2	13.6
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	lut		915	910 (r)	917
13:30	USA	Pozw. na budowę domów SAAR (tys.)	lut		925	904 (r)	946
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	lut	mniej niż -2.5	-2.0	0.3	-2.1
14:00	POL	Produkcja budowlano-montażowa r/r (%)	lut	-3.0	-9.8	-16.1	-11.4
14:00	POL	PPI r/r (%)	lut	-0.5	-0.5	-1.2	-0.4
20.03.2013 ŚRODA							
16:00	EUR	Wskaźnik pewności konsumentów (pkt)	mar		-23.0	-23.6	
19:00	USA	Decyzja Fed (%)	mar		0.25	0.25	
21.03.2013 CZWARTEK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		50.9	50.4	
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		44.2	43.9	
9:00	FRA	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	mar		44.0	43.7	
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		50.5	50.3	
9:30	GER	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	mar		55.0	54.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		48.2	47.9	
10:00	EUR	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	mar		48.3	47.9	
10:00	EUR	PMI composite <i>prelim</i> (pkt)	mar		48.3	47.9	
13:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.03		343	332	
14:00	POL	Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefin.	Q4				
14:00	POL	Minutes RPP	mar				
15:00	USA	Sprzedaż domów na r. wtórnym SAAR (mln)	lut		5.00	4.92	
15:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający CB (%)	lut		0.3	0.2	
15:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	mar		-3.3	-12.5	
22.03.2013 PIĄTEK							
10:00	GER	Indeks IFO - ocena bieżąca	mar		110.5	110.2	
10:00	GER	Indeks IFO - oczekiwania	mar		105.0	104.6	
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	lut	1.0	0.7	3.1	
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	lut	14.6	14.5	14.2	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Dziś wieczorem decyzja Fed. Oczywiście nikt nie spodziewa się żadnych zmian ani w poziomie stóp procentowych, ani w schemacie zakupów w ramach QE3, jednak oczekujemy zauważalnej poprawy ocen gospodarki i (być może) lepszych projekcji prognoz zarówno wzrostu PKB, jak i stopy bezrobocia. Choć nie należy spodziewać się pełnego doprecyzowania warunków wycofania QE3 (w szczególności warunków „istotnej poprawy sytuacji na rynku pracy”), to komunikat powinien rzucić więcej światła na konsensus w Fed, w którym coraz powszechniej pojawiają się wątpliwości odnośnie ryzyk związanych z kontynuacją tak ekspansywnej polityki. Przy gołym nastawieniu samego Bernanke jaśniejszy okazać może się jedynie termin podjęcia takiej dyskusji, a nie jej szczegóły.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka: RPP może poczekać z ewentualną decyzją o zmianie stóp procentowych do lipcowej projekcji inflacyjnej, by ocenić efekty dokonanych już cięć.
- Cypryjski parlament odrzucił we wtorek projekt ustawy o wprowadzeniu jednorazowego podatku od wkładów bankowych, który był jednym z warunków otrzymania przez Cypr zagranicznej pomocy finansowej w kwocie 10 mld euro dla uratowania kraju przed niewypłacalnością.
- Jeroen Dijsselbloem (przewodniczący eurogrupy): Strefa euro odnotowała odrzucenie przez parlament cypryjski planu pomocy zaaprobowanego w ub. sobotę przez ministrów finansów eurogrupy i postanowiła podtrzymać swoją ofertę pomocy rządowi w w. Nikozji. Wyrażam głębokie ubolewanie z powodu decyzji Cypru, ale piłka wciąż jest po jego stronie.
- Niemiecki minister finansów Wolfgang Schäuble uznał za „poważną” sytuację po odrzuceniu cypryjski parlament ustawy o jednorazowym podatku od wkładów bankowych. Zapewnił jednak, że strefa euro podjęła kroki zapobiegające negatywnym skutkom tej decyzji.

