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 Ziembińska
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		
15.04.2013 PONIEDZIAŁEK							
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar		10.1		8.9
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q1		8.0	7.9	7.7
14:00	POL	CPI r/r (%)	mar	1.0	1.1	1.3	1.0
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lut	-1201	-1507	-1688 (r)	-854
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	lut	12280	11901	12153 (r)	12090
14:00	POL	Import (mln EUR)	lut	12000	12105	12161 (r)	11488
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	mar			61.0 (r)	68.6
16.04.2013 WTOREK							
11:00	EUR	CPI r/r (%)	mar		1.7	1.7	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	kwi		40.0	48.5	
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	kwi		11.0	13.6	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	mar	1.0	1.0	1.1	
14:30	USA	CPI r/r (%)	mar		1.7	2.0	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	mar		930	917	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów SAAR (tys.)	mar		945	939 (r)	
14:30	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.2	0.8 (r)	
14:30	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	mar		78.4	78.3 (r)	
17.04.2013 ŚRODA							
14:00	POL	Płace r/r (%)	mar	1.8	2.8	4.0	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	mar	-0.9	-0.9	-0.8	
20:00	USA	Beżowa księga					
18.04.2013 CZWARTEK							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	mar	-2.5	-2.5	-2.1	
14:00	POL	PPI r/r (%)	mar	-0.6	-0.5	-0.4	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	13.04		347	346	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	kwi		3.0	2.0	
16:00	USA	Indeks koniunktury CB (%)	mar		0.1	0.5	
19.04.2013 PIĄTEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Po wczorajszej publikacji CPI dzisiejszy odczyt inflacji bazowej nie powinien zaskoczyć (bez zmian na poziomie 1,1%) - dokładny komentarz do danych czytaj w sekcji analizy.
• **Gospodarka globalna.** Dziś przed południem publikacja indeksów ZEW - adaptacyjny charakter oczekiwań (po ostatnich negatywnych niespodziankach na spadki) znajduje uzasadnienie w ciągle sporej dywergencji między indeksami koniunktury, a realnymi danymi. Po południu spory pakiet danych z USA - CPI (zgodnie z globalnymi trendami - niżej), produkcja przemysłowa (po silnym wzroście produkcji przemysłowej w lutym marzec najprawdopodobniej przyniósł znacznie bardziej skromne wyniki) i rynek nieruchomości (oczekiwania są dość optymistyczne, ale warto zwrócić uwagę na ryzyka związane z niekorzystną pogodą).

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• Zielińska-Głębocka: Jeżeli inflacja będzie utrzymywała się wyraźnie poniżej celu, może to stworzyć przestrzeń do obniżek stóp procentowych już w czerwcu.
• W marcu 2013 roku inflacja zwolniła do 1,0 procent rok do roku z 1,3 procent w lutym (więcej czytaj w sekcji analizy).
• W lutym 2013 roku deficyt obrotów bieżących Polski wyniósł 854 miliony euro. W okresie styczeń-luty 2013 roku nadwyżka handlowa Polski wyniosła 76,1 miliona euro (więcej czytaj w sekcji analizy).
• W okresie styczeń-marzec 2013 roku deficyt budżetu państwa osiągnął 24,4 miliarda złotych, czyli 68,6 procent planu na cały 2013 rok.

Decyzja RPP (8.05.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	**bez zmian**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.257	-0.012
USAGB 10Y	1.690	0.010
POLGB 10Y	3.581	-0.065

Dotyczy benchmarków Reuters

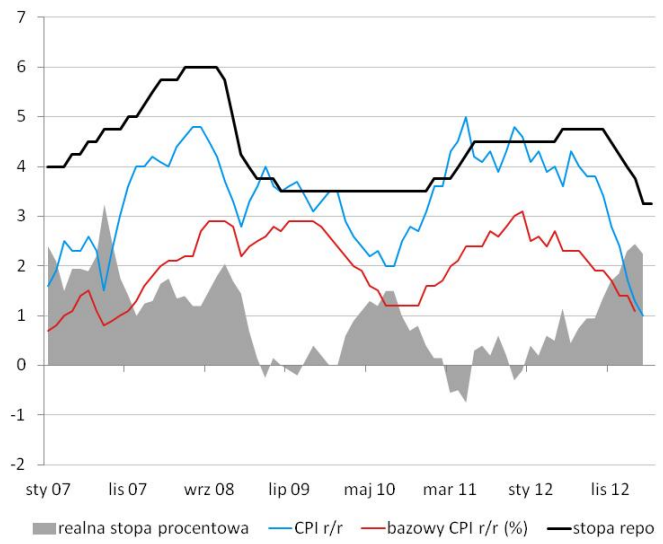
Kolejny miesiąc z niższą inflacją

W marcu roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 1,0% z 1,3% zanotowanych w lutym (konsensus prognoz wynosił 1,1%).

