



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		
10.06.2013 PONIEDZIAŁEK							
9:00	CZE	CPI r/r (%)	maj		1.6	1.7	
10:00	POL	Raport NBP o sytuacji na rynku mieszkaniowym	Q1				
11.06.2013 WTOREK							
	JAP	Decyzja BoJ (%)	cze		0.10	0.10	
9:00	HUN	CPI r/r (%)	maj		1.9	1.7	
12.06.2013 ŚRODA							
1:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	kwi		-8.4	14.2	
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	kwi		-0.2	1.0	
13.06.2013 CZWARTEK							
14:00	POL	CPI r/r (%)	maj	0.6	0.7	0.8	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys)	07.06		345	346	
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	maj		0.1	0.4	
14.06.2013 PIĄTEK							
11:00	EUR	CPI r/r finalny (%)	maj		1.4	1.4 (p)	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	maj	1.2	1.2	1.1	
14:00	POL	M3 r/r (%)	maj	6.5	6.5	7.2	
14:30	USA	PPI r/r (%)	maj		1.4	0.6	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.2	-0.5	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	maj		77.9	77.8	
15:55	USA	Wsk. koniunktury Uniwersytetu Michigan (pkt)	cze		84.5	84.5	

W tym tygodniu...

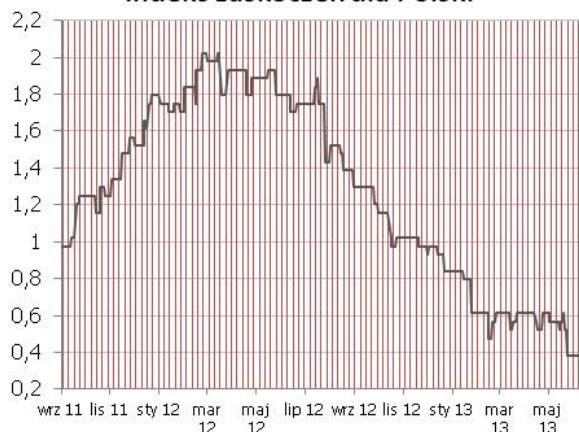
• **Gospodarka polska.** Początek serii danych za maj. Spodziewamy się dalszego spowolnienia inflacji (publikacja w czwartek), głównie z powodu umiarkowanego wzrostu cen żywności i dużego spadku cen paliw. Inflacja bazowa (oficjalne dane w piątek) powinna nieznacznie wzrosnąć, głównie ze względu na niską bazę z poprzedniego roku. W piątek zostaną również opublikowane dane o podaży pieniądza w maju. Prognoza spadku dynamiki M3 bazuje na dalszym wyhamowaniu dynamiki depozytów gospodarstw domowych (spadek oprocentowania lokat, duży napływ do TFI) oraz na efektach bazowych w depozytach JST i pozostałych elementach M3.

• **Gospodarka globalna.** Jak co miesiąc, dane o inflacji w Czechach i na Węgrzech (odpowiednio, poniedziałek i wtorek) pozwolą nam na doprecyzowanie prognozy cen żywności, a tym samym - prognozy inflacji dla Polski. Wśród danych europejskich warto zwrócić uwagę na publikację produkcji przemysłowej (środa), która powinna potwierdzić rysujący się ze wskaźników PMI obraz kolejnego kwartału recesji eurolandu. Konsensus wydaje się dość optymistycznie ustawiony. Po drugiej stronie Oceanu, istotne będą majowe dane na temat sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej. Obydwie serie powinny dostarczyć kolejnych informacji na temat kondycji amerykańskiej gospodarki w okresie soft patch, a oczekiwania rynku wskazują w obydwu przypadkach na skromne wzrosty. Tydzień zakończymy pierwszym czerwcowym odczytem wskaźnika koniunktury konsumenckiej Uniwersytetu Michigan.