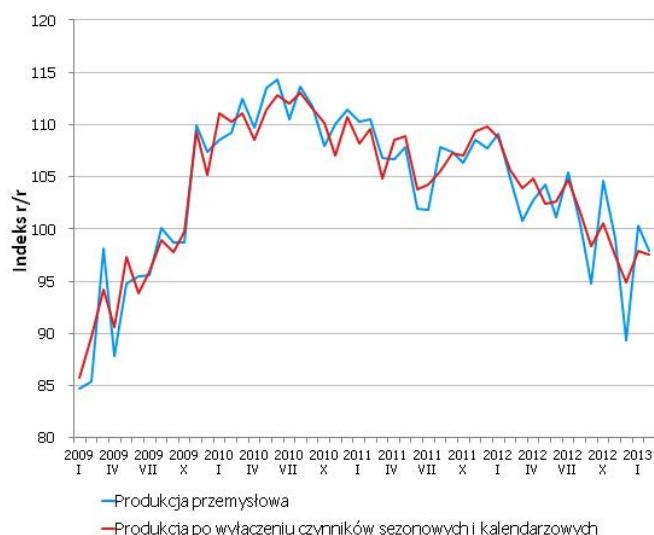
Decyzja RPP (10.04.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.397	-0.003
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	1.904	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.838	-0.014
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Dalsze spadki produkcji przemysłowej

W lutym **produkcja przemysłowa** obniżyła się o 2,1% r/r po 0,3% wzroście w styczniu. W ujęciu odsezonowanym spadek produkcji był większy niż w poprzednim miesiącu i wyniósł 2,4% r/r.

Spadki produkcji przemysłowej wystąpiły w 17 spośród 34 sekcji. Najsilniej spadła produkcja maszyn urządzeń (-13,2%), metali (-8,2%), samochodów (-5,9%). W spadkowych sekcjach przemysłu przeważały te z większym udziałem eksportu. Stąd brak namacalnych dowodów na znaczny pozytywny wpływ (domniemanego) ożywienia w Niemczech na polski przemysł. Dodatkowo dane lutowe mogą, podobnie jak styczniowe, znajdować się pod wpływem krótkookresowego odreagowania po wyjątkowo słabym grudniu.

Kluczowe dla określenia momentum produkcji przemysłowej mogą mieć dane marcowe, w których powinny znaleźć się już zamówienia na kolejne sześć miesięcy. Pamiętajmy jednak, że w marcu na produkcji przemysłowej negatywnie może ważyć efekt pogodowy.



W lutym b.r. **produkcja budowlano-montażowa** spadła o 11,4% w ujęciu rocznym (po wyłączeniu czynników sezonowych i kalendarzowych spadek sięgnął 12,2%). Z kolejnej poprawy (grudzień: -25,2%; styczeń: -16,1%) dynamiki produkcji budowlanej nie należy jednak wysnuwać zbyt daleko idących wniosków. Po pierwsze, wynika ona częściowo z lepszych warunków pogodowych odnotowanych w tym roku - nasza własna prognoza, opiewająca na -3,0% r/r, zakładała głównie ten efekt. Po drugie, załamanie notuje się od kilku miesięcy we wszystkich rodzajach aktywności budowlanej, od wznoszenia budynków po prace związane z budową infrastruktury. Po trzecie, wciąż niekorzystnie działają efekty bazy związane z przygotowaniami do Euro 2012 i wysokim poziomem aktywności w mieszkaniectwie w I połowie 2012 roku. Z samych efektów bazowych możemy wnioskować, że dopiero druga połowa roku może przynieść stabilizację sytuacji w sektorze (dwucyfrowe spadki najprawdopodobniej aż do czerwca). Wreszcie, wciąż oczekujemy na pozytywne sygnały z sektora mieszkaniowego - w piątkowych danych nt. budownictwa mieszkaniowego próżno ich szukać. Na impuls ze strony sektora publicznego przyjdzie gospodarce najpewniej czekać aż do momentu uruchomienia

funduszy unijnych z nowej perspektywy (czyli do 2014) - dostępna nam wiedza na temat rozstrzyganych przetargów wskazuje raczej na złagodzenie ścieżki spadkowej niż na jej zatrzymanie, nie mówiąc o odwróceniu.

