



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.ziemińska@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		
13.05.2013 PONIEDZIAŁEK							
7:30	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi		9.4	8.9	9.3
7:30	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	kwi		12.8	12.6	12.8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi		-0.3	-0.5	0.1
14.05.2013 WTOREK							
9:00	HUN	CPI r/r (%)	kwi		1.8	2.2	1.7
10:00	POL	PKB r/r wstępny (%)	Q1	0.6	0.7	0.7	0.4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	mar		0.5	0.3 (r)	1.0
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	maj		9.8	9.2	8.9
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - oczekiwania (pkt)	maj		40.0	36.3	36.4
14:00	POL	M3 r/r (%)	kwi	7.6	7.1	6.6	7.2
15.05.2013 ŚRODA							
7:30	FRA	PKB q/q (%)	Q1		-0.1	-0.2 (r)	-0.2
8:00	GER	PKB q/q (%)	Q1		0.3	-0.7 (r)	0.1
9:00	HUN	PKB r/r (%)	Q1		-1.5	-2.7	-0.9
9:00	CZE	PKB r/r (%)	Q1		-1.3	-1.7	-1.9
11:00	EUR	PKB q/q wstępny (%)	Q1		-0.1	-0.6	-0.2
14:00	POL	CPI r/r (%)	kwi	0.6	0.7	1.0	0.8
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	mar	-500	-33	-757 (r)	-200
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	mar	13050	12780	12367 (r)	12764
14:00	POL	Import (mln EUR)	mar	13400	12550	11691 (r)	13037
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt)	maj		4.00	3.05	-1.43
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	kwi			68.8 (r)	89.3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		-0.2	0.3 (r)	-0.5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	kwi		78.3	78.3 (r)	77.8
16.05.2013 CZWARTEK							
1:50	JPN	PKB q/q wstępny (%)	Q1		0.7	0.3 (r)	0.9
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	kwi	1.2	0.8	1.0	
14:30	USA	CPI r/r (%)	kwi		1.3	1.5	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	11.05		330	323	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	kwi		980	1036	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	kwi		940	907 (r)	
17.05.2013 PIĄTEK							
15:55	USA	Wskaźnik koniunktury U.Michigan wstępny (pkt)	maj		77.7	76.4	
16:00	USA	Wskaźnik Conference Board (%)	kwi		0.2	-0.1	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Dziś dane o inflacji bazowej w kwietniu. W oparciu o opublikowane wczoraj dane GUS można inflację bazową szacować na 1,2% r/r, co wynika głównie z czynników jednorazowych (zatrzymanie spadków cen w telefonii komórkowej, zakończenie promocji na rynku wydawniczym).
- **Gospodarka globalna.** Dziś kalendarz wypełniają tylko dane ze Stanów Zjednoczonych. Obok cotygodniowych danych z rynku pracy (którego kondycja jest relatywnie dobra, jak wskazywaliśmy w licznych komentarzach), zobaczymy dziś pierwsze kwietniowe dane z rynku nieruchomości - tu negatywnych zaskoczeń od dłuższego czasu nie ma. Ponadto, warto zwrócić uwagę na dane o CPI (dalsza dezinflacja).