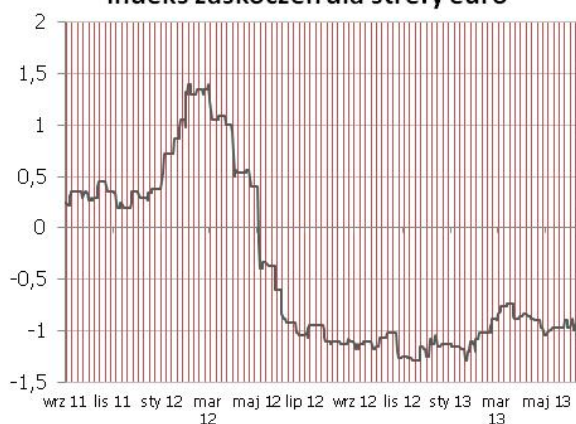
Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- **Belka:** Celem interwencji banku centralnego na rynku walutowym nie jest obrona konkretnych poziomów kursu złotego, ale ograniczenie jego nadmiernych wahań. Jeśli nadmierne fluktuacje kursu będą się utrzymywały, to nie można wykluczyć kolejnych interwencji (więcej czytaj w sekcji analizy).
- **Zielińska-Głębocka:** Jest jeszcze wciąż niewielka przestrzeń do tego, aby w lipcu dokonać korekty poziomu stóp procentowych. RPP pod wpływem lipcowej projekcji powinna podjąć decyzję odnośnie dalszej strategii i Rada może skłonić się do zakończenia procesu łagodzenia polityki pieniężnej. Kurs złotego nie powinien specjalnie przeszkodzić Radzie w lipcowej decyzji.
- **Głapiński:** Cykl luzowania polityki monetarnej zakończył się. Dodatkowe obniżki nie dadzą impulsu gospodarce. Miesięczne dane i prognozy ekspertów nam dostępne każdego miesiąca sugerują, że lipcowa projekcja w kontekście wskaźników CPI i PKB nie zmieni tego obrazka i nie będą one miały żadnego prawdziwego znaczenia dla decyzji. RPP nie martwi się deprecjacją złotego w kontekście przyszłej inflacji. Poziom złotego pozostaje marginalną sprawą dla Rady. Interwencje banku centralnego, pozostające w zgodzie z wytycznymi naszej polityki, nie mają na celu osiągnięcia konkretnego poziomu przez złotego, ale mają na uwadze przeciwdziałanie silnej zmienności złotego.
- **Przyrost nowych miejsc pracy w maju w USA w sektorze pozarolniczym wyniósł 175 tys.** (więcej czytaj w sekcji analizy).
- **PKB Japonii wzrósł w I kw. 2013 r. o 4,1 proc. w ujęciu zannualizowanym wobec wzrostu w IV kw. 2012 o 1,0 proc.**

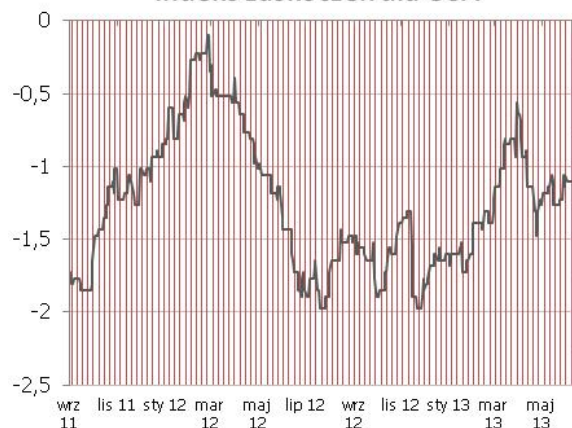
Decyzja RPP (3.07.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.520	-0.003
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.177	-0.014
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.739	0.000
PROGNOZA BRE	obniżka 25 bps	Dotyczy benchmarków Reuters		

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia
POLSKA
Indeks zaskoczeń dla Polski


Bez zmian - wzrost PMI okazał się być zgodny z oczekiwaniami rynku, a Rada Polityki Pieniężnej obcięła stopy o 25 pkt. bazowych - tak, jak spodziewali się tego analitycy. W tym tygodniu pierwsze publikacje makro za maj - potencjał do niespodzianek widzimy jedynie w przypadku inflacji. Tym niemniej, podtrzymujemy prognozę konsolidacji polskiego indeksu zaskoczeń w średnim terminie.

