



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		
18.03.2013 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	-23.5
19:00	USA	Decyzja Fed (%)	mar		0.25	0.25	0.25
21.03.2013 CZWARTEK							
2:45	CHN	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		50.8	50.4	51.7
9:00	FRA	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		44.2	43.9	43.9
9:00	FRA	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	mar		44.0	43.7	41.9
9:30	GER	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		50.5	50.3	48.9
9:30	GER	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	mar		55.0	54.7	51.6
10:00	EUR	PMI w przemyśle <i>prelim</i> (pkt)	mar		48.2	47.9	46.6
10:00	EUR	PMI w usługach <i>prelim</i> (pkt)	mar		48.2	47.9	46.5
10:00	EUR	PMI composite <i>prelim</i> (pkt)	mar		48.2	47.9	46.5
13:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	16.03		340	334 (r)	336
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	4.94 (r)	4.98
15:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający CB m/m (%)	lut		0.4	0.5 (r)	0.5
15:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	mar		-3.0	-12.5	2.0
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 polska.** Dziś ostatnia porcja danych za luty - biuletyn statystyczny GUS. Nasza prognoza sprzedaży detalicznej na poziomie 1% bazuje na naturalnej sezonowości i względnie wysokiej bazie z zeszłego roku. Dobrym punktem porównania dla niektórych kategorii (sezonowość, faza cyklu) jest 2009 rok (identyczna różnica w dniach roboczych). Jeśli chodzi o stopę bezrobocia mamy prognozę na poziomie podanym przez ministra Kosiniaka-Kamysza: 14,6%. Licząc kolejny miesiąc historycznie, proporcjonalnie do wzrostu bezrobotnych w styczniu, wychodzi 14,5%. Stawiamy jednak na kontynuację zwolnień grupowych, bo trend na wskaźniku odsezonowanym jest wyraźnie rosnący.

• **Gospodarka globalna.** Po wczorajszych zaskoczeniach indeksów PMI oczekiwania na dzisiejsze indeksy Ifo są z pewnością znacznie niższe niż podawane w tabelach. Gorsze odczyty wpiszą się w scenariusz korekty bardzo optymistycznych oczekiwań na szybkie odbicie niemieckiej gospodarki.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Minutes RPP: Podczas marcowego posiedzenia, które 50-punktową redukcją stóp dopełniło cykl redukcji stóp pojawiły się głosy, że nie można wykluczyć dalszych cięć, jeśli gospodarka radzić sobie będzie słabo. Większość członków RPP uznała, że decyzja o obniżeniu stóp na marcowym posiedzeniu stanowi dopełnienie cyklu obniżek stóp, ale niektórzy członkowie nie wykluczyli ponownego dostosowania stóp, jeśli napływające dane pokażą niższy wzrost lub CPI niż przewiduje projekcja NBP (więcej czytaj w sekcji analizy).
- Europejski Bank Centralny dał Cyprovi czas do poniedziałku na uzgodnienie planu ratunkowego ze strefą euro i MFW, grożąc, że jeśli porozumienia nie będzie, odetnie po tym terminie udostępnianie funduszy cypryjskim bankom.
- S&P obniżył perspektywę ratingu Węgier do negatywnej ze stabilnej.

Decyzja RPP (10.04.2013)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%			GERGB 10Y	1.386	-0.006
stopy bez zmian	100%			USAGB 10Y	1.911	-0.012
obniżka 25 bps	0%			POLGB 10Y	3.975	0.049
PROGNOZA BRE		bez zmian		Dotyczy benchmarków Reuters		

Marcowe minutes mniej gołębie niż ostatnie komentarze członków RPP

Dyskusję na ostatnim posiedzeniu RPP zdominowały zagadnienia słabego wzrostu i spadającej inflacji, który to temat narzucony został przez nową projekcję inflacyjną. Tu jednak drobne sprostowanie. Odnosimy wrażenie, że nadal znaczna część Rady nie wierzy w wyniki projekcji Instytutu Ekonomicznego. Niektórzy wskazują na wyższy wzrost ze względu na ożywienie zagranicą (większość natomiast uznaje, że dynamika PKB pozostanie niska). Część RPP uważa, że inflacja nie będzie się szybko obniżać, a największe spadki inflacji będą miały charakter jednorazowy. Członkowie ci wskazują również na możliwość braku obniżki stawek VAT w 2014 roku.

