



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		
17.06.2013 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	kwi	108	-153	-200	468
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	kwi	13400	12550	12764	13279
14:00	POL	Import (mln EUR)	kwi	12950	12594	13037	12678
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt)	cze		0.00	-1.43	7.84
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	maj			89.2 (r)	87.0
18.06.2013 WTOREK							
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	cze		9.5	8.9	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	cze		38.1	36.4	
14:00	POL	Place r/r (%)	maj	2.3	2.6	3.0	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	maj	-0.9	-1.0	-1.0	
14:30	USA	Inflacja r/r (%)	maj		1.7	1.1	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	maj		950	853	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	maj		975	1005 (r)	
19.06.2013 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	maj	-4.1	-1.9	2.7	
14:00	POL	PPI r/r (%)	maj	-2.5	-2.5	-2.0	
20:00	USA	Decyzja Fed (%)	cze		0.25	0.25	
20.06.2013 CZWARTEK							
9:00	FRA	PMI w przemyśle wstępny (pkt)	cze		47.0	46.4	
9:00	FRA	PMI w usługach wstępny (pkt)	cze		44.8	44.3	
9:30	GER	PMI w przemyśle wstępny (pkt)	cze		49.9	49.4	
9:30	GER	PMI w usługach wstępny (pkt)	cze		50.0	49.7	
10:00	EUR	PMI w przemyśle wstępny (pkt)	cze		48.6	48.3	
10:00	EUR	PMI w usługach wstępny (pkt)	cze		47.5	47.2	
14:00	POL	Minutes RPP	cze				
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	15.06		340	334	
16:00	EUR	Koniunktura konsumencka wstępny (pkt)	cze		-21.5	-21.9	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	cze		-2.0	-5.2	
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym SAAR (mln)	maj		5.00	4.97	
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający CB (%)	maj		0.2	0.6	
21.06.2013 PIĄTEK							
14:00	POL	Koniunktura gospodarcza GUS	cze				
14:00	POL	Koniunktura konsumencka GUS	cze				

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś opublikowane zostaną dane z rynku pracy - oczekujemy nieznacznego wyhamowania dynamiki płac w związku z niekorzystną różnicą dni roboczych r/r, przy zachowaniu dotychczasowych trendów we wszystkich głównych kategoriach. Nieznaczne wyhamowanie spadków zatrudnienia to konsekwencja niewielkich wzrostów zatrudnienia w handlu i budownictwie, które prognozujemy.

• **Gospodarka globalna.** W oczekiwaniu na jutrzejszą decyzję i konferencję Fed w centrum uwagi pozostają dane amerykańskie. Informacje na temat liczby rozpoczętych budów i wydanych pozwoleń na budowę w kwietniu stanowiły, biorąc pod uwagę historię tych szeregów, obserwację w istotnym stopniu odstającą, dlatego też można spodziewać się zawężenia różnicy pomiędzy nimi w kolejnym miesiącu (tak też jest ustawiony konsensus). Prognozowany przez analityków wzrost inflacji CPI ma swoje źródło w kategoriach niebazowych - tu inflacja pozostaje w Stanach Zjednoczonych stabilna.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Zielińska-Głębocka: W lipcu jest niewielka przestrzeń do obniżki stóp procentowych w lipcu, o 25 lub 50 pb, na czym cykl obniżek miałby się zakończyć.
- NBP: Nadwyżka w obrotach bieżących w kwietniu 2013 roku wyniosła 468 mln euro wobec 200 mln euro deficytu w marcu i wobec 137,6 mln euro deficytu oczekiwanego przez ekonomistów (**więcej w sekcji analizy**).
- MF: Deficyt budżetu państwa po maju 2013 roku wyniósł 30,9 mld zł, co daje 87,0 proc. deficytu planowanego na 2013 rok na poziomie 35,6 mld zł (**więcej w sekcji analizy**).
- USA: Indeks aktywności wytwórczej w stanie Nowy Jork wzrósł w czerwcu do plus 7,84 pkt. z minus 1,43 pkt. w poprzednim miesiącu.