STREFA EURO
Indeks zaskoczeń dla strefy euro


Lekko w dół. Pozytywne zaskoczenia w finalnych PMI z sektora przemysłowego zrównoważyły dane na temat cen producentów i negatywna niespodzianka w finalnym odczycie PMI z sektora usług w strefie euro. Potencjał do zmian europejskiego indeksu zaskoczeń jest w tym tygodniu niewielki (mało publikacji), historia pokazuje jednak, że produkcja przemysłowa często przynosi niespodzianki.

USA
Indeks zaskoczeń dla USA


Większość amerykańskich publikacji w ciągu tygodnia okazała się zgodna z oczekiwaniami - jedyną negatywną niespodziankę (choć niewielką) przyniósł wskaźnik ISM w przemyśle. Ten tydzień przynosi kluczowe dane z sektora konsumenckiego i przemysłowego, co stwarza pewien potencjał dla zmian indeksu.

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.

NBP interweniuje na rynku walutowym. Kolej na wsparcie finansowania budżetu przez niestandardowe działania NBP.

W piątek NBP kilkakrotnie interweniował na rynku walutowym, co skutkowało zastopowaniem osłabienia złotego i wsparło rynek długu. Sądząc po komunikacji sprzed jeszcze kilku dni, gdzie szef NBP nie widział nic złego w osłabieniu kursu złotego i nawet werbalnie nie starał się wzmacniać złotego, (konferencja po decyzji RPP) interwencja była raczej wynikiem bieżącej oceny sytuacji, czy też obaw przed dynamiką zmian na rynku walutowym i, a może nawet przede wszystkim, na rynku długu. Złoty co prawda od kilku lat, za sprawą interwencji NBP i aktywności Ministerstwa Finansów (przez BGK) powinien być postrzegany jako waluta o sterowanym kursie, jednak fakt wprowadzenia nowych zasad przeliczania długu w walucie obcej na potrzeby wycieńczenia do PKB (średni kurs zamiast kursu na koniec roku przy kalkulacji wartości progowych długu) oraz kierunek zmian spójny z cyklem koniunkturalnym minimalizował ryzyko rychłej interwencji.

Należy podkreślić, że interwencja obliczona była na wygładzenie rynkowych aberracji, i prawdopodobnie na tym polu odniosła sukces - każde zmniejszenie zmienności w obecnych warunkach będzie czynnikiem moderującym skalę przeceny polskich obligacji. Uważamy także, że rynkowi będzie trudno grać przeciwko interwencji NBP - obecny stan rezerw walutowych to około 84mld EUR, choć de facto o sile uderzeniowej NBP można myśleć w kategoriach nieograniczoności. NBP jest już jedną nogą w ESBC, zaś przychylność polityczna w zakresie członkostwa Polski w strefie euro uprawdopodobnia uruchomienie nawet finansowania z ECB, gdyby zaszła taka konieczność (sama możliwość takiego rozwiązania powinna ucinąć spekulację).

Postrzeganie interwencji w kategoriach zmniejszenia zmienności nie powinno zagrozić, jak to w czasie konferencji po decyzji o stopach ujął prezes Belka, prowadzeniu polityki pieniężnej w oparciu o koniunkturę krajową. Czy aby na pewno? NBP albo RPP wręcz słynie w ostatnich miesiącach z niespójności komunikacyjnej (zapowiedziany koniec cyklu, wznowienie cyklu itd). Nie można zatem wykluczyć, że interwencja jednak będzie miała brzemienne skutki dla nastrojów w i tak podzielonej RPP (interweniowanie w obronie złotego nie jest przecież spójne z kontynuacją polityki cięcia stóp, co część członków RPP może wprost komunikować), a prezes - wbrew temu co podkreślał na konferencji - szybko dostrzeże pozytywne sygnały z gospodarki zwiastujące rychłe odbicie.