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami (i kompozycją spadków inflacji w regionie) do niższej inflacji walnie przyczyniły się niższe ceny żywności (wzrost o zaledwie 0,1% m/m). Znaczny spadek zanotowano w kategorii łączność (zmiany regulacji w telefonii komórkowej). Inflacja bazowa co prawda utrzymała się prawdopodobnie na poziomie z poprzedniego miesiąca, czyli 1,1% r/r, jednak była to zasługa jednorazowego wzrostu opłat za telewizję kablową i w efekcie wzrostu cen w kategorii rekreacja i kultura. Należy podkreślić, że zazwyczaj podwyższające inflację kategorie takie jak użytkowanie mieszkania pozostały w marcu stabilne.

W kolejnych miesiącach spodziewamy się dalszego spadku presji inflacyjnej i inflacji bazowej. Inflacja CPI powinna obniżyć się do około 0,8-0,9% w kwietniu i maju (wspierana mocniejszym złotym i spadkami cen paliw), by spaść do 0,5-0,6% w czerwcu. W takim scenariuszu dalej rosnąć powinna presja na obniżki stóp procentowych. Podkreślamy, że na generowanie oczekiwań na obniżki poza czynnikami lokalnymi (takimi jak rozejście się ścieżki projekcji NBP z aktualnymi danymi) wpłyną czynniki globalne. Wchodzimy właśnie w fazę obawy przed deflacją (szczególnie w Europie), co sprzyjać powinno bezpiecznym aktywom, w tym obligacjom.

Naszym zdaniem ryzyko wznowienia cyklu obniżek będzie już znaczne na majowym posiedzeniu RPP. Ryzyko to stanie się dominujące w czerwcu. Przestrzeń do obniżek w Polsce jest znaczna, a mocniejszy złoty i wysokie stopy realne cały czas ją zwiększają. Uważamy również, że wznowienie cyklu nie będzie oznaczać jedynie niewielkiego dostrojenia, ale będzie tożsame z obniżkami w skali przekraczającej 50pb.



Bilans płatniczy: (kolejna) importowa niespodzianka

Deficyt na rachunku bieżącym obniżył się w lutym do 854mln EUR (nasza prognoza 1201mln EUR, konsensus 1526mln EUR). Tym razem niska realizacja wynika naszym zdaniem głównie z bardzo niskiego importu, który zachował się wbrew tendencjom sezonowym (spadek, a nie wzrost). Dzięki temu rachunek handlowy osiągnął niespotykany dotąd poziom +602mln EUR. Pozostałe rachunki odnotowały odczyty zgodne z naszymi oczekiwaniami: w szczególności nieznacznie obniżył się deficyt na rachunku dochodów, a saldo transferów bieżących zmieniło znak na ujemny (bardzo niski transfer bieżący).

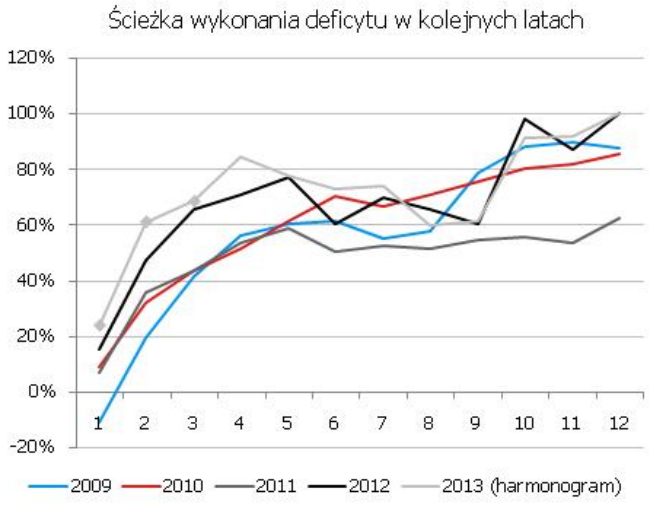
Słaba dynamika importu (w kategoriach rocznych stóp wzrostu oznacza to spadek z +1,0% do -8,8% w przeciągu jednego miesiąca) to lustro słabego popytu wewnętrznego (słaba konsumpcja, słabe inwestycje). To właśnie słaby popyt wewnętrzny (a właściwie recesja popytu wewnętrznego, inwestycji i konsumpcji) napędza równoważenie się polskiej gospodarki. W żaden sposób nie wynika to z nagłego przyspieszenie globalnego handlu, które pociągnęłoby w górę dane eksportowe. Ma to dwojakie konsekwencje. Po pierwsze, o napięciach inflacyjnych można na dłuższy czas zapomnieć (także z perspektywy nagłej deprecjacji złotego, która przy większym zrównoważeniu gospodarki jest coraz trudniejsze do wyobrażenia). Po drugie, już po dwóch miesiącach roku nadwyżka na rachunku handlowym i usług wynosi łącznie około 5mld PLN. Oznacza to, że cały pierwszy kwartał jest w stanie zamknąć się nadwyżką rzędu 6-7mld PLN. Implikuje to solidną kontrybucję eksportu netto rzędu nawet 2,5-3,0pp. Dopalacze z tytułu wielkości rezydualnych pracują tym samym pełną parą. Ze względu jednak na fakt, że ma to swoje źródło w słabym popycie wewnętrznym, nasze prognozy konsumpcji i inwestycji na I kwartał 2013 roku (odpowiednio 0,4% oraz -4,5% r/r) obarczone są ryzykiem w dół.

Nie zmieniamy naszego scenariusza: Silnemu spowolnieniu gospodarki towarzyszy równoważenie rachunku handlowego, co strukturalnie wspiera złotego. Proces ten będzie kontynuowany w najbliższych miesiącach.

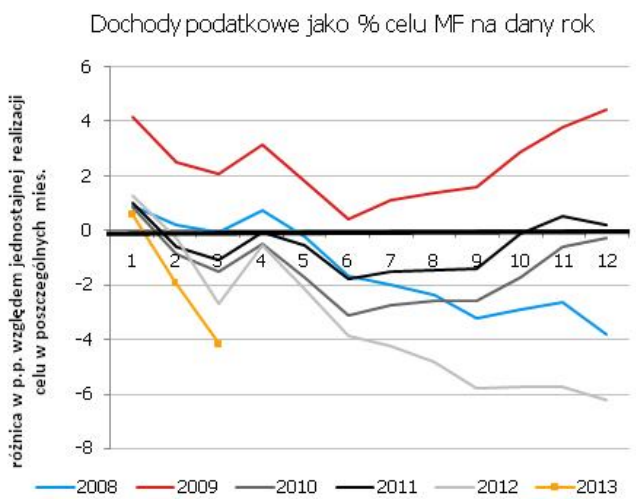
Dane bez wpływu na rynek.

Wzrost deficytu po marcu, pozorne odbicie w dochodach podatkowych

Po marcu deficyt budżetu państwa wzrósł o ok. 2,7 mld zł, sięgając 24,4 mld zł, co stanowi ok. 69% planu na ten rok. Tym razem wzrost był sygnalizowany w wypowiedziach przedstawicieli Ministerstwa (począwszy od wypowiedzi wicemin. Majszczyk 3 kwietnia). Wzrost jest zgodny ze wzorcem sezonowym, ale mniejszy niż w poprzednim roku i podobny do odnotowanego w 2011. Ogólnie rzecz biorąc, wykonanie budżetu w marcu okazało się być całkiem niezłe (69% po trzech miesiącach martwi w mniejszym stopniu niż 61% po dwóch), choć w dalszym ciągu znajdujemy się na alarmująco stromej ścieżce wzrostu deficytu.

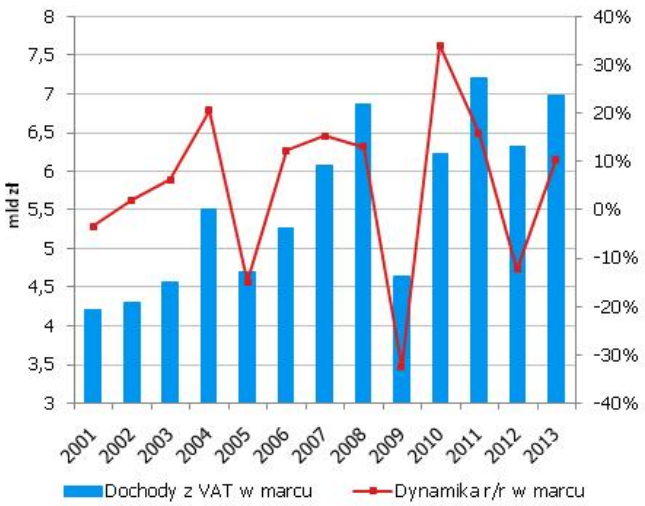


Jednocześnie, 8 kwietnia opublikowano harmonogram realizacji budżetu państwa zakładający dalszy wzrost deficytu w kwietniu (o ok. 5,5 mld zł), a następnie niemal monotoniczny spadek aż do sierpnia i zrealizowanie pozostałych wówczas 40% deficytu w ostatnim kwartale. Harmonogram ten, podobnie jak ustawa budżetowa, skonstruowano przy założeniu, że wpłata zysku NBP za 2012 rok będzie kształtować się na poziomie 400 mln zł. Skądinąd wiadomo, że w rzeczywista wpłata może przekroczyć 5,3 mld zł. Pozwoli to: (1) wypełnić większą od zakładanej lukę w dochodach podatkowych; (2) zmniejszyć czerwcowe wykonanie deficytu w stopniu, który da budżetowi szansę na wypełnienie planów w drugiej połowie roku. Ostateczny efekt będzie jednak zależeć od realizacji dochodów podatkowych w ostatnich miesiącach roku, a przedstawiona ścieżka dochodów na ten okres, choć dość konserwatywna (ok. 2% wzrostu r/r), zależy od bazy podatkowej, czyli w istocie od nadejścia ożywienia. Nie są również znane założenia odnośnie do harmonogramu dochodów z poszczególnych typów podatków - ich wrażliwość na zmiany nominalnego zagregowanego popytu może być różna.



Zgodnie z zapowiedziami przedstawicieli MF, marzec okazał się być dobrym miesiącem w ujęciu r/r. Za niezły wynik VAT tym razem odpowiada jednak głównie niska baza z poprzedniego roku - przypomnijmy, że marzec 2012 był w dochodach z VAT dość słabym miesiącem (-25% m/m i -13% r/r na wciąż wysokiej ścieżce dochodów), za co przynajmniej częściową winę ponoszą niekorzystne warunki pogodowe miesiąc wcześniej. Przy ujemnej dynamice dochodów z akcyzy i CIT oraz analogicznym do obserwowanego w przypadku VAT ódbiciu"w dochodach z PIT, oznacza to, że dochody podatkowe ogółem zamknęły się w marcu na poziomie o 4% wyższym niż w marcu 2013 roku. Co oczywiste, jeżeli hipoteza pogodowa jest prawdziwa, kwiecień powinien przynieść ponowne załamanie dochodów budżetowych i dalsze poszerzenie deficytu. W jakimś stopniu zakłada to obowiązujący harmonogram. Prawdziwym testem dla budżetu będą jednak miesiące letnie.

Pytanie o rewizję budżetu jest w dalszym ciągu zasadne. Przy założeniu niedoboru dochodów w wysokości 10-15 mld zł (takie są wskazania modeli ekonometrycznych opartych o podstawowe agregaty makroekonomiczne) i przy wpłacie zysku z NBP na poziomie ok. 5 mld zł, wzrost deficytu w stosunku do założonego poziomu powinien sięgnąć 10 mld zł.



Co więcej, należy zauważyć, że poprawa miała miejsce również po stronie wydatkowej. W poprzednim miesiącu kwota dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych wyniosła... zero. Taka sytuacja nie zdarzyła się nigdy (w ostatnich latach typowa dla marca kwota subwencji dla FUS to ok. 3-4 mld zł) i gdyby nie to, przyrost deficytu wyniósłby raczej 6-7 mld zł. Oczywistym wyjaśnieniem jest kredyt dla FUS, ale marcowe dane o podaży pieniądza nie potwierdzają tej hipotezy (brak zmian w kategorii Należności od funduszy ubezpieczeń społecznych). Niezależnie od mechanizmu można zauważyć, że mamy do czynienia z elastycznością strony wydatkowej, o której wspominaliśmy w poprzednich komentarzach dot. budżetu państwa. Należy również odnotować, że „wypychanie" tego rodzaju wydatków, jakkolwiek poprawia stan kasy państwowej, jest absolutnie neutralne z punktu widzenia deficytu SFP, a jeśli ma służyć utrzymywaniu budżetu w ryzach, jest wręcz kontrproduktywne.

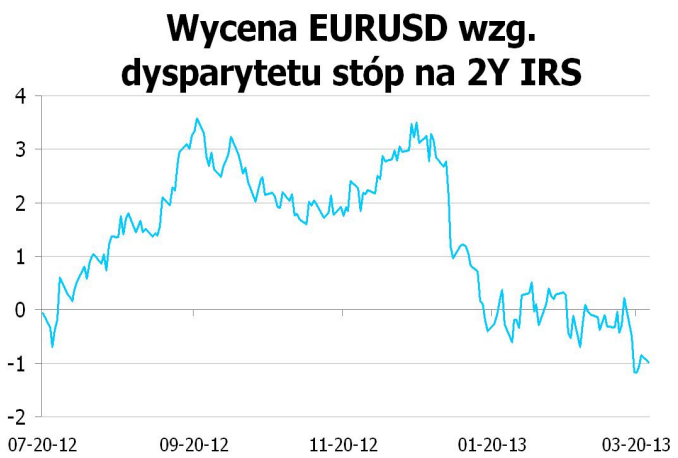
EURUSD fundamentalnie

EURUSD zrealizował wczoraj ruch o zabarwieniu technicznym (patrz analiza techniczna). Katalizatorem deprecjacji EUR był słabe dane z Chin, które wygenerowały znaczącą korektę na rynkach surowcowych, akcyjnych oraz rynkach metali szlachetnych. Czyżby inwestorzy przestali obawiać się inflacji? Taka interpretacja jest spójna, gdyż w ostatnim czasie niemal stale zyskują obligacje. W ruchu na surowcach i bezpiecznych aktywach jest jednak też sporo pierwiastka związanego z awersją do ryzyka, gdyż po raz kolejny długo oczekiwane ożywienie w USA jest zaburzane przez czynniki nie-cykliczne, zaś gospodarka chińska nie chce wystartować w tempie, którego oczekują inwestorzy. Dziś seria danych inflacyjnych (USA i strefa euro) oraz kolejne dane z rynku nieruchomości z USA.

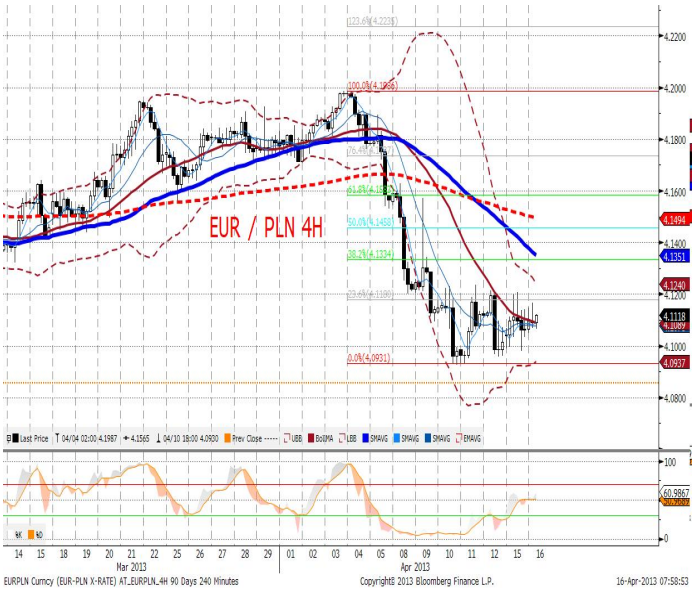
EURUSD technicznie

Bez zmian. Notowania skorygowały się do 1,3020, ale to jeszcze nie jest skala ruchu, której oczekiwaliśmy (tym bardziej, że czarna świeca z wczoraj to bearish reversal i to z wybiciem z mini kanału). Powtarzamy więc, co następuje. Na 1w notowania powyżej środkowego Bollingera - czytaj: kurs gotowy do dalszych wzrostów. Na dziennym Walki z oporem na poziomie 1,3110 ciąg dalszy (zamknięcia trzy pipsy powyżej nie traktujemy na razie jako wiarygodnego sygnału). Skłaniamy się do zarzucenia postępowania według poprzednio wspomnianej taktyki warunkowej. Jako że wszystkie krótsze wykresy wyglądają jak gotowe do korekty w dół, stawiamy dziś otwarcie na pozycję short (wejście 1,3080) ze S/L na poziomie 1,3150. Skala ruchu to minimum 1,3000. Z wykresu 4h zasięg ruchu w dół (61,8% Fibo) można wyznaczyć nawet na 1,2900.

Wsparcie	Opór
1,3050	1,3313
1,3000	1,3150
1,2900	1,3110



* 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.



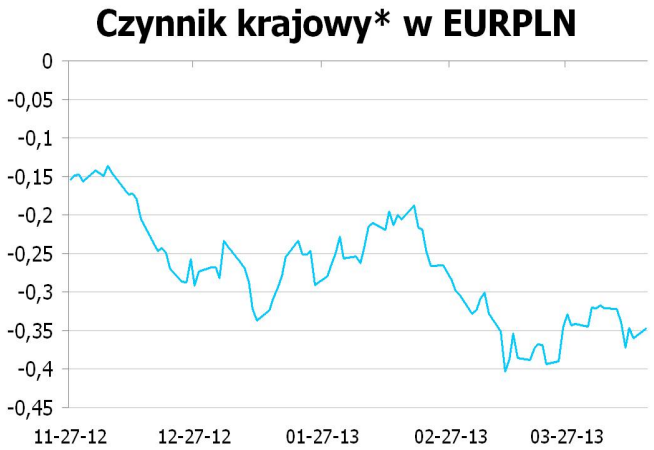
EURPLN fundamentalnie

EURPLN porusza się w ciągu ostatnich dni w wąskim paśmie wahań 4,09-4,12. Wczorajsze dane nie zrobiły na złotym większego znaczenia. Można pokusić się o dwie konkurencyjne interpretacje. Po pierwsze, inflacja mogła być niespodzianką w dół (negatywny wpływ na PLN), zaś bilans płatniczy (właściwie rachunek handlowy) wsparł złotego. Efekt netto był bliski zera. Po drugie, inflacja mogła być niespodzianką w górę (rynki finansowe obstawiają agresywną ścieżkę spadków inflacji), zaś dane o bilansie płatniczym zostały zignorowane (rachunek handlowy był co prawda na bardzo dużym plusie, ale sugeruje to tylko słabość polskiej gospodarki i brak napięć inflacyjnych, a więc możliwość obniżek stóp procentowych). I znów efekt netto tych dwóch danych - w takiej interpretacji - mógł być zbliżony do zera. Podtrzymujemy, że złoty będzie w najbliższym czasie podatny na umocnienie. Zatrzymanie na niskich poziomach i uformowanie pasma wahań sugeruje jednak, że zanim to nastąpi prawdopodobnie zobaczymy korektę, gdyż część inwestorów może zrealizować zyski nie mogąc doczekać się ruchu niżej. Dziś brak danych makro.

EURPLN technicznie

Codzienne ucieczki spod noża to już chyba standard i przestają się nam podobać. Poza tym za długo kurs przebywa w konsolidacji. Zamykamy pozycję po 4,1030 realizując zysk w wysokości 4,6 grosza (wejście nastąpiło po 4,1490). Na dziennym oscylator powoli zawraca, choć Fibo 4,1174 pozostaje niezłamane na bazie close. Na 4h cały czas przestrzeń do ruchu w górę. Granicę korekty w górę można wyznaczyć najpierw na 4,1334, a następnie na 4,1436 oraz 4,1583. Poźniej znów zainteresujemy się tym, co dzieje się na wykresie tygodniowym.

Wsparcie	Opór
4,0931	4,1436
4,0700	4,1334
4,0575	4,1180



* 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.

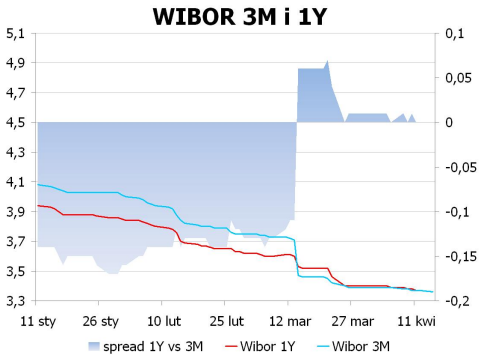
IRS	BID	ASK
1Y	3.03	3.06
2Y	2.98	3.03
3Y	3	3.05
4Y	3.035	3.09
5Y	3.075	3.13
6Y	3.12	3.18
7Y	3.17	3.23
8Y	3.22	3.28
9Y	3.27	3.33
10Y	3.315	3.37

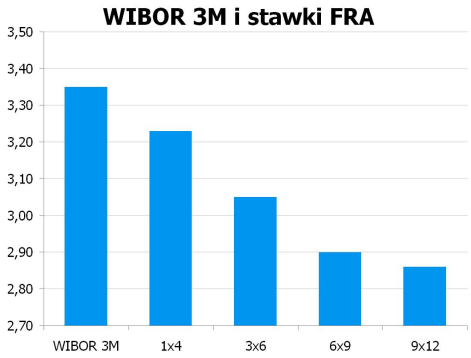
depo	BID	ASK
ON	3.1	3.4
1M	3.1	3.3
3M	3.0	3.3

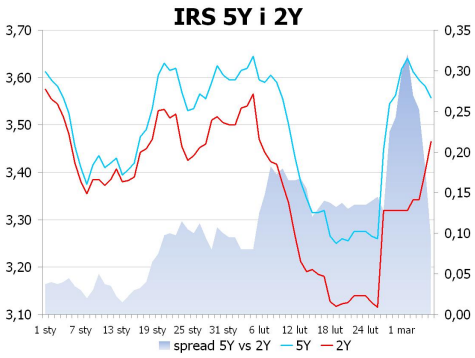
FRA	BID	ASK
1x2	3.18	3.24
1x4	3.17	3.23
3x6	2.99	3.05
6x9	2.84	2.90
9x12	2.80	2.86

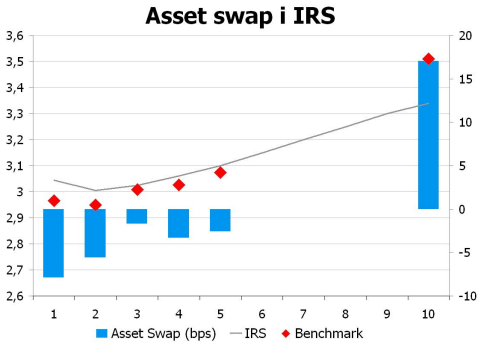
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.1125
USD/PLN	3.1502
CHF/PLN	3.3857

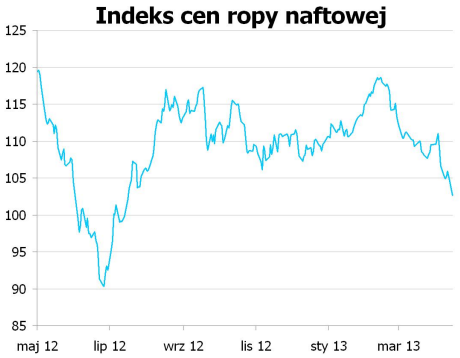
Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3032
EUR/JPY	126.11
EUR/PLN	4.1040
USD/PLN	3.1504
CHF/PLN	3.3841

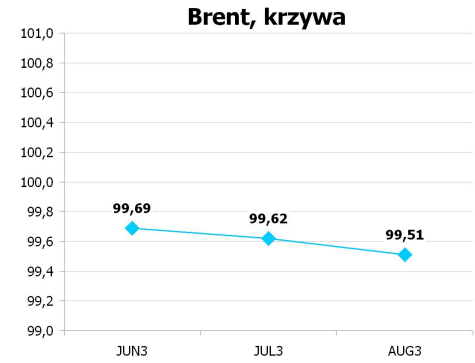












UWAGA!

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 INTRUMENTÓW 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, KOOPERANTÓW, 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.