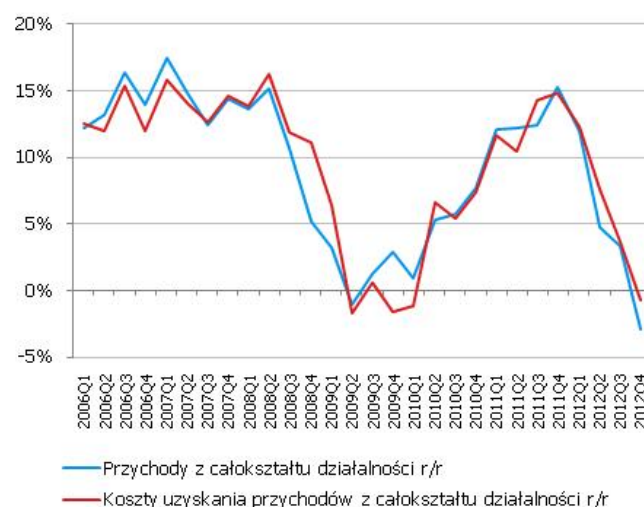
Obniżka stóp o 50pb, jak wnioskujemy z ostatnich paragrafów minutes, nie była poparta przez wszystkich członków RPP (jej oficjalnym uzasadnieniem były oczywiście znacznie gorsze wyniki projekcji NBP). Część Rady nie widziała potrzeby obniżek, część była skłonna poprzeć jedynie 25 punktową obniżkę. Większość Rady oceniła 50 punktową obniżkę jako „dopełnienie” cyklu. Tylko „niektórzy” członkowie Rady nie wykluczyli dalszych obniżek stóp.

Minutes nie mają zatem wyraźnie gołębiego zabarwienia i, jeśli nie kolejne komentarze członków RPP wskazujących na możliwość wznowienia poluzowania, odczytalibyśmy je jako potwierdzenie końca cyklu obniżek.

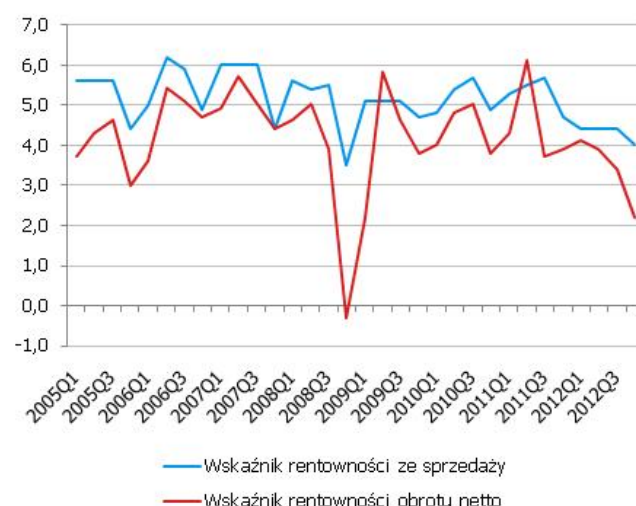
Co do perspektyw dla polityki monetarnej. Projekcja NBP wskazuje na znaczną przestrzeń do dalszych obniżek stóp. Przeszkodą pozostaje jednak sama kompozycja RPP i przeświadczenie części Rady o dokończeniu cyklu poluzowania, być może wyczekiwanie na wynik kolejnej projekcji inflacyjnej (to akurat wydaje nam się terminem zbyt odległym). Samozadowolenie RPP może zmienić się jednak pod wpływem słabych danych ze sfery realnej z pierwszej połowy roku (dziura w projektach infrastrukturalnych, niska konsumpcja) oraz wyraźnych spadków inflacji.