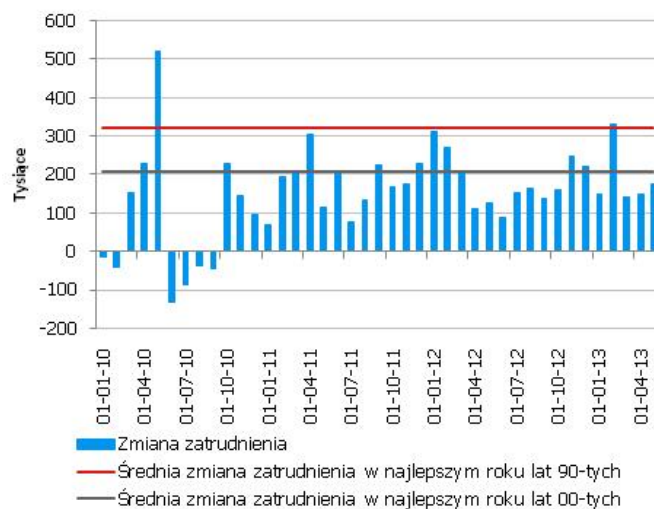
Reasumując, interwencja zwiększa ryzyko braku zmian stóp na najbliższym posiedzeniu. Naszym scenariuszem bazowym pozostaje obniżka stóp tylko dla tego, że do interwencji doszło na początku miesiąca (a więc do kolejnej decyzji RPP mnóstwo czasu), a seria danych publikowanych w czerwcu (5 minusów + niska inflacja) będzie wybitnie pro-obniżkowa. Pomimo, iż spodziewamy się poprawy dynamiki PKB w II połowie roku przestrzeń do obniżek w Polsce jest ciągle znaczna. Przestrzeń ta nie zostanie jednak w pełni wykorzystana - lipcowa obniżka będzie prawdopodobnie ostatnią w tym cyklu.

Troska o polskie obligacje, a więc i troska o finansowanie budżetu jaką pokazał NBP sugeruje sięgnięcie przez NBP po niestandardowe narzędzia (np. odejście, przynajmniej przejściowe

od stabilizowania stawki polonia wokół stopy referencyjnej, a zatem zmniejszenie emisji bonów pieniężnych) i promocję zakupów obligacji przez polskie banki. Czeka nas zatem powtórka z sytuacji w 2009 roku, kiedy banki kupując przede wszystkim krótkie obligacje i bony skarbowe walnie przyczyniły się do finansowania budżetu państwa.

Dane z amerykańskiego rynku pracy: góra oczekiwań urodziła mysz

Jeśli wierzyć wiadomościom i raportom z całego tygodnia - jeszcze nigdy tak wiele nie zależało od tak niewielu liczb w tak niewielkim raporcie. Choć większa część oczekiwań budujących się przez cały tydzień była oczywiście przesadzona, nie sposób nie zauważyć, że dobry raport wsparłby jastrzębie skrzydło Fed, wzmacniając argumenty za wycofaniem monetarnej kropłówki, podczas gdy słabe wyniki rynku pracy oddaliłyby ten moment w czasie. Widoczny na platformach informacyjnych konsensus analityków (ok. 160-165 tys. etatów) był zapewne zawyżony, jako że prognozy formułowane już po publikacji danych ADP i indeksów ISM (subindeksy zatrudnienie bliskie granicznej wartości 50 pkt) były z zakresu 120-135 tys. Na tym poziomie należy więc plasować faktyczny konsensus minutę przed publikacją raportu.



Tymczasem, dane za maj okazały się być lepsze od oczekiwań pesymistów i zaskakująco bliskie przeciętności z ostatnich kwartałów, do której przywykli obserwatorzy rynku i o której również pisaliśmy. Wzrost liczby zatrudnionych o 175 tys. jest bliski średniemu tempu kreacji miejsc pracy z ostatnich miesięcy. Spadek zatrudnienia w przemyśle był oczekiwany i jest konsekwencją globalnie gorszej koniunktury w przemyśle. W efekcie, za przyrost zatrudnienia prawie w całości odpowiadają usługi, przy czym warto zauważyć, że wzrost ma tutaj szeroką bazę (indeks dyfuzji dla sektora prywatnego znów powyżej 60). Maj był również kolejnym miesiącem spadków zatrudnienia w sektorze rządowym, choć głównie na szczeblu federalnym (łącznie o 14 tys.) - efekty cięć w ramach sekwencjalnej obserwujemy więc drugi miesiąc z rzędu. Stopy bezrobocia wzrosła z 7,5 do 7,6%, ale wynika to nie ze znaczących przepływów w trójkącie zatrudnienie - bezrobocie - bierność zawodowa, a raczej z zaokrąglenia. Tym niemniej, wzrost aktywności zawodowej można uznać za pozytywny sygnał.