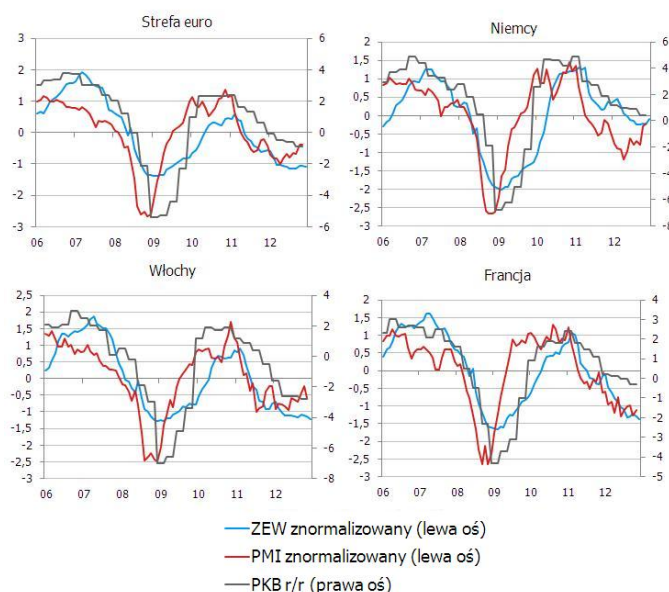
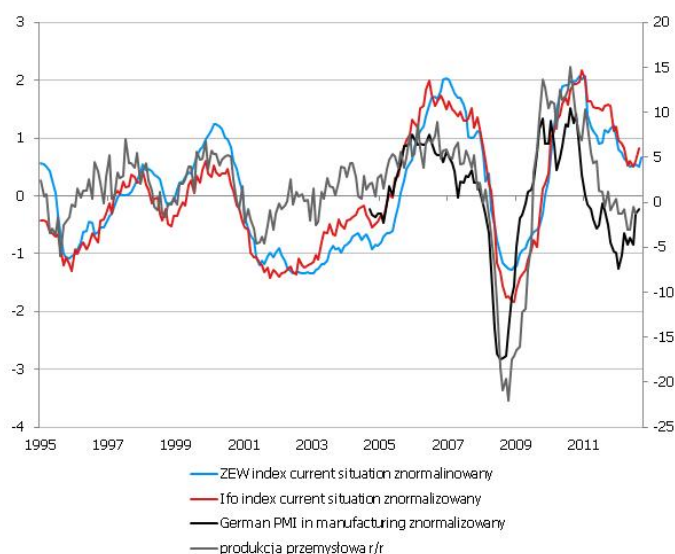
Ceny producentów spadły o 0,4% w ujęciu rocznym (konsensus -0,5%, nasza prognoza -0,5%), poprzednie dane zostały zrewidowane lekko w dół o 0,1pp. W przekroju po sekcjach, ceny w przetwórstwie przemysłowym zostały podniesione o 0,4% m/m, w górnictwie o 0,5% m/m zaś ceny produkcji i dystrybucji mediów (energia elektryczna, gaz) obniżyły się nieznacznie o 0,1% m/m. W ujęciu bazowym (wyłączając ceny koksu i produktów rafinacji ropy naftowej) ceny producentów w przetwórstwie przemysłowym podniosły się o 0,2% (nieco mniej niż 0,3% odnotowane w poprzednim miesiącu), co przełożyło się na nieznaczny wzrost rocznej dynamiki cen producentów właśnie w tym ujęciu. Chociaż wykres może wskazywać, że dołek na cenach producentów w ujęciu bazowym mamy już za sobą, baza statystyczna (wysoka!) będzie w najbliższych 3 miesiącach nieubłagana. Tym samym okres najniższej dynamiki cen producentów w ujęciu bazowym przypadnie prawdopodobnie na maj. Z tego też powodu dezinflacja trwa w najlepsze.