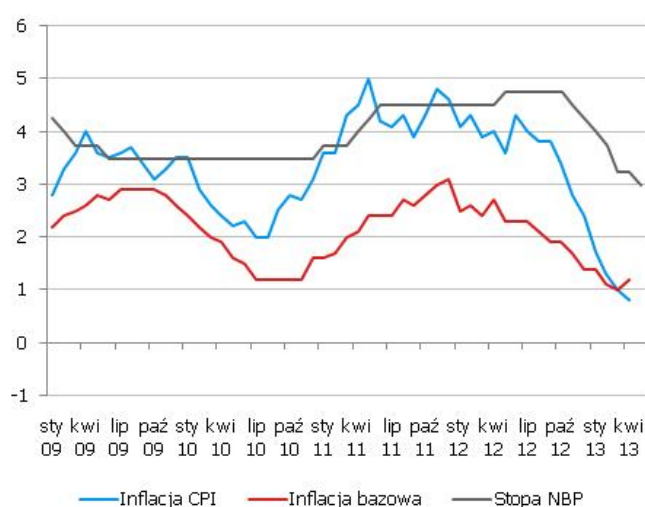
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **GUS:** Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w kwietniu wzrosły o 0,8 proc. w stosunku do kwietnia 2012 r., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,4 proc. (**więcej w sekcji analizy**)
- **NBP:** Deficyt w obrotach bieżących w marcu 2013 roku wyniósł 200 mln euro wobec 757 mln euro deficytu w lutym i wobec 94,4 mln euro deficytu oczekiwanego przez ekonomistów. (**więcej w sekcji analizy**)
- **MF:** Deficyt budżetu państwa po kwietniu 2013 roku wyniósł 31.746,4 mln zł, co daje 89,3 proc. deficytu planowanego na 2013 rok na poziomie 35.565,5 mln zł (**więcej w sekcji analizy**).
- **Strefa euro:** Produkt Krajowy Brutto Niemiec wzrósł w I kw. 2013 r. o 0,1 proc. kdk, po uwzględnieniu czynników sezonowych, po spadku w IV kw. o 0,7 proc., po korekcie.
- **USA:** Produkcja przemysłowa w USA w kwietniu 2013 r. spadła o 0,5 proc. m/m, w marcu wskaźnik wzrósł o 0,3 proc. m/m po korekcie (**więcej w sekcji analizy**).
- **Japonia:** Produkt Krajowy Brutto Japonii wzrósł w I kw. 2013 r. o 3,5 proc. w ujęciu zannualizowanym wobec wzrostu w IV kw. 2012 o 1,0 proc., po korekcie.

Decyzja RPP (5.06.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.390	0.003
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	1.936	-0.009
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.209	0.035
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				

Spadek inflacji ale mniejszy niż oczekiwano

W kwietniu roczny wskaźnik inflacji obniżył się z 1,0% do 0,8%. Oczekiwano spadku inflacji do 0,7% r/r. Na spadek wskaźnika inflacji złożyły się niższe ceny paliw (spadek o 1% m/m), umiarkowana dynamika cen żywności (wzrost 0,4% m/m) i stabilizacja cen w znakomitej większości tzw. kategorii bazowych. Zanotowane wzrosty cen w kategorii odzież i obuwie (3,3% m/m) mieszczą się we wzorcu sezonowym dla tej kategorii. Zaskoczeniem był natomiast silny, 2% m/m wzrost cen w kategorii rekreacja i kultura (wzrosły ceny czasopism i wczasów, nie cofnięto zaś wcześniejszych wzrostów w opatach za telewizję cyfrową). Inflacja bazowa wzrosła tym samym z 1,0% do 1,2% r/r.



Wczorajsze dane to jeszcze nie koniec najbardziej stromej deflacji w najnowszej historii. Oczekujemy, że inflacja spadnie w kolejnych miesiącach za sprawą niższych cen paliw, energii, żywności, obniżek w telefonii komórkowej i telewizji cyfrowej. Wskaźnik roczny za maj zbliży się do 0,6%. W wakacje możliwe są odczyty zbliżone do 0%.

