



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		
27.05.2013 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
28.05.2013 WTOREK							
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	maj		4.50	4.75	
16:00	USA	Case Shiller indeks r/r (%)	mar		10.1	9.3	
16:00	USA	Indeks koniunktury CB (pkt)	maj		70.0	68.1	
29.05.2013 ŚRODA							
	GER	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	kwi		0.0	0.0	
10:00	EUR	M3 r/r (%)	kwi		3.0	2.6	
10:00	POL	PKB r/r (%)	Q1	0.6	0.4 (p)	0.7	
14:00	GER	CPI r/r (%) wstępny	maj		1.4	1.2	
30.05.2013 CZWARTEK							
11:00	EUR	Indeks koniunktury ESI (pkt)	maj		89.0	88.6	
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR (%) drugi	Q1		2.5	2.5	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	25.05.		341	340	
16:00	USA	Podpisane umowy na sprzedaż domów m/m (%)	kwi		1.6	1.5	
31.05.2013 PIĄTEK							
1:30	JPN	CPI r/r (%)	kwi		-0.7	-0.9	
1:50	JPN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	kwi		-3.4	-6.7	
11:00	EUR	HICP r/r (%) wstępny	maj		1.4	1.2	
11:00	EUR	Stopa bezrobocia (%)	kwi		12.2	12.1	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjna r/r (%)	maj	0.9	0.9	1.1	
14:30	USA	Dochody konsumentów m/m (%)	kwi		0.2	0.2	
14:30	USA	Wydatki konsumentów m/m (%)	kwi		0.1	0.2	
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt)	maj		50.0	49.0	
15:55	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan (pkt) finalny	maj		83.9	83.7	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** W środę opublikowany zostanie finalny odczyt PKB za I kw. 2013. Po eksperymentalnej wstępnej publikacji GUS z zeszłego tygodnia będzie on testem na jakość tej estymacji. Jednocześnie wstępny odczyt zaskoczył negatywnie i tym samym stworzył przedział wahań dla finalnej publikacji (między wstępnym 0,4%, a wcześniejszym konsensusem prognoz na poziomie 0,7%), który nie powinien wywołać większego zaskoczenia. My nie zmieniamy naszej prognozy na poziomie 0,6% bazującej na znacznym spadku aktywności inwestycyjnej (-6,8%) oraz jedynie nieznaczny odbicie konsumpcji prywatnej (+0,3%). W piątek NBP opublikuje oczekiwania inflacyjne zebrane w maju - ich opóźniony charakter względem wskaźnika CPI wskazuje na kontynuację trendu spadkowego.
- **Gospodarka globalna.** W środę podany zostanie finalny odczyt PKB za I kw. z USA wraz ze szczegółowym rozbięciem. Jak zawsze szczególnie ciekawy będzie wzrost konsumpcji - rynek oczekuje go nawet na podanym w pierwszym odczycie poziomie 3,2% kw/kw SAAR, co wskazywałoby na powrót siły amerykańskiego konsumenta pomimo wprowadzonych od początku roku podwyżek podatków, choć niektórzy zwracają uwagę na spory efekt pogodowy, który wpłynął na większą konsumpcję energii. Ta ostatnia hipoteza będzie powoli weryfikowana przez miesięczne dane o wydatkach konsumenckich - już w piątek podane zostaną dane kwietniowe. Indeksy koniunktury publikowane w poniedziałek (CB) i piątek (Chicago PMI i indeks Uni. Michigan) stanowiąc będą indykatory dla oczekiwanej w kolejnym tygodniu publikacji indeksów ISM. Wydaje się, że ze względu na niejednoznaczność komunikatu FOMC właśnie na amerykańskich danych skupi się uwaga w kolejnych dniach.