Decyzja RPP (3.07.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	1.541	-0.002
stopy bez zmian	0%	USAGB 10Y	2.178	0.004
obniżka 25 bps	100%	POLGB 10Y	3.751	0.062

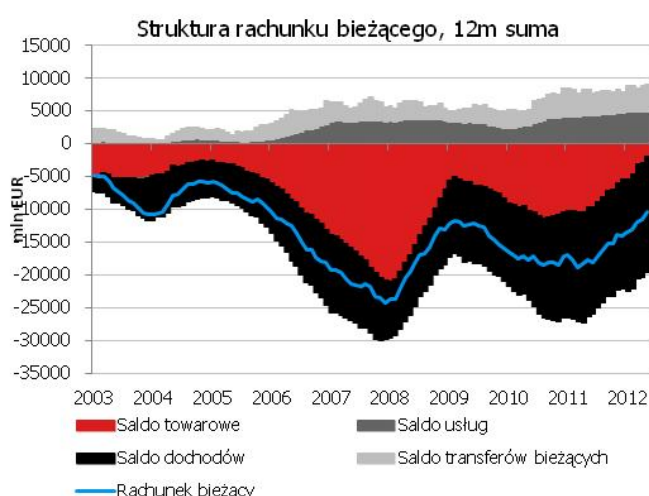
PROGNOZA BRE

obniżka 25 bps

Dotyczy benchmarków Reuters

Biały kruk w bilansie płatniczym – rachunek bieżący na plusie

W kwietniu saldo rachunku bieżącego uplasowało się na poziomie 468mln EUR (nasza prognoza +100mln EUR, konsensus -185mln EUR). Jest to czwarty przypadek w historii danych, kiedy rachunek ten znalazł się na terytorium dodatnim. Poprzednie trzy (ostatni w 2009 roku) nie zostały utrzymane i były w zasadzie przypadkami jednorazowymi. W bieżącym cyklu szansa na kontynuację tego typu niespodzianek jest znaczna (w maju bardzo wysoka z uwagi na specyfikę transferów z UE oraz zdecydowanie niższe płatności odsetkowe od długu), gdyż polska gospodarka przechodzi przez proces równoważenia, który potrwa jeszcze dobrych kilka miesięcy.

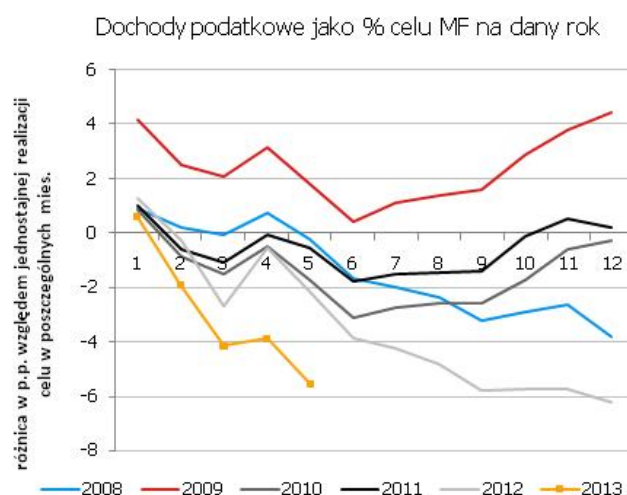


Bilans handlowy zanotował nadwyżkę w wysokości 601mln EUR. Złożył się na niego bardzo wysoki eksport, który wbrew tendencjom sezonowym (właśnie na to wskazywały nasze modele) był nawet wyższy niż w marcu (+12,3% r/r – przyspieszenie o około 12pp względem marca) oraz sezonowo spójny import, choć w tym przypadku sezonowy spadek był niższy niż zwykle (dlatego w ujęciu dynamicznym import przyspieszył z -2% r/r w marcu do +3,6% r/r w kwietniu). Co ciekawe, o ile eksport okazał się spójny z danymi zaprezentowanymi wcześniej przez GUS (bilans handlowy), to import – próbujemy z całych sił uniknąć stwierdzenia „jak zwykle”, ale nie wychodzi – jak zwykle był