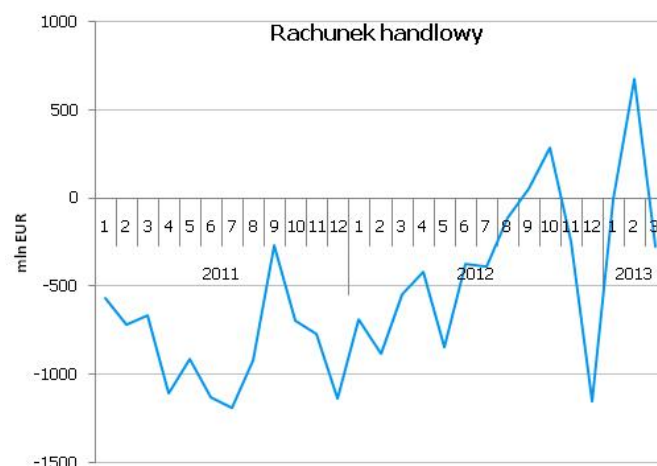
Oczekujemy, że RPP dużą wagę przyłoży do słabszych danych o PKB, nawet ignorując lepsze dane miesięczne ze sfery realnej (odreagowanie produkcji budowlanej i przemysłowej) i obniży stopy już na czwartym posiedzeniu. Miejsmy jednak na uwadze fakt, że rynek wycenił już agresywne obniżki (spadek stopy bazowej do 2,0-2,25%). Stąd oczekujemy korekty na rynku stopy wraz z sekwencją lepszych danych ze sfery realnej. Dłuższe obligacje powinny znaleźć się pod presją przede wszystkim ze względu na sytuację na rynkach bazowych (zaczątki rotacji w alokacji aktywów).

Rachunek bieżący w deficycie... dzięki niespodziewanemu wzrostowi importu

W marcu rachunek bieżący odnotował deficyt w wysokości 200mln EUR (poprzednio, po rewizji, deficyt wyniósł 757mln EUR). Kompozycja rachunku bieżącego była przewidywalna pod kątem wszystkich kategorii, oprócz rachunku handlowego.

Saldo usług nieznacznie wzrosło do 481 mln EUR, saldo dochodów utrzymało się na podobnym poziomie co poprzednio (1440 mln EUR), saldo transferów odnotowało spory wzrost z uwagi

na bardzo wysoki transfer bieżący z UE i wyniosło 1032 mln EUR. Bardzo dużym zaskoczeniem są dla nas dane o rachunku handlowym, które pokazały dość pokaźne pogorszenie salda w kierunku -273 mln EUR z 676mln EUR. Generalnie zachowanie się salda handlowego podlega w ostatnich miesiącach wahaniom dość gwałtownym (patrz wykres). Nie wynika to z danych eksportowych, które pozostają (według naszych modeli ekonometrycznych) spójne z publikowanymi danymi z innych sektorów gospodarki, lecz z danych importowych, które w ostatnich miesiącach charakteryzują się dużymi rozbieżnościami w stosunku do danych z pozostałymi sektorów gospodarki realnej; jak dotąd, wciąż nie znamy źródeł tych rozbieżności.