Spadek zyskowności działalności przedsiębiorstw

Z opublikowanych w dniu wczorajszym danych wynika, że rok 2012 przyniósł pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw niefinansowych. Wynik finansowy (i dotyczy to zarówno wyniku ogółem, jak i wyniku na działalności gospodarczej) w całym roku spadł o 14,6%, sięgając ok. 99 mld zł i jest to wartość niższa niż w dwóch poprzednich latach. Wynika to, jak należy się tego spodziewać, zarówno ze spadku łącznych zysków przedsiębiorstw, jak i ze wzrostu łącznych strat odnotowywanych przez badane firmy.



Przechodząc do szczegółów (dane kwartalne podawane są przez GUS w ujęciu YTD, dlatego niezbędne jest wyekstrahowanie wartości dla każdego z kwartałów), należy zauważyć, że dynamika poszczególnych agregatów finansowych, jak i podstawowych wskaźników dotyczących działalności przedsiębiorstw jest zgodna z przebiegiem cyklu koniunkturalnego. Rok 2012 przyniósł systematyczne wyhamowanie dynamiki kosztów i dynamiki przychodów, przy czym dopiero w IV kwartale pojawiła się istotna rozbieżność na niekorzyść tych drugich. Jeżeli przebieg spowolnienia gospodarczego w 2009 jest pewnym miernikiem możliwej ewolucji przychodów i kosztów, odbicia przychodów i kosztów należałoby oczekiwać dopiero w momencie przyspieszenia wzrostu gospodarczego.



W ślad za pogorszeniem wyniku finansowego i nakreśloną ewolucją kosztów i przychodów przedsiębiorstw systematycznej erozji w ciągu roku ulegały wskaźniki rentowności. O ile pierwsze załamanie sytuacji w tym obszarze notuje się na początek roku, o tyle IV kwartał przyniósł kolejny dynamiczny spadek wskaźników rentowności. Tutaj jednak warto zauważyć, że wskaźniki te wykazywały dotychczas nieznaczne przesunięcie względem cyklu koniunkturalnego (rzędu jednego kwartału), dlatego o dalszym pogorszeniu rentowności przedsiębiorstw w I kwartale 2013 roku trudno w tej chwili wyrokować. Równocześnie, należy odnotować, że IV kwartał przyniósł poprawę

¹ Badanie GUS dotyczy przedsiębiorstw zatrudniających więcej niż 50 osób ze wszystkich sektorów poza rolnictwem, szkolnictwem wyższym oraz działalnością finansową i ubezpieczeniową.

płynności przedsiębiorstw, która w obydwu miarach (płynność I stopnia i II stopnia, odpowiednio, gotówkowa i szybka) w IV kwartale powróciła do swoich długookresowych poziomów, częściowo niwelując straty z I połowy roku; uruchomiony ostatnio rządowy program (BGK + niektóre banki komercyjne) ukierunkowany na płynność (kredyty obrotowe) powinien jeszcze bardziej poprawić sytuację w tym obszarze, tym bardziej, że cieszy się dużym zainteresowaniem.