Wczorajsze dane traktujemy jako w znacznej mierze bezkonkluzywne (a przynajmniej nie zmieniające naszej diagnozy słabej koniunktury w I połowie 2013 i w szczególności spadków w inwestycjach publicznych i mieszkaniowych). Co więcej, w praktyce gwarantują niższą dynamikę PKB w I kw. 2013 niż w IV kwartale poprzedniego roku. Z punktu widzenia RPP realizuje się scenariusz stagnacyjny, na który wskazywał zresztą A. Bratkowski postulując jednocześnie wznowienie obniżek stóp procentowych. Przestrzeń do obniżek - biorąc pod uwagę 2% stopy realne (w oceanie ujemnych stóp realnych w Europie) oraz wskazania reguły Taylora (choćby tej używanej przez NBP) - jest „znaczna”, oczywiście biorąc pod uwagę ograniczenie w postaci procesu decyzyjnego w RPP.

Lepsze oceny sytuacji bieżącej w Niemczech

W marcu indeksy ZEW wskazały na kontynuację poprawy sentymentu wśród analityków i inwestorów w Niemczech. Indeks określający oczekiwania na kolejne 6 miesięcy pozostał na prawie niezmiennym poziomie 48,5 pkt (+0,3pkt w stosunku do lutego). Znacznie silniej wzrosły oceny sytuacji bieżącej - z 5,2 pkt. do 13,6 pkt., co niewątpliwie jest pozytywną informacją, szczególnie jeśli zostanie potwierdzona także przez PMI i Ifo (publikacje w czwartek i piątek).

W tym miesiącu dane o koniunkturze w Niemczech mają szansę wzbudzić mniejsze emocje po pierwsze ze względu na ich zaburzenia wynikające z czynników ogólnoeuropejskich (czytaj poniżej), a także z możliwego obciążenia ostatnimi zaskoczeniami odczytami Ifo i PMI. Po drugie zaś ze względu na obserwowaną ostatnio niską korelację z danymi z przemysłu - przy obecnych poziomach indeksów koniunktury oczekiwania na wzrost produkcji pojawiają się z miesiąca na miesiąc wywołując na razie jedynie negatywne niespodzianki (podobnie nowe zamówienia w przemyśle).



W komentarzu wskazano, że za stagnację odpowiedzialny jest wzrost niepewności wywołany sytuacją polityczną we Włoszech (ankiety wypełniane były po wyborach) oraz dyskusją dot. Cypru - w marcowych ankietach nie odbija się jednak warunkowość pakietu pomocowego ustalona w miniony weekend na szczycie UE, który stwarza precedens odnośnie metod rozwiązywania problemów w strefie euro także w kontekście pozostałych krajów objętych pomocą finansową. Co prawda oficjele z UE utrzymują, że Cypr jest przypadkiem odosobnionym, jednak wydarzenie to odbija się na oczekiwaniach analityków w kolejnej edycji ankiet - w skali zależnej od szybkości przyjmowanych rozwiązań.