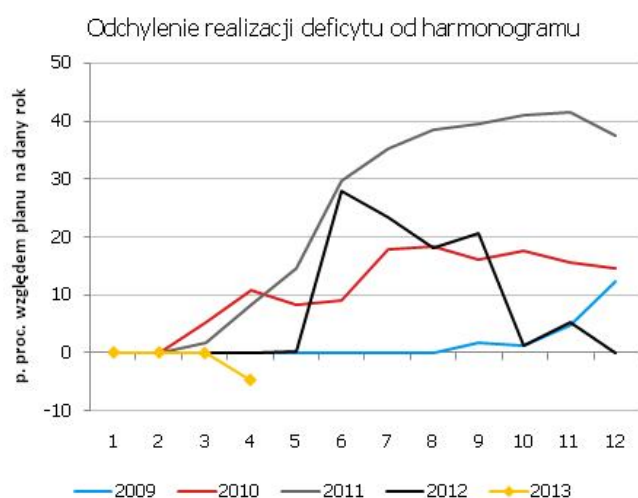


Z ekonomicznego punktu widzenia jesteśmy pewni, że słabość popytu wewnętrznego powinna prowadzić do dalszych spadków dynamiki importu, co z kolei powinno prowadzić do kontynuacji trendu wzrostowego na rachunku handlowym. Jednocześnie, początek ożywienia globalnej gospodarki (druga połowa roku) powinien w pierwszej kolejności przynieść intensyfikację równoważenia polskiej gospodarki, dopóki ożywienie nie rozleje się na sektory poza-eksportowe, rynek pracy, dopóki nie zostanie w pełni zakończony proces równoważenia bilansów gospodarstw domowych oraz dopóki nie pojawią się nowe spektakularne inwestycje publiczne. Z tego względu pozytywny trend na rachunku handlowym oraz całym rachunku bieżącym ma szansę na kontynuację w całym 2013 roku. Uważamy, że z perspektywy przepływów znacząco zmniejsza to potencjał deprecjacyjny złotego wiedziony oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych.

Po stronie finansowania nie widzimy spektakularnych zmian. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie w wróciły do poziomów ze stycznia po chwilowej zapaści w lutym, inwestycje portfelowe nieznacznie się zmniejszyły po stronie instrumentów udziałowych, jednak z nawiązką odrobiły to inwestycje w papiery dłużne. Uważamy, że w nadchodzących miesiącach trend ten będzie powoli się odwracał, gdyż akcje (w szczególności te cykliczne) będą stawać się coraz bardziej atrakcyjne względem obligacji. Być może nie od razu zobaczymy Great Rotation, ale zmiana struktury portfeli nastąpi.

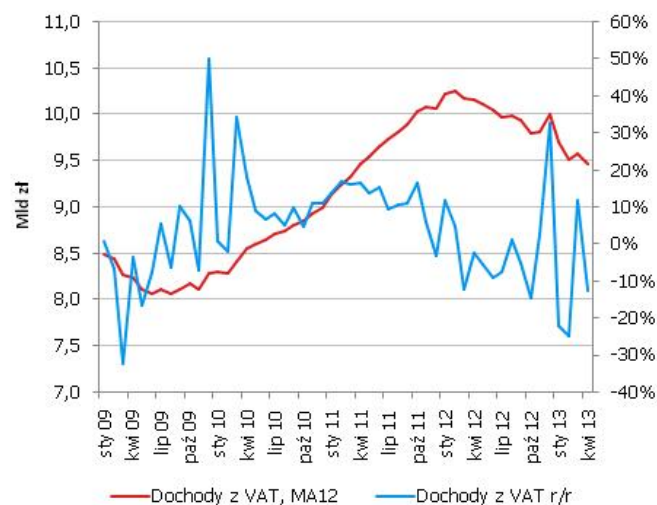
Kwiecień poszerza wyrwę w budżecie

Tradycyjnie już brak wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa na temat wykonania budżetu przed oficjalnym komunikatem okazał się być zwiastunem złych wiadomości. Zgodnie z opublikowanymi wczoraj danymi, deficyt po 4 miesiącach roku wyniósł 31,7 mld zł (89,3% planu) wobec 24,4 mld zł wypracowanych przez pierwsze trzy miesiące i 30 mld zł zapisanych w harmonogramie. Bieżący harmonogram realizacji budżetu państwa oblał więc swój pierwszy test zdolności predykcyjnych. Odchylenie rzędu 1,7 mld zł oczywiście nie jest duże, ale jest to odchylenie in minus, pierwsze od 2009 (na poniższym wykresie znajduje się harmonogram dla znowelizowanej wersji budżetu za 2009).



Ponieważ wydatki zostały zrealizowane zgodnie z planem oczywistym jest, że za gorszą od zakładanej realizację deficytu odpowiada strona podatkowa, co jest zgodne z sytuacją w sferze realnej i dynamiką procesów inflacyjnych. W ujęciu rocznym dochody podatkowe spadły w kwietniu o 17,1% i jest to najgłębszy spadek od marca 2012 roku – wówczas jednak mieliśmy do czynienia z „wypadkiem przy pracy” na wciąż wznoszącej ścieżce dochodów, związanym z fatalną realizacją VAT. W odróżnieniu od stycznia i lutego, najbardziej rozczarowującą częścią strony dochodowej okazały się być podatki bezpośrednie. Dochody z CIT spadły rdr o 48%, a z PIT – o 11,2%, aczkolwiek nie warto przywiązywać się do tych liczby – te dwie kategorie potrafią zachowywać się chaotycznie, a w przypadku CIT rolę odgrywa wysoka baza z poprzedniego roku.