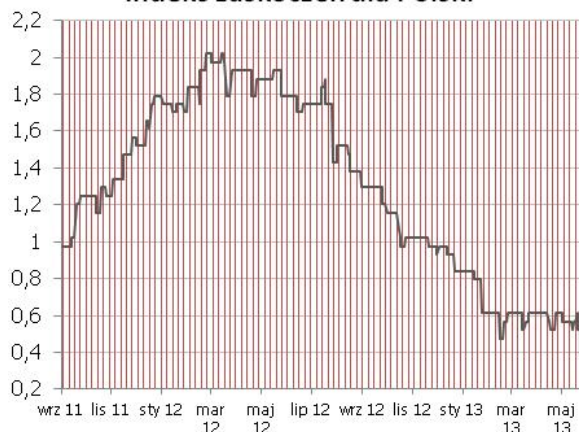
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Dochody budżetu państwa z dywidend ze spółek w nadzorze Ministerstwa Skarbu Państwa wyniosą w 2013 roku około 6 mld zł wobec planowanych wcześniej 5 mld zł. - MF: Transfery środków Unii Europejskiej do Polski wyniosły w kwietniu 2013 roku 1.015 mln euro.
- GUS: Sprzedaż detaliczna w kwietniu spadła o 0,2 proc. w porównaniu z analogicznym okresem 2012 roku, a mdm spadła o 2,7 proc. Sprzedaż detaliczna realnie wzrosła o 0,1 proc. rdr.
- GUS: Stopa bezrobocia w kwietniu wyniosła 14,0 proc. wobec 14,3 proc. w marcu. Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy w końcu kwietnia wyniosła 2.255,7 tys. osób.
- Strefa euro: Indeks Ifo, obrazujący nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich, wzrósł w maju 2013 r. do 105,7 pkt. ze 104,4 pkt. w poprzednim miesiącu.
- USA: Zamówienia na dobra trwałe w USA w kwietniu wzrosły mdm o 3,3 proc., po tym jak w marcu spadły o 5,9 proc. mdm po korekcie.

Decyzja RPP (5.06.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.439	0.005
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	0.000	0.000
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.471	0.000
PROGNOZA BRE		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 bps				

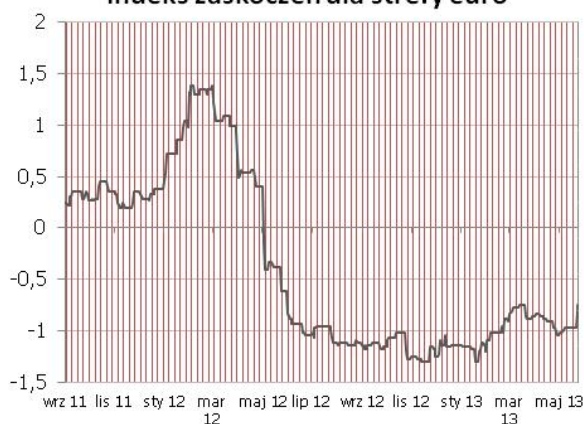
Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

Indeks zaskoczeń dla Polski


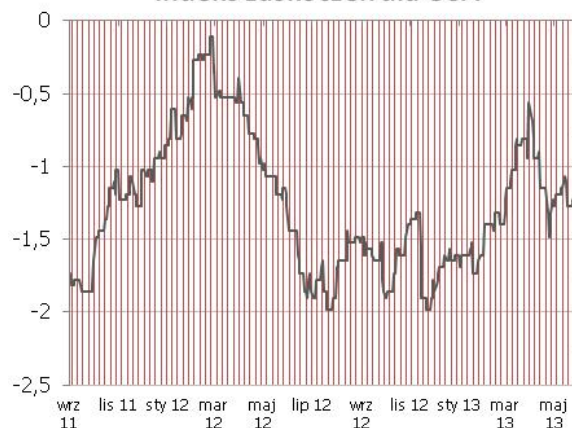
Spory spadek indeksu zaskoczeń i jego wybiecie z trendu bocznego zapewniły niższe od oczekiwań rynkowych (i zgodne z naszymi prognozami) dane o PPI, sprzedaży detalicznej i stopie bezrobocia. Nieznacznie in plus zaskoczyły dane płacowe. W tym tygodniu jedynie finalny odczyt PKB, który po wstępnej publikacji nie powinien przynieść dużej niespodzianki. Zachowanie indeksu zaskoczeń wskazuje jednak, że skala obecnego spowolnienia może jeszcze zaskoczyć rynek.