Dane za maj potwierdzają również, że amerykańscy pracownicy w praktyce przegrali walkę o wyższe płace - zarobki godzinowe pozostały w praktyce niezmiennie, a ich wzrost od początku ożywienia gospodarczego jest znacznie poniżej historycznej średniej (wydaje się jednak, że dołek już minęliśmy). Brak presji płacowej oznacza czyni bezpodstawnymi formułowane przez część publicystów i polityków obawy o to, że ekspansja monetarna przyczyni się do wybuchu inflacji na miarę tej obserwowanej w końcu lat 70-tych.



Reakcja rynkowa na raport - nieznaczne umocnienie dolara, wzrosty głównych indeksów giełdowych, wzrost rentowności obligacji - wskazuje, że zostały one odebrane jako wskazujące na dobrą kondycję gospodarki. Wydaje się, że majowy raport z rynku pracy, kolejny z kategorii przeciętnych, nie zmienia niczego w obrazie gospodarki, jakim dysponuje Fed. Gospodarka amerykańska, choć w perspektywie historycznej jest daleka od pełnego zdrowia, jest na tyle odporna na negatywne szoki (w chwili obecnej do szoku fiskalnego dochodzi słabość gospodarki globalnej), że nie wpływa to w sposób negatywny na stan rynku pracy. Czy jest to równoznaczne z osiągnięciem escape velocity, umożliwiającej rozwój w akceptowalnym tempie bez monetarnej kroplówki? Być może nadszedł czas na sprawdzenie tego. Co więcej, zmniejszanie skali zakupów nie jest równoznaczne z wycofaniem wsparcia w ogóle (nawet w sytuacji braku QE Fed w dalszym ciągu posiada instrumenty i może oddziaływać na gospodarkę, np. przez kanały oczekiwania).



EURUSD fundamentalnie

Po czwartkowych wzrostach wiedzionych mało konstruktywnym podejściem ECB do dalszych cięć stóp procentowych EURUSD zachowywał się w piątek relatywnie spokojnie, tylko delikatnie się osłabiając. Uprzedzając być może pochopne wnioski, które na obecnym etapie mogłyby się pojawić - osłabienie nie było indukowane przez raport o rynku pracy (ten był raczej nijaki), tylko pojawiło się na początku dnia. Uważamy, że jeden czynnik ryzyka dla euro - obniżki stóp procentowych - przecenił się już w kursie i tym samym nowa równowaga (krótkookresowa) może się ustalić wyżej w okolicach 1,32. Tego się trzymamy w tym tygodniu, tym bardziej, że ciekawe dane pojawią się dopiero od czwartku (sprzedaż detaliczna w czwartek i produkcja przemysłowa w piątek).

EURUSD technicznie

Tygodniowy wykres wygląda byczo. Pękło 38,2% Fibo w sama skala ruchu była bodaj największa od ubiegłego roku. Oscylator dopiero nabiera rozpędu. Na dziennym powiewa nadal flaga - po takim ruchu realizacji zysków trudno się dziwić; Oscylator bez większego załamania. Momentum na 4h jest wciąż silne, choć wydaje nam się, że ruch dół jest nieco za mało stromy, aby uzać go za korektę i przystanek przed dalszym szybkim marszem w górę. Stąd też myślimy, że notowania mogą próbować konsolidować w przedziale 1,31-33, co chwilowo zniechęca nas do kierunkowej pozycji mimo dobrych „set-ups” przede wszystkim na tygodniowym, a także na dziennym.

Wsparcie	Opór
1,3140	1,3440
1,3070	1,3306
1,3020	1,3243

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

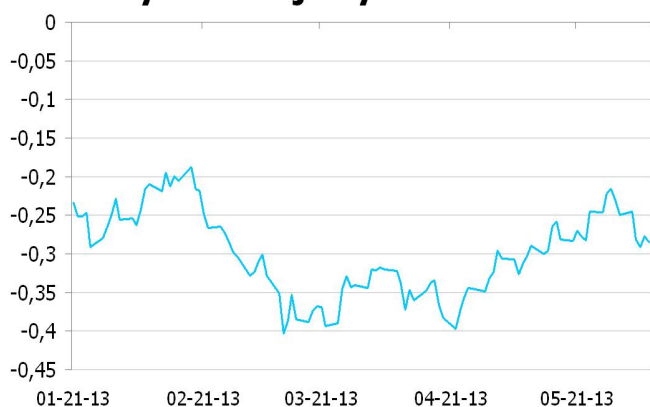
Nienajgorszy raport z amerykańskiego rynku pracy w piątek (rynek odebrał go koniec końców jako w dużej mierze niezagrażający obecnemu konsensowi na wcześniejsze zmniejszenie zakupów papierów) spowodował powrót złotego do deprecjacji. Przy poziomie 4,32 pojawił się jednak rycezy na białym koniu w postaci NBP, który kilkakrotnie interweniował na rynku walutowym (więcej czytaj w sekcji analizy); celem interwencji było zmniejszenie zmienności bądź jednokierunkowości na ruchu złotego. Na razie działanie to okazało się bardzo skuteczne, choć sama skala interwencji (pewnie koło 500mln EUR) nie była powalająca. Uważamy, że dzięki niej zostały zabezpieczone górne poziomy kursu (4,32). Jest to wciąż spójne z naszym scenariuszem, że złoty porzucił niższy range (10-20) na rzecz wyższego (20-32) i w nim będzie się obecnie poruszał.

EURPLN technicznie

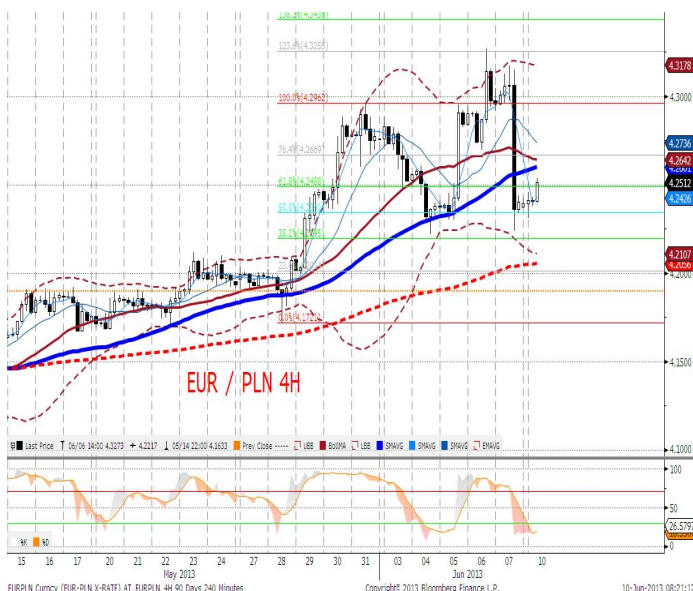
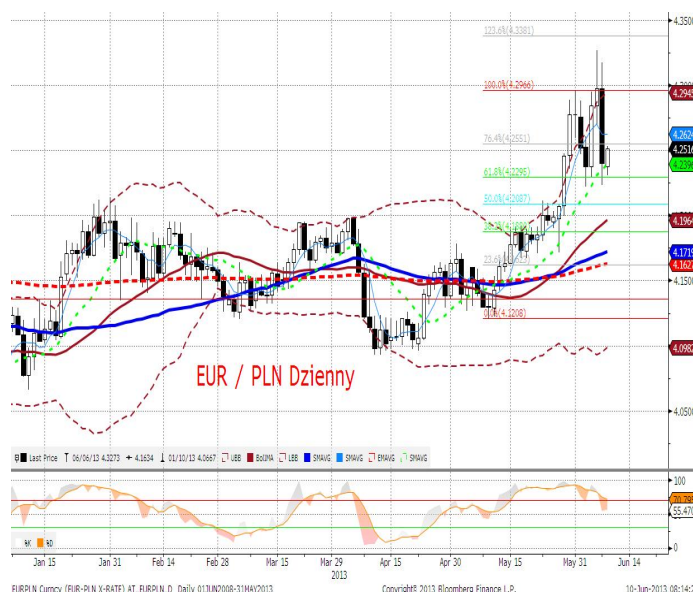
Na wykresie tygodniowym korekta w dół jest na tyle niewielka, że pozostaje niekonkluzywna. Proponujemy skupić się na krótszych terminach. Na dziennym notowania prawdopodobnie będą próbowały ustanowić range (4,22-4,32), gdyż sygnałów odwrócenia w jakkolwiek ze stron nie ma. Jako że obecnie jesteśmy bliżej dołu/środku tego range, faworyzuje to faworyzuje to raczej pozycje długie niż krótkie. Na 4h notowania wyglądają jak odwrócona flaga, najbliższym oporem jest zaś MA200 (4,2600). Poczekajmy z pozycjami aż rynek po-interwencyjnie trochę się uspokoi.

Wsparcie	Opór
4,2341	4,2962
4,2236	4,2669
4,2195	4,2600

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
1Y	2.65	2.68
2Y	2.81	2.87
3Y	2.965	3.02
4Y	3.1	3.15
5Y	3.22	3.27
6Y	3.32	3.37
7Y	3.415	3.45
8Y	3.467	3.50
9Y	3.515	3.55
10Y	3.54	3.57

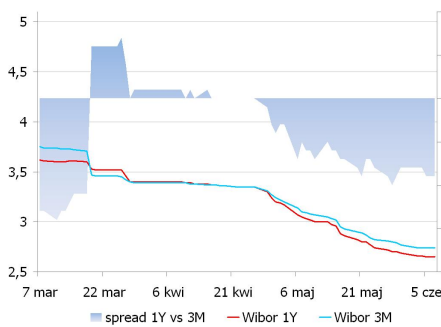
depo	BID	ASK
ON	2.9	3.2
1M	2.7	2.9
3M	2.6	2.9

Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3061
USD/PLN	3.2545
CHF/PLN	3.4993

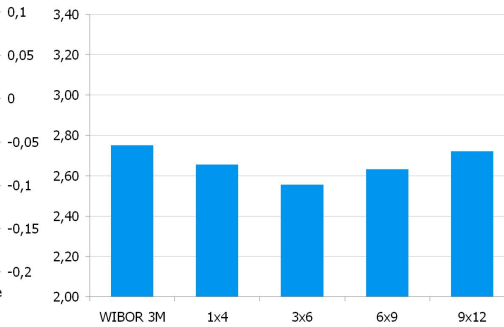
FRA	BID	ASK
1x2	2.65	2.70
1x4	2.61	2.66
3x6	2.51	2.56
6x9	2.58	2.63
9x12	2.67	2.72

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3206
EUR/JPY	128.70
EUR/PLN	4.2345
USD/PLN	3.2058
CHF/PLN	3.4118

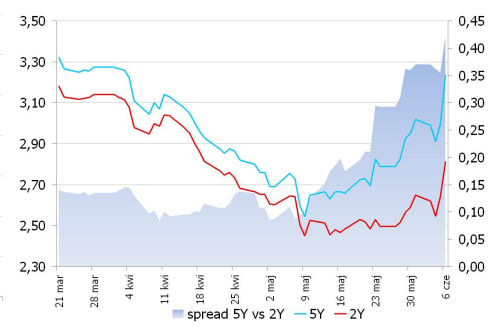
WIBOR 3M i 1Y



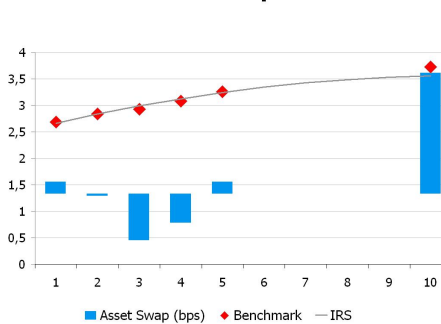
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



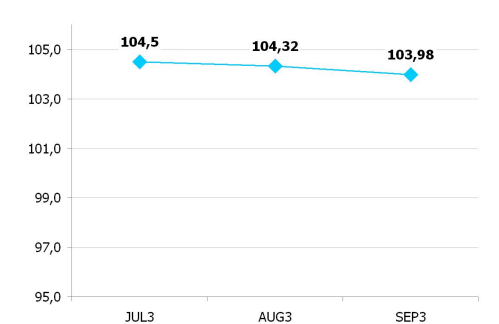
Asset swap i IRS



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 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, 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 PISEMNA ZGODĄ AUTORÓW.