W podatkach pośrednich trwa kontynuacja negatywnych trendów. Dynamika roczna dochodów z VAT (i w ogólności – dochodów z podatków pośrednich) w kwietniu ponownie spadła poniżej zera, sięgając -12,6%. Zrealizował się więc scenariusz nakreślony przez nas w komentarzu z poprzedniego miesiąca i nie jest to, jak twierdzi wiceminister finansów Maciej Grabowski, „zahamowanie pozytywnego trendu obserwowanego w marcu”, tylko raczej odwrócenie efektów bazowych, które w poprzednim miesiącu stwarzały iluzję odbicia dochodów z VAT. Na to należy zapewne nałożyć trudny do oszacowania efekt przedłużającej się zimy, która w marcu i na początku kwietnia negatywnie wpływała na aktywność ekonomiczną, ale obraz dochodów z VAT w pierwszych miesiącach roku pozostaje depresyjny.



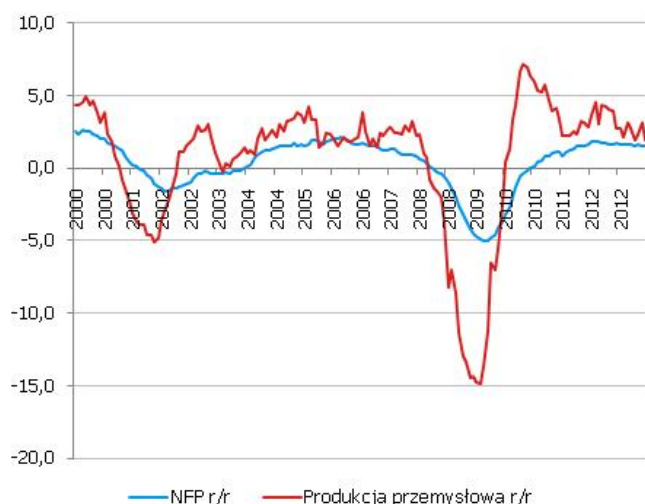
Słabe wykonanie budżetu w pierwszej 1/3 roku, wątpliwość koniunktury w polskiej gospodarce i systematyczne przygotowywanie rynków na nowelizację budżetu (w ostatnim już sam minister Rostowski określił nowelizację jako „normalny instrument w niepewnych czasach”) sprawiają, że scenariusz ten staje się coraz bardziej prawdopodobny. Nasze przewidywania, skorygowane o najnowsze dane na temat inflacji i wykonanie budżetu w pierwszym kwartale b.r., wskazują, że ubytek dochodów w budżecie państwa może (jeżeli inflacja spadnie w lecie w okolice zera) w tym roku sięgnąć 18-25 mld zł. To kwota trudna do uzupełnienia zyskiem NBP i elastycznością wydatkową (dramatyczne cięcia po stronie wydatkowej nie będą neutralne dla gospodarki). Niezależnie od tego, czy budżet zostanie znowelizowany czy też wykonanie zostanie uratowane przez elastyczność wydatkową i przesunięcia w ramach sektora finansów publicznych, trudno spodziewać się zmniejszenia deficytu SFP do poziomów zakładanych w najnowszych planach MF (3,5% PKB). Żadna jednak z tych ewentualności nie będzie, jak warto podkreślić, katastrofą.