STREFA EURO

Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Wzrost w minionym tygodniu indeksu zaskoczeń zawdzięcza lepszym danym o koniunkturze w strefie euro i w szczególności w Niemczech (PMI, Ifo). Na razie nie widać jednak wybiecia z trendu bocznego i dopiero trwalsze pozytywne zmiany pozwolą kreślić bardziej optymistyczny scenariusz dla europejskiej gospodarki.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA


Jedynie piątkowe lepsze od oczekiwań zamówienia na dobra trwale pozwoliły indeksowi zaskoczeń na mały tik w górę. W rozpoczynającym się tygodniu przestrzeń do niespodzianek jest znacznie większa, co będzie szczególnie uważnie obserwowane ze względu na niejednoznaczność retoryki FOMC odnośnie implementacji strategii wyjścia. W tej kwestii kluczowe będą jednak dane z rynku pracy publikowane w kolejnym tygodniu.

Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Dynamika sprzedaży detalicznej znowu na minusie

Sprzedaż detaliczna spadła w kwietniu o 0,2% r/r (konsensus +1,0%, nasza prognoza -0,5%). W ujęciu realnym sprzedaż kolejny miesiąc praktycznie nie zmieniła się wobec ubiegłego roku (+0,1% r/r).

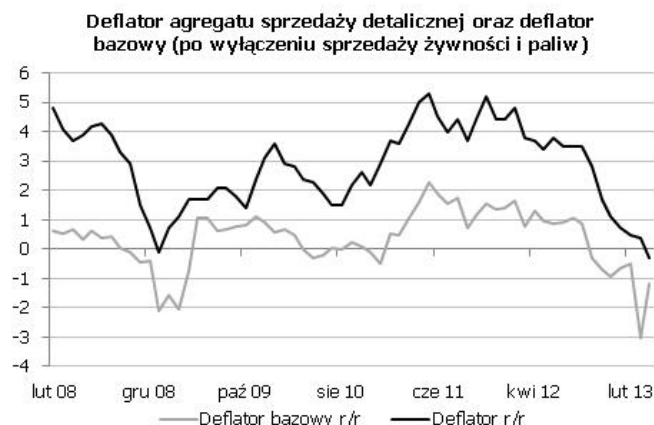


Głównym winowajcą tak niskiego odczytu jest sprzedaż żywności, która przez przesunięcie efektu świąt wielkanocnych (w zeszłym roku obejmowała marzec i kwiecień, w tym tylko marzec) odegrała w kwietniu aż do poziomu -3,6% r/r (co odpowiada miesięcznej zmianie -13,1%). Podobnie zachowała się także sprzedaż paliw (-8% r/r) oraz sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach (spadek dynamiki z 16,8% r/r w marcu do 4,9% w kwietniu). Te bardzo niskie odczyty złożyłyby się na znacznie niższy headline, gdyby nie dość zaskakujące wyniki sprzedaży dóbr trwałych - samochodów (+5,8% r/r), mebli, RTV i AGD (+8,9% r/r) czy odzieży i obuwi (+11,6% r/r). Podobnie zaskakujący okazał się aż 8,1% m/m wzrost kategorii pozostałe (markety budowlane) - wzorzec sezonowy sugerował wartość zbliżoną do 0%. Taki rozkład między poszczególnymi kategoriami przełożył się na istotny, bo aż 4,4% wzrost nominalnej sprzedaży bazowej (po wyłączeniu żywności i paliw), zaś realnej aż o 5,5%. Na razie trudno mówić o odwróceniu trendów (tego typu wybicia mogą być korektą związaną chociażby z lepszą pogodą czy dodatnim efektem dni roboczych) tym bardziej, że wskaźniki koniunktury konsumenckiej (dokonywanie ważnych zakupów, zmiany sytuacji finansowej) obniżyły się w kwietniu. Będziemy jednak obserwować czy kwietniowe wzrosty sprzedaży dóbr trwałych będą kontynuowane - oznaczałoby to niewątpliwie poprawę optymizmu konsumentów.

Inflacja liczona po cenach detalicznych spadła poniżej zera po raz pierwszy od początku 2009 roku (deflator wyniósł -0,3% r/r).