Instytut ZEW publikuje indeksy także dla całej strefy euro oraz Francji i Włoch - wszystkie w marcu znacznie spadły. Szczególnie silnie spadła składowa oczekiwania, jednak dla wszystkich krajów europejskich poza Niemcami jest ona bardzo zmienna, co utrudnia interpretację na podstawie próbki historycznej (jedynie potwierdza związek wyników z wyborami we Włoszech, gdzie indeks oczekiwania spadł aż o 16,8 pkt do poziomu -0,5 pkt). Ciekawe jest natomiast zachowanie indeksów opisujących sytuację bieżącą, które wg ankiet ZEW kontynuują trend spadkowy i znajdują się na poziomach zbliżonych do dołka z 2009 roku (patrz wykres poniżej). Co więcej, porównanie poziomów z indeksami PMI wskazuje, że analitycy są dość pesymistyczni w swoich ocenach w stosunku do menedżerów logistycznych ankietowanych przez Markit we Włoszech i całej strefie euro (co może odzwierciedlać taką sytuację generalnie w krajach peryferyjnych), zaś podobnie oceniają sytuację we Francji (podobnie tzn. źle) i Niemczech (podobnie tzn. dobrze). Biorąc pod uwagę wyprzedzający charakter PMI (składowa bieżąca ZEW porusza się równoległe do cyklu) wskazuje to na spore obciążenie oczekiwań bieżącymi wydarzeniami zwiększającymi niepewność (znacznie silniej odbijającymi się w ankietach analityków niż przedsiębiorców). Oczekiwanie na poprawę sytuacji w strefie euro wiedzone są właściwie tylko przez Niemcy i na razie brak sygnałów, by wyrokować o wychodzeniu strefy euro z recesji, szczególnie przy tak pesymistycznym wachlarzu danych francuskich pozostających w negatywnym trendzie.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD kontynuuje marsz w dół. Wczoraj ustanowiono kolejne minimum - tym razem notowania sięgnęły 1,2850 - poziomów nie notowanych od listopada 2012 roku. Zrekapitulujemy: pakiet pomocowy w wersji ogłoszonej w weekend został wczoraj w godzinach wieczornych odrzucony przez parlament (co nie jest dużym zaskoczeniem), a Cypr pozostaje de facto bankrutem i bez planu ratunkowego; pomysł opodatkowania depozytów objętych gwarancjami państwowymi (tj. do 100 tys. euro) w błyskawicznym tempie stał się sierotą, do której nikt na Kontynencie się nie przyznaje (dlaczego na taki pomysł mieliby wpaść sami Cypryjczycy, można tylko spekulować); wreszcie, przedstawiciele EU (ministrowie finansów eurostrefy, szef Eurogrupy Dijsselbloem) od wczoraj starają się wepchnąć dzina z powrotem do butelki, zapewniając o wyjątkowości sytuacji Cypru i woli zrobienia wszystkiego, co możliwe (*whatever it takes*), by chronić depozyty mieszkańców UE. Ostateczne rozwiązanie kwestii cypryjskiej będzie zapewne ukłonem w stronę "drobnych ciułaczy", ale ogłębokość obecnego risk-off jest trudna do przewidzenia. Wobec braku danych makro, dziś z okolicypryjskiego chaosu ma szansę wpłynąć jedynie publikacja najnowszych projekcji Fed (możliwy wpływ na strategię banku centralnego).

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

Notowania zatrzymały się na średniej MA200. Kusi, aby nadal wyznaczać cele w trendzie spadkowym (1,2727 i 1,2662 tygodniowe FIBO). Niemniej powoli kreśli się dywergencja, co oznacza, że spadki tracą momentum. Korekty nie widać jednak na razie jeszcze na wykresie 4h (brak jakichkolwiek dywergencji). Jesteśmy dziś gorącymi orędownikami pozycji neutralnych; uwaga na fundamenty - wiele „złego” wydaje się już zdyskontowane.