USA: Produkcja przemysłowa zaskoczyła w dół, to prawdopodobnie chwilowa zadyszka

W kwietniu odnotowano solidne zaskoczenie w dół danymi o produkcji przemysłowej. Spadła ona o 0,5% m/m (konsensus rynkowy -0,2%). Na domiar złego, na przestrzeni ostatnich 5 miesięcy zrewidowano w dół poprzednie odczyty o łącznie 0,2pp. W samym przetwórstwie przemysłowym spadek wyniósł 0,4%; silnie zmniejszyła się produkcja i dystrybucja metali (-3,7% m/m – odreagowanie po wyjątkowo dobrym marcu), skromny wzrost o 0,9% odnotowano w górnictwie.

Zarówno w przekroju wytwarzanych produktów, jak i poszczególnych sekcji przemysłu, spadki były wszechobecne. Wykorzystanie mocy wytwórczych zmniejszyło się do 77,8% z 78,3% w poprzednim miesiącu. Co ciekawe spadki wykorzystania mocy wytwórczych pojawiły się głównie w końcowych stadiach przetworzenia produktu; na etapach wstępnych wzrosły. Nie wydaje nam się, że taka sekwencja zwiastuje coś ponad chwilową zadyszkę sektora przemysłowego.

Dane zostały początkowo słabo przyjęte przez rynek (spadki rentowności treasuries, osłabienie USD). W dalszej części sesji inwestorzy jednak nieco ochłonęli. Uważamy, że jest to jak najbardziej racjonalne zachowanie. Naszym zdaniem kwiecień mógł być naznaczony pewną normalizacją produkcji przemysłowej po dużym wzroście zapasów odnotowanym w pierwszym kwartale. Taką interpretację podpowiada obecnie wciąż silna konsumpcja oraz brak istotnych dostosowań na rynku pracy w formie zmian liczby zatrudnionych (przypomnijmy, że na razie przedsiębiorcy ograniczyli liczbę przepracowanych godzin, ale nie liczbę etatów). Uważamy, że dopiero koniunkcja pogorszenia konsumpcji, rynku pracy i produkcji dałaby wiarygodny sygnał, że miesięczne dane niosą ze sobą coś więcej niż statystyczny szum.



Trzymamy się interpretacji, że gospodarka amerykańska faktycznie nieco traci impet, lecz jest to hamowanie wciąż mniejsze niż można było przypuszczać jeszcze 1-2 miesiące wcześniej. Rzut oka na wykres sugeruje, że zarówno poziom produkcji przemysłowej, jak i dynamika procesów na rynku pracy (NFP), są wciąż spójne z co najmniej umiarkowanym tempem wzrostu gospodarki amerykańskiej i do lat prosperity (2005-2007) de facto nie brakuje znów aż tak wiele.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD jak był słaby, tak i słaby pozostał. Przy obecnych poziomach kursu, słabsza od oczekiwań realizacja PKB w strefie euro (-0,2% kw/kw zamiast -0,1% kw/kw) przełożyła się tylko na nieznaczne spadki (minimum intraday 1,2842). Z kolei wczorajsze gorsze dane z USA (produkcja przemysłowa, NY Fed) pozwoliły tylko na niewielkie i krótkie odreagowanie na EURUSD w górę. Większość inwestorów zdaje sobie sprawę, że w obecnej chwili kupowanie EUR mija się z celem. Albo kurs musi znacząco się obniżyć (a rentowności obligacji wzrosnąć - oferując ponownie lepszy stosunek zysk/ryzyko; alternatywnie premia za ryzyko w akcjach musi wzrosnąć, a więc musi pojawić się korekta), albo w strefie euro musi pojawić się wzrost. Oba scenariusze są na razie na tyle odległe, że w oczach inwestorów wciąż pobłyskuje lampka ostrzegawcza możliwości cięcia stopy depozytowej do poziomów ujemnych, co oficjele ECB skrzętnie podtrzymują, generując tym samym presję na osłabienie EUR. Dziś dane inflacyjne (strefa euro, USA) oraz rynek domów w USA. Nie spodziewamy się istotnej reakcji rynkowej na dane.