W reakcji na dane złoty nieznacznie się osłabił. Pierwszą reakcją na stopach procentowych było nieznaczne umocnienie długiego końca (spadki rentowności), które jednak bardzo szybko przerodziło się w osłabienie podyktowane zachowaniem rynków bazowych (wzrosty rentowności po lepszym od oczekiwań indeksie Ifo). Uważamy, że choć kompozycja danych nie jest najgorsza, minus przed roczną dynamiką powinien sprawić, że RPP potraktuje dane co najwyżej neutralnie. Z powodu słabości popytu wewnętrznego w dalszym ciągu spodziewamy się cięć stóp procentowych na czerwcowym i lipcowym posiedzeniu. Jak już pisaliśmy po publikacji „Minutes”

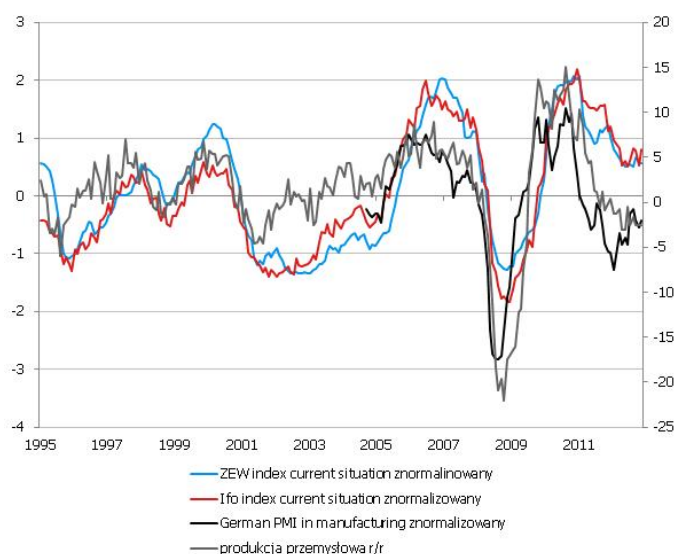
prawdopodobieństwo ruchów w skali 50pb znacząco wzrosło. Z tego powodu docelowy poziom stóp procentowych wyznaczamy w okolicach 2%.



Ciągle niejednoznaczne dane o koniunkturze w strefie euro

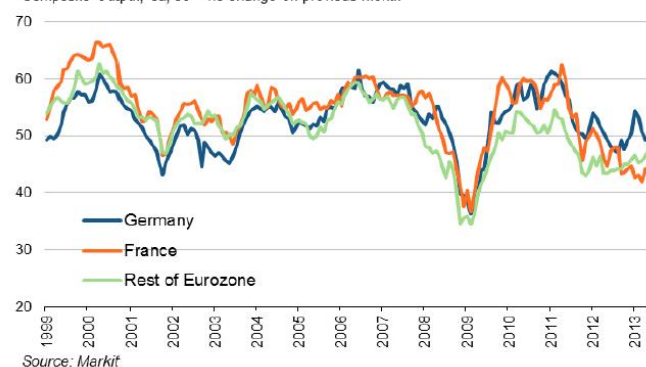
Lepsze od oczekiwań dane o PMI w strefie euro i Ifo w Niemczech, choć są niewątpliwie pozytywnym sygnałem, nie wyznaczają na razie nowego trendu. Już około 2 lata indeksy PMI poruszają się w zależności od kraju w przedziale 40-50 pkt., zatem by uwierzyć w ich odbicie zwiastujące faktycznie zmiany w realnej gospodarce musielibyśmy obserwować przesunięcie tych poziomów istotnie wyżej i trwające przynajmniej kilka miesięcy wzrosty. Ifo jak zwykle okazały się bardziej pozytywne - historycznie wiarygodna 5-miesięczna średnia ruchoma znajduje się w trendzie wzrostowym. Rozbieżność poziomów (patrz wykres) nie pozwala jednak wyciągać daleko idących wniosków. Uważamy, że zeszłotygodniowe dane o koniunkturze nie wnoszą wiele nowego do stagnacyjnego scenariusza dla Niemiec i kontynuacji recesji w strefie euro.