Wsparcie	Opór
1,2873	1,3216
1,2727	1,3100
1,2662	1,3000





EURPLN fundamentalnie

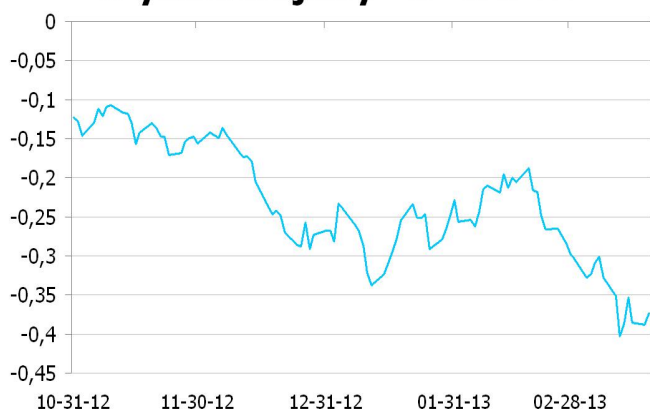
Złoty słabszy. Pierwsza połowa dnia przebiegła dość spokojnie, z niewielkim umocnieniem o ok. 1 grosz w stosunku do zamknięcia poprzedniego dnia. Dane o produkcji przemysłowej (zasadniczo zgodne z konsensusem rynkowym i nie wnoszące wiele nowego do stanu zbiorowej wiedzy na temat kondycji polskiej gospodarki) pozostały bez większego wpływu na kurs. W drugiej połowie dnia złoty stał się ofiarą globalnego risk-off i osłabiał się w ślad za spadkami EURUSD, ładując ostatecznie powyżej 4,16. Dziś polska waluta zapewne będzie poruszać się w rytm wyznaczony przez problemy strefy euro, ale panicznej wyprzedaży nie powinniśmy oczekiwać (początek 2013 to nie początek 2012). Na impuls ze strony czynników krajowych będziemy musieli czekać zapewne dopiero do piątkowej publikacji danych o sprzedaży detalicznej, ale i to nie jest pewne, bo brak niespodzianki (w jedną czy drugą stronę) po stronie produkcji zmniejsza prawdopodobieństwo odczytu, który mógłby sprowokować reakcję na rynku.

EURPLN technicznie

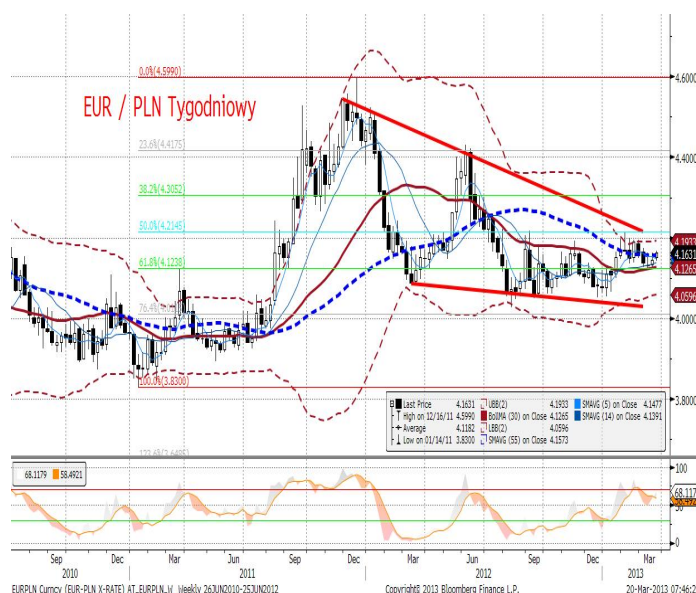
Chciałoby się napisać „bez zmian”, ale przebicie MA200 na dziennym naraża ustalony przez nas range (4,12-4,16/17) na przerwanie, zwłaszcza że oscylator ma jeszcze sporo miejsca na ruch w górę. W takim przypadku celem byłoby 4,1754, w nieco gorszym przypadku 4,20. Ruch ten widzielibyśmy raczej jako rozszerzenie range (o ile oczywiście się zrealizuje - jeśli nie, tylko scementuje to przedział 12-16/17). Na 4h notowania w górę kanału, z potencjałem na spadkową dywergencję; sytuacja wygląda zdecydowanie lepiej niż na dziennym i biorąc pod uwagę logikę czasową (najpierw 4h potem 1d) przebicie MA200 z dziennego nie wygląda tak strasznie (przynajmniej na dziś).

Wsparcie	Opór
4,1600	4,1800/20
4,1505	4,1754
4,1431	4,1673

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.