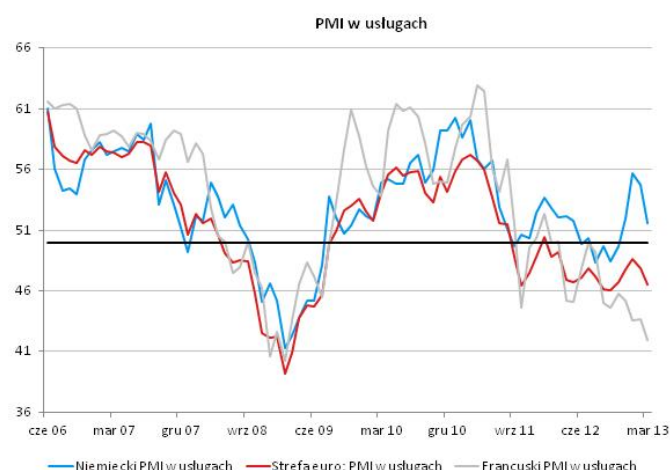
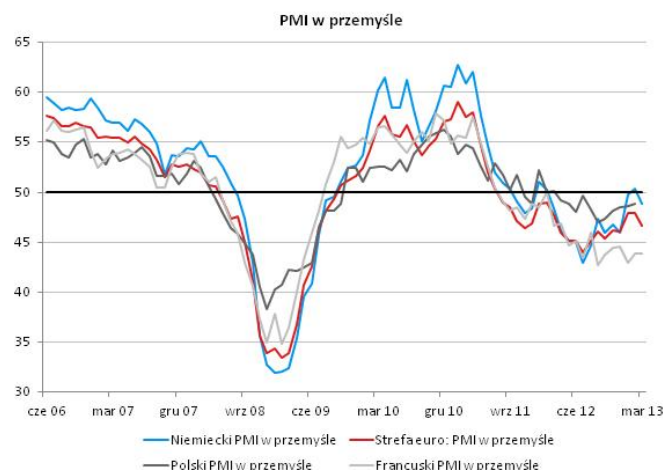
Reasumując, opublikowane wczoraj dane nie wzbogacają w sposób znaczący naszej wiedzy na temat stanu gospodarki w poprzednim roku - spowolnienie gospodarcze jest faktem, o którym dysponujemy wiedzą zarówno z danych bieżących, jak i z kompletnych rachunków narodowych za poprzedni rok. Tym niemniej, można odnotować, że załamanie przychodów przedsiębiorstw ze sprzedaży jest odzwierciedleniem słabości zintegrowanego popytu w polskiej gospodarce. Tym niemniej, przy braku istotnej presji płacowej oraz wobec względnej stabilności zarówno kursu walutowego, jak i cen surowców na rynkach globalnych, można w kolejnych kwartałach oczekiwać relatywnie niskiego poziomu kosztów. Tym samym, kluczowe dla sytuacji finansowej przedsiębiorstw są perspektywy popytu / sprzedaży (nie jest to zaskakujący wniosek, przyznajemy).

Indeksy PMI w strefie euro zaskakują negatywnie

Wstępne odczyty indeksów PMI w całej strefie euro wskazują, że oczekiwania na jej szybkie wyjście z recesji były zdecydowanie przedwczesne. Indeksy w strefie euro spadły o 1,3-1,4 pkt. do poziomu 46,5-46,6 pkt., w Niemczech indeks z sektora przemysłowego spadł ponownie w terytorium recesyjne (48,9 pkt), zaś z sektora usług obniżył się aż o 3,1 pkt. do poziomu 51,6 pkt. We Francji oba PMI znajdują się na bardzo niskim poziomie - 43,9 pkt (0 m/m) oraz 41,9 pkt. (-1,8 m/m) odpowiednio dla przemysłu i usług. Dane francuskie pozostają zatem bardzo słabe także w porównaniu do krajów walczących z silną recesją jak Grecja czy Włochy.

Takie relatywnie spore i będące dużym zaskoczeniem spadki mogą być jednorazową korektą niedopasowanych do sytuacji realnej wcześniejszych wzrostów - szczególnie wydaje się to prawdopodobne dla danych niemieckich. Szczegóły są negatywne - wskazują na spadkowe tendencje w nowych zamówieniach podzielone słabym popytem z południowej Europy (pozytywny pozostaje sygnał rosnącego popytu z północnej Ameryki i Azji), które powodują dalsze spadki produkcji, zatrudnienia oraz inflacji wyrobów gotowych. Oczywiście na dane ankietowe zawsze spory wpływ wywiera tzw. sentyment, który w marcu nie był dla strefy euro najlepszy - nierozwiązany pat polityczny we Włoszech czy obecne problemy Cypru, które przekładają się na obawy pozostałych krajów o możliwe uwarunkowania dalszej pomocy finansowej przy na razie stanowczej postawie EBC niewątpliwie wpływają na oczekiwania na kolejne miesiące także wśród przedsiębiorców. Nawet rozwiązanie tych problemów i wzmocnienie pewności politycznej w strefie euro będzie miało opóźniony wpływ na reakcje inwestycyjne i konsumpcyjne. Dzisiejsze dane wskazują zatem, że przestrzeń do wybicia się indeksów PMI z przedziału 40-50 pkt. (w zależności od kraju) jest bardzo ograniczona - wsparcie ze strony budzących się do życia Ameryki i Azji jest na razie skutecznie tłumione przez problemy zadłużeniowe i strukturalne gospodarek strefy euro. Estymowany z danych o

PMI wzrost PKB w I kw. w całej strefie euro pozostaje ujemny na poziomie ok. -0,3%, w Niemczech ożywienie postępuje wolniej niż oczekiwano i realistyczne scenariusze mówią obecnie o stagnacji w I kw.