Niemieckie indeksy PMI zbliżyły się w maju do granicy 50 pkt., jednak bazując głównie na nadrobieniu zaległości produkcyjnych oraz na jednorazowych projektach wspierających produkcję przy ciągle słabych nowych zamówieniach (także eksportowych). Negatywnym sygnałem jest spadek zatrudnienia w obu sektorach (przemysłowym i usług) po raz pierwszy od początku roku, odzwierciedlający także spadek oczekiwań na kolejne 12 miesięcy do poziomu najniższego od grudnia 2012. Podane w piątek dane o Ifo kreślą znacznie bardziej optymistyczny obraz - właściwie we wszystkich sektorach (poza budownictwem) nastąpiło odbicie wcześniejszych spadków, jednak przede wszystkim w ocenach sytuacji bieżącej (indeks bieżący wzrósł z 107,3 pkt do 110,0 pkt, podczas gdy oczekiwania pozostały bez zmian na poziomie 101,6 pkt). Warto zauważyć tutaj, że indeks oczekiwań przestał w obecnej fazie cyklu mieć własności wyprzedzające względem bieżącego i we wszystkich sektorach poruszają się równolegle. Dane są zatem znowu niejednoznaczne i właściwie nie wykazują jasnego trendu, co nie wróży spektakularnych zmian w gospodarce niemieckiej w II kw. 2013 (w piątek potwierdzono finalny odczyt PKB za I kw. na poziomie 0,1% kw/kw). Potwierdza to także zegar koniunktury - kolejny miesiąc jesteśmy bardzo blisko granicy dwóch faz (patrz wykres).



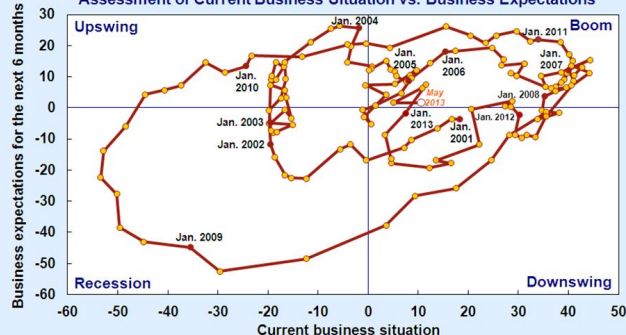
Core v. Periphery PMI Output Indices

Composite Output, sa, 50 = no change on previous month



Ifo Business-Cycle Clock Germany Manufacturing Industry¹⁾

Assessment of Current Business Situation vs. Business Expectations



¹⁾ Incl. food and beverages. Balances, seasonally adjusted.
Source: Ifo Business Survey.

24/05/2013 © ifo

W całej strefie euro indeksy PMI wzrosły w maju - w sektorze przemysłowym z 46,7 pkt. do 47,8 pkt., zaś w usługach z 47,0 pkt. do 47,5 pkt. Rozbicie danych nie napawa optymizmem - właściwie trudno znaleźć choć jedną pozytywną daną. Pomimo nieznacznego wzrostu wskaźniki pozostają ciągle w terytorium recesyjnym wskazując na stagnację w Niemczech i bardzo silną kontrakcję we Francji (indeksy poniżej krajów peryferyjnych - to właśnie tutaj skupiają się najbardziej negatywne informacje) przekładające się na kolejny kwartał z rzędu ujemnego wzrostu PKB. Na peryferiach sytuacja nieznacznie poprawiła się, co z jednej strony można przypisać brakowi spektakularnych problemów w ostatnim czasie (po perturbacjach politycznych we Włoszech, sprawie Cypru), z drugiej zaś zajęciu bardziej zdecydowanego stanowiska przez EBC i obniżce stóp procentowych. Na razie działania te nie wywołały jednak poprawy oczekiwań, które (w sektorze usług) spadły do najniższego poziomu od grudnia we wszystkich krajach.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD pozostał w piątek stabilny mimo przejściowego umocnienia spowodowanego lepszym od oczekiwań indeksem Ifo. Po osiągnięciu 1,30 wspólna waluta stopniowo się osłabiała, aby w ostatecznym rozrachunku powrócić do poziomów zbliżonych do 1,2920 (tak też dziś prezentuje się otwarcie). Bieżący tydzień upłynie pod znakiem dni wolnych (dzisiaj dzień wolny w Wielkiej Brytanii, w czwartek Boże Ciało w większości krajów europejskich) i praktycznie bez istotnych danych (dopiero w piątek dane o wydatkach konsumentów w USA). Uważamy, że nieco lepsze dane z Niemiec oraz stabilizacja indeksów PMI w strefie euro to za mało, aby zmniejszyć oczekiwania na obniżki stóp ECB. Zmniejszenie tempa zakupów w USA jest funkcją danych, co przy ich braku może utrzymać status quo w tym tygodniu. Minęło już sporo czasu a kurs pozostał stabilny - rynek dyskontuje już zatem pewnie dużo. Stąd też spodziewamy się konsolidacji lub lekkiego dryfu w dół.