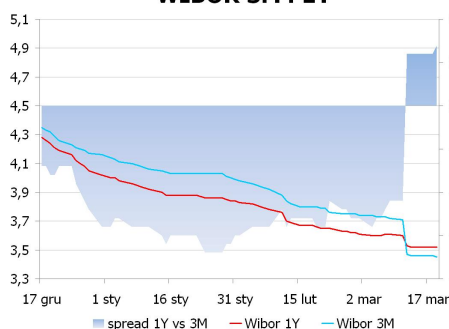




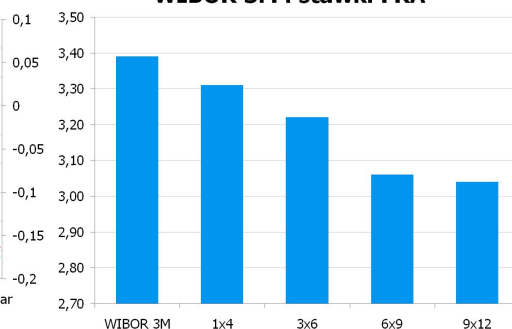
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.17	3.21	ON	3.0	3.3	EUR/PLN	4.1465
2Y	3.195	3.25	1M	3.1	3.4	USD/PLN	3.2055
3Y	3.235	3.29	3M	3.1	3.4	CHF/PLN	3.3860
4Y	3.265	3.32					
5Y	3.315	3.37					
6Y	3.373	3.40					
7Y	3.415	3.45					
8Y	3.467	3.50					
9Y	3.515	3.55					
10Y	3.5749	3.62					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.28	3.33	EUR/USD	1.2880
1x4	3.26	3.31	EUR/JPY	122.58
3x6	3.16	3.22	EUR/PLN	4.1593
6x9	3.01	3.06	USD/PLN	3.2310
9x12	2.99	3.04	CHF/PLN	3.4113

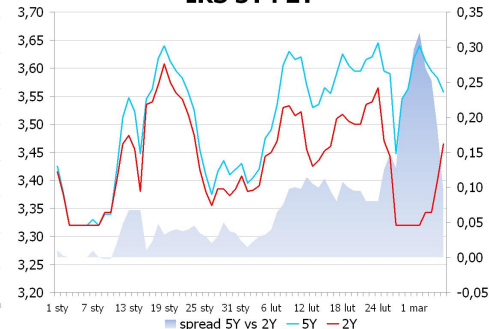
WIBOR 3M i 1Y



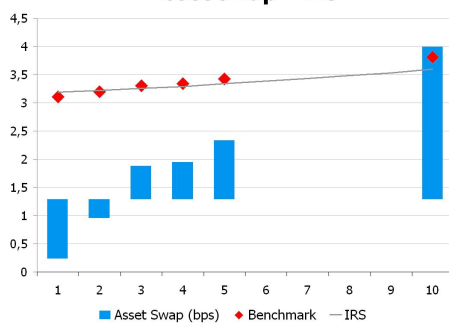
WIBOR 3M i stawki FRA



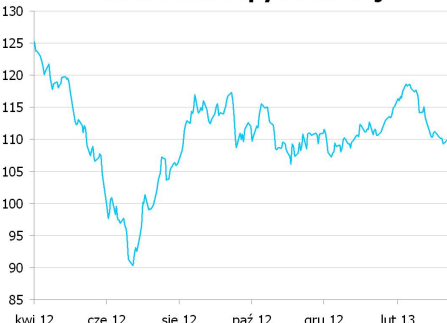
IRS 5Y i 2Y



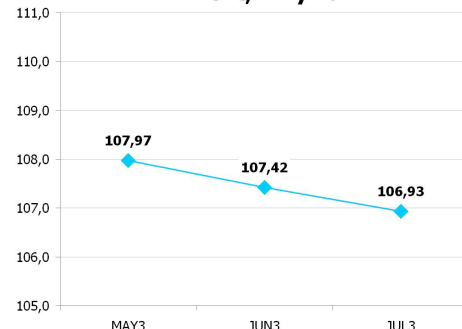
Asset swap i IRS



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. DYSTYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIĄ PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.