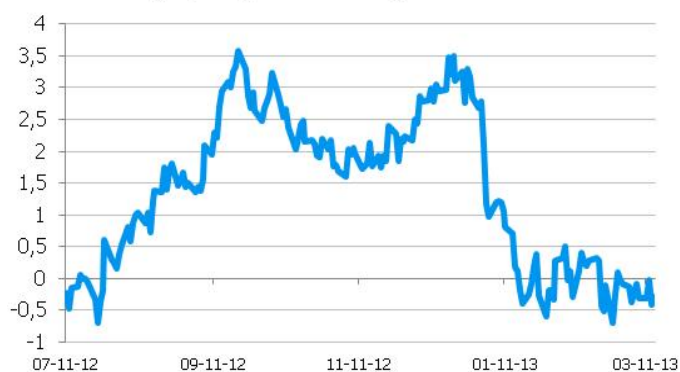




EURUSD fundamentalnie

EURUSD skończył wczoraj dzień poniżej poziomu otwarcia. Negatywne dla EUR informacje rozpoczęły się wraz z publikacją francuskiego PMI (gorszy niż w poprzednim miesiącu), pogłębiły odczytem w Niemczech (znacznie gorszy niż w poprzednim miesiącu, szczególnie w usługach) a punktem kulminacyjnym było ultimatum ECB, że cypryjskie banki zostaną w poniedziałek odcięte od finansowania z banku centralnego, a także stwierdzenie Dijsselbloem'a, że banki cypryjskie to ryzyko systemowe. W międzyczasie Włochy zrewidowały prognozy wzrostu PKB na 2013 rok w dół (oraz deficyt budżetowy w górę). Dane z rynku amerykańskiego tylko wzmogły popyt na USD. Dziś nie widzimy przesłanek do zmiany sytuacji na EURUSD. Weekend musi przynieść rozstrzygnięcie w sprawie Cypru (wszystko leży w gestii parlamentu i prawdopodobnie rozmów z Rosją - podatki od depozytów trafił na razie na półkę), do tego czasu pozycja short EUR jest preferowaną przez inwestorów grających na wyjście Cypru z EMU.

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. Taką sztuczną miarę pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Brak zmian. Na razie notowania utknęły tuż poniżej środka wstęgi Bollingera (1,2935). "Pełzająca dywergencja" na dziennym i nieudane testowanie MA200 każą nam na razie oczekiwać konsolidacji - od południa jej granice wyznacza wspomniana średnia (1,2878), od północy opór wyznaczymy na 1,3 (względny psychologiczny i górna granica kanału spadkowego na dziennym). Ten ostatni poziom wydaje się o tyle atrakcyjny, że zamknięcie w jego okolicach w zasadzie domknęłoby poniedziałkową lukę otwarcia (im dalej w czasie tym jej znaczenie będzie mniejsze).

Wsparcie	Opór
1,2878	1,3216
1,2727	1,3100
1,2662	1,3000





EURPLN fundamentalnie

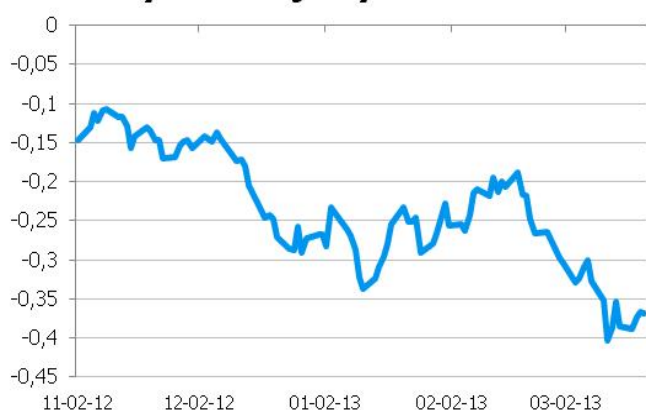
EURPLN osłabiał się wczoraj wraz z walutami regionu. Z uwagi na płynność rynku, osłabienie złotego było jednak relatywnie największe. Złotemu szkodzi awersja do ryzyka (w obecnie nieco bardziej niż umiarkowanym wydaniu), co widać zresztą także po cenach polskiego długu (nieco większa awersja do ryzyka to za dużo dla polskich obligacji). Wczorajsze "Minuttes" (trzeba przyznać, że relatywnie jastrzębie) przeszły praktycznie bez echa. Dziś dane o sprzedaży detalicznej, które zejdą prawdopodobnie na dalszy plan (czysto statystycznie, przy braku zaskoczenia danymi o produkcji przemysłowej, niespodzianki związane ze sprzedażą detaliczną są rzadkie). Złoty zostanie i zmienne i słaby, przynajmniej do poniedziałku.

EURPLN technicznie

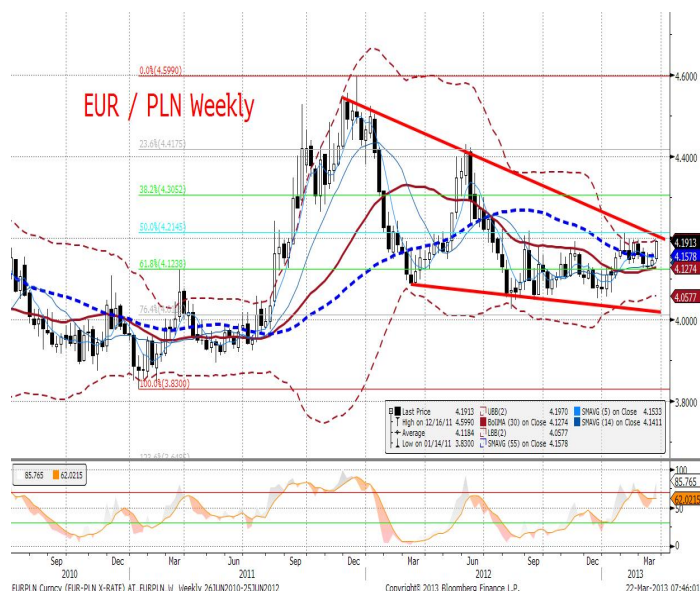
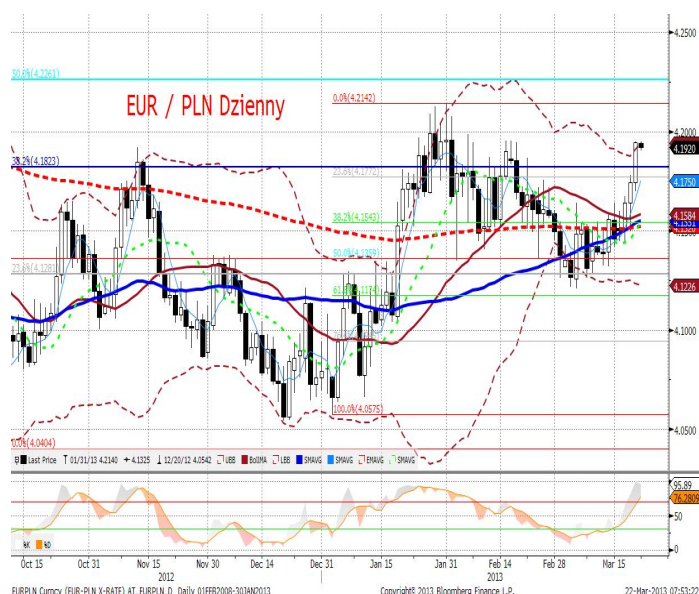
Wczoraj pękło 4,1823, a od rana notowania wyglądają jak flaga (wzrostowa). Momentum ruchu jest silne, przeto warto się obecnie zastanawiać głównie nad celami w górę. Pierwszy z nich można ustalić na poziomie maksimum lokalnych ze stycznia (4,2142), kolejny na 50% Fibo (zniesienie ruchu aprecjacyjnego PLN z połowy 2012 roku), czyli 4,2261. Nieśmiało przechodzi nam przez głowę myśl, że kontynuowany jest ruch wzrostowy zapoczątkowany pod koniec 2012 (przecież „korekta” spadkowa dotarła do 61,8% Fibo...). Zweryfikuje to zachowanie kursu na poziomie 4,2142. Na 4h trend wzrostowy, bez dywergencji.

Wsparcie	Opór
4,1823	4,2700
4,1772	4,2261
4,1543	4,2142

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.

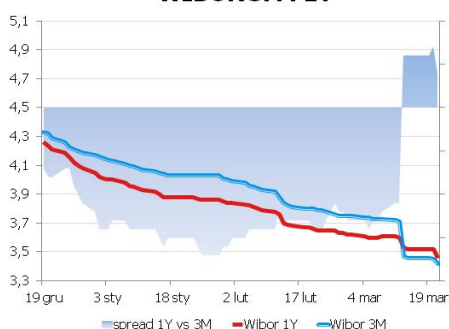




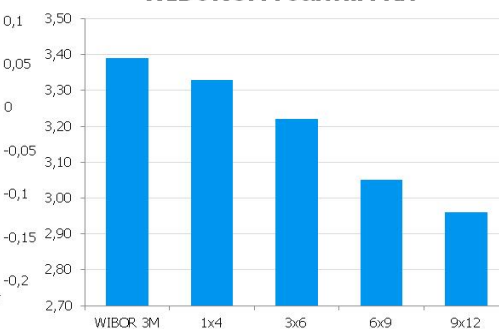
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	3.17	3.20	ON	3.1	3.4	EUR/PLN	4.1805
2Y	3.18	3.23	1M	3.2	3.3	USD/PLN	3.2387
3Y	3.22	3.27	3M	3.1	3.3	CHF/PLN	3.4240
4Y	3.265	3.32					
5Y	3.32	3.37					
6Y	3.373	3.40					
7Y	3.415	3.45					
8Y	3.467	3.50					
9Y	3.515	3.55					
10Y	3.5851	3.64					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	3.31	3.36	EUR/USD	1.2896
1x4	3.28	3.33	EUR/JPY	122.40
3x6	3.17	3.22	EUR/PLN	4.1910
6x9	3.00	3.05	USD/PLN	3.2508
9x12	2.93	2.96	CHF/PLN	3.4336

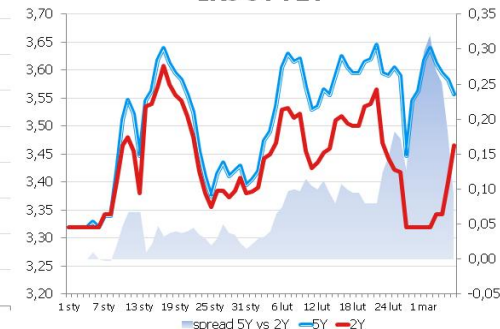
WIBOR 3M i 1Y



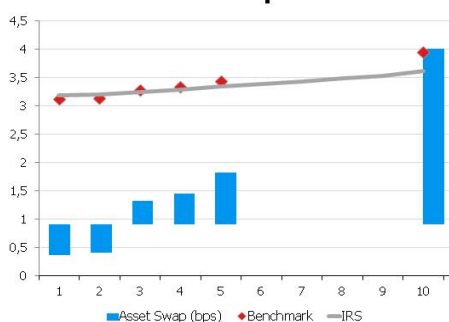
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



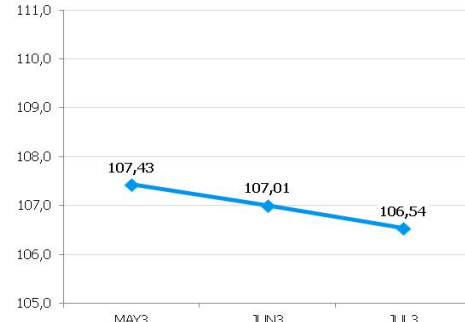
Asset swap i IRS



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 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.