EURUSD technicznie

Jesteśmy wciąż short (wejście po 1,2967, S/L 1,2967). Na tygodniowym zamknięcie nad MA55, jednak ruchy są bardzo niemrawe (brak przełożenia na oscylator), cały czas poruszamy się blisko prawego ramienia RGR, cały czas prawdopodobieństwo przełamania 1,2727 jest spore, a więc także i solidnego ruchu w dół. Na dziennym cały czas realizuje się powolna korekta w górę (solidny opór stawia MA55), oscylator zawrócił. Na 4h ruchy wyglądają jak utworzenie konsolidacji (1,2800-1,3000), jednak w tym momencie górna jej granica jest bardziej eksponowana (notowania powyżej MA55).

Wsparcie	Opór
1,2899/2902	1,3212
1,2797	1,3110
1,2727	1,2983

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

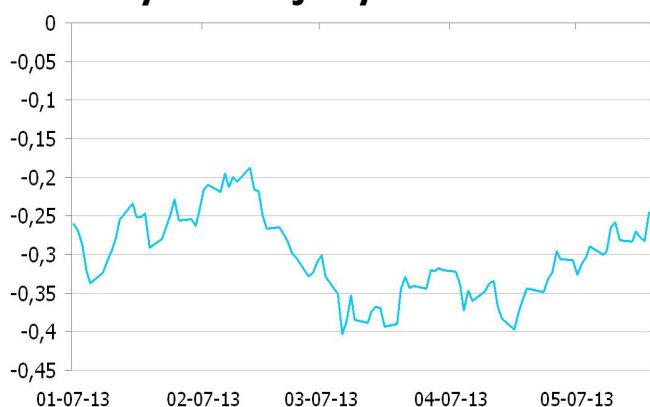
EURPLN wyrównał w piątek czwartkowe maksimum (4,2110/12) po czym zamknął się na poziomie 4,1957. W porównaniu z regionem złoty zachowuje się od kilku dni słabo. Może to sugerować, że inwestorzy - po informacji o możliwości wycofania części QE w USA - korzystają z płynnego rynku polskiego, aby zamykać pozycje na cały region. Nie popadajmy jednak w panikę, dynamika ruchu nie jest największa i dopóki nie zostanie przekroczone 4,21 złoty wciąż nie wychodzi poza granice konsolidacji; dodatkowo nie można wykluczyć, że oczekiwania na zmniejszenie tempa zakupów papierów w USA w najbliższym czasie nieco się cofną. W nadchodzącym tygodniu publikacja II szacunku PKB (środa); trudno obstawiać kierunek rewizji (jednak 0,4% wydaje nam się nieco zbyt nisko biorąc pod uwagę modele oparte na wartości dodanej w przemyśle). Spodziewamy się utrzymania złotego w konsolidacji, a więc poniżej 4,21.

EURPLN technicznie

Złoty wybił się z klina na wykresie tygodniowym. Obecnie ostatnim bastionem jest 4,2145, który pokrywa się też z całą serią maksimów dziennych i tygodniowych obserwowanych na przestrzeni ostatniego roku. Pojawiło się tym samym ryzyko osłabienia polskiej waluty (pomiędzy 4,2145 a 4,3052 nie ma praktycznie żadnych poziomów przejściowych). Na dziennym sytuacja przypomina tę z końca stycznia 2012 (wychylony oscylator, seria wąsów na świecach, ten sam najbliższy poziom oporu), liczymy na powtórkę i umocnienie złotego, negujące jednocześnie ryzyka z wykresu tygodniowego. Na 4h nie ma jednak symptomów odwrócenia trendu wzrostowego.