EURUSD technicznie

Kolejny dzień, kolejna czarna świeca. Na dziennym nie ma już wsparć na drodze do 1,2741, a oscylator, choć pokazuje solidne wyprzedanie, wciąż nie zaczął nawet się wypłaszczać. Na 4H trwa walka z 1,2863 (FIBO 76,4%), a tam wsparcie wyznaczmy na wczorajszym minimum intraday - 1,2843. EURUSD pozostaje w silnym trendzie spadkowym i nasza rekomendacja pozostaje bez zmian, radzimy jednak uważać na ewentualne korekty (cel: 1,2936). Zarobek na naszej pozycji przekracza 300 pipsów, warto więc go ubezpieczyć - S/L przesuwamy na 1,2950.

Wsparcie	Opór
1,2843	1,3000
1,2746	1,2936
1,2629	1,2889

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

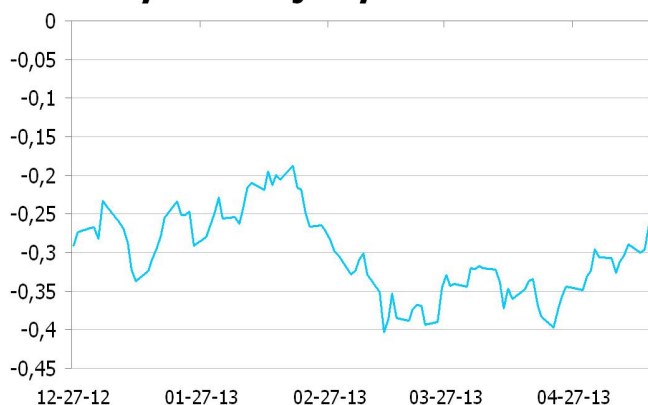
EURPLN jeszcze słabszy. Po otwarciu na poziomie 4,1650 wobec euro złoty systematycznie tracił na wartości. Zauważyć należy, że osłabienie zotego w dużym stopniu skorelowane było z osłabieniem euro wobec dolara. Dodatkowo tendencja na złotym wspierana była oczekiwaniami co do niższego odczytu inflacji, a więc i presją na obniżkę stóp. Wyższa niż oczekiwano inflacja nie wpłynęła na kurs EURPLN, który przejściowo znalazł się nawet powyżej poziomu 4,19. Dziś otwarcie na poziomie 4,1860. Z lokalnych danych złotego może wesprzeć wyższy odczyt o inflacji bazowej, nie oczekiwaliśmy jednak dynamiczniejszych zmian. Bez zmiany percepcji co do bezpieczeństwa polskich aktywów nie powinno dojść do istotnego dalszego osłabiania złotego.

EURPLN technicznie

Również ostatnie lokalne maksima (4,1772) okazały się być nieskutecznym oporem, a przy okazji przełamaniu uległo górne ograniczenie klina na wykresie tygodniowym (na ogłoszenie zwycięstwa trzeba będzie jednak zaczekać do końca tygodnia). Kurs zmierza pewnie do 4,20 (przystanek na wczorajszym maksimum intraday - 4,1909), testując granice poszerzonego range. Spodziewamy się, że kurs znajdzie tam skuteczny opór - warto więc tam sprzedawać (S/L 4,2150). Wsparcia na 4,1593 oraz 4,1430-50 (węzeł średnich na dziennym).

Wsparcie	Opór
4,1772	4,2142
4,1543	4,1987
4,1430/50	4,1909

Czynnik krajowy* w EURPLN



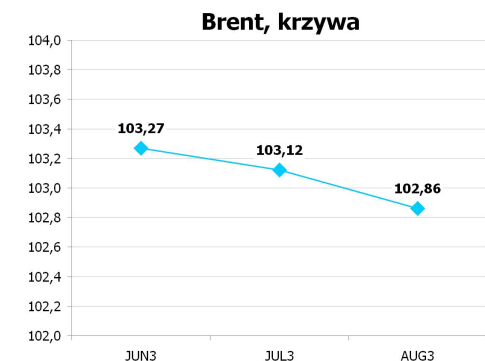
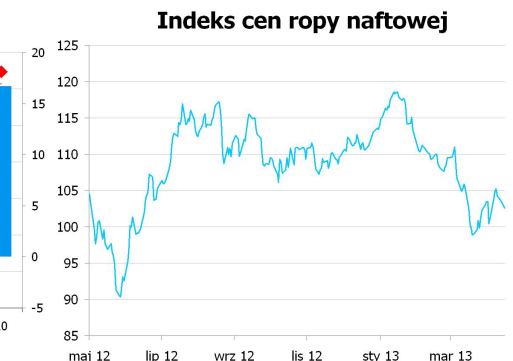
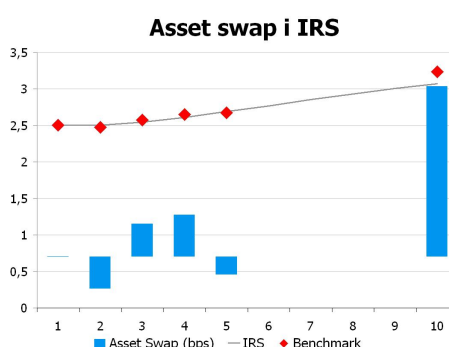
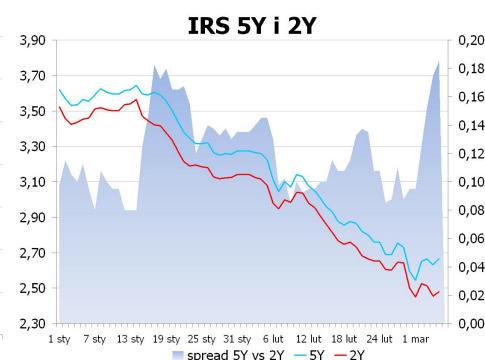
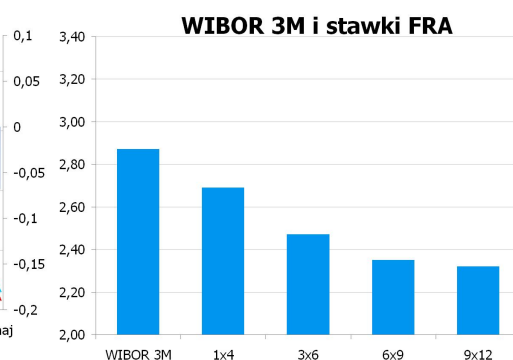
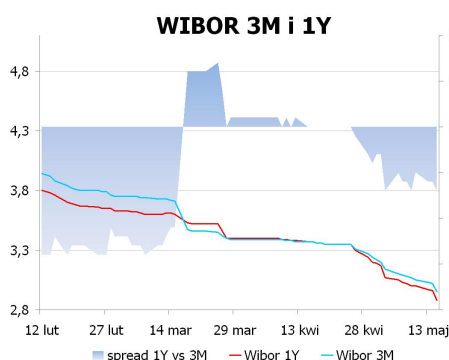
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.49	2.52	ON	2.5	3.0	EUR/PLN	4.1725
2Y	2.48	2.53	1M	2.8	3.0	USD/PLN	3.2340
3Y	2.52	2.57	3M	2.6	2.8	CHF/PLN	3.3349
4Y	2.585	2.64					
5Y	2.665	2.72					
6Y	2.74	2.80					
7Y	2.825	2.89					
8Y	2.905	2.97					
9Y	2.98	3.04					
10Y	3.045	3.10					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.77	2.82	EUR/USD	1.2885
1x4	2.64	2.69	EUR/JPY	131.72
3x6	2.42	2.47	EUR/PLN	4.1750
6x9	2.29	2.35	USD/PLN	3.2439
9x12	2.26	2.32	CHF/PLN	3.3580



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, KOOPEANTÓW, 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.