Wsparcie	Opór
4,1920	4,3052
4,1740	4,2142
4,1597	4,2000

Czynnik krajowy* w EURPLN



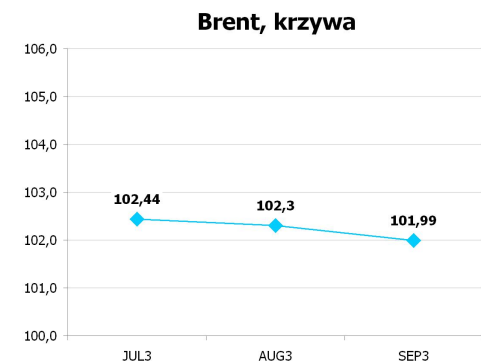
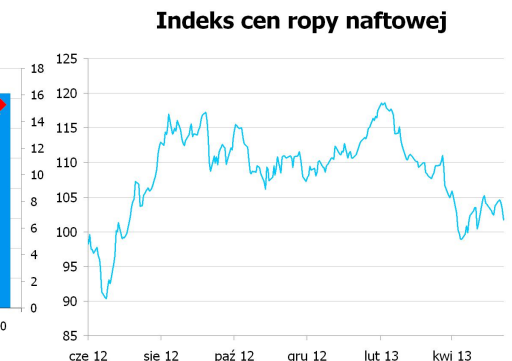
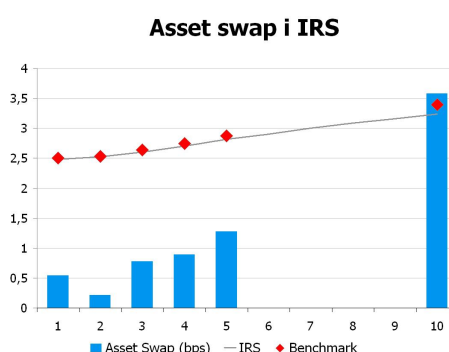
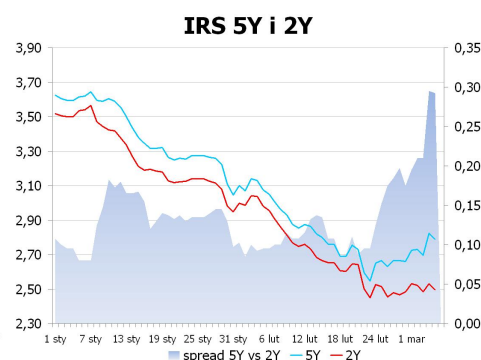
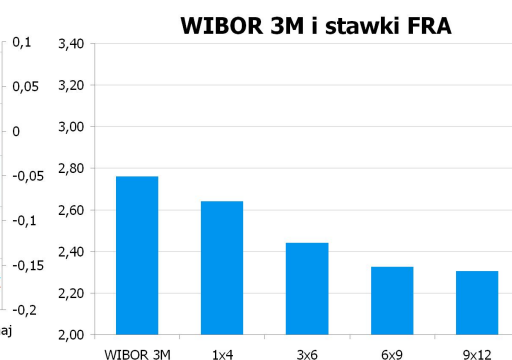
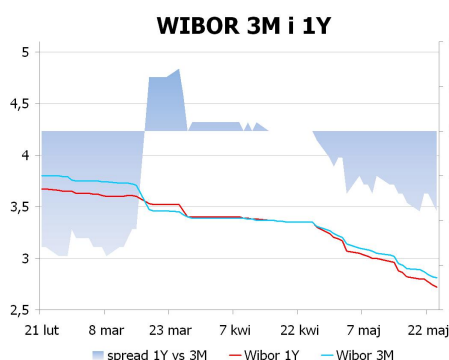
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.4625	2.50	ON	2.8	3.1	EUR/PLN	4.2049
2Y	2.4975	2.55	1M	2.8	3.1	USD/PLN	3.2400
3Y	2.58	2.63	3M	2.6	2.9	CHF/PLN	3.3579
4Y	2.68	2.73					
5Y	2.79	2.84					
6Y	2.88	2.93					
7Y	2.98	3.03					
8Y	3.065	3.12					
9Y	3.135	3.19					
10Y	3.21	3.26					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.73	2.78	EUR/USD	1.2925
1x4	2.59	2.64	EUR/JPY	131.03
3x6	2.38	2.44	EUR/PLN	4.1900
6x9	2.28	2.33	USD/PLN	3.2353
9x12	2.26	2.31	CHF/PLN	3.3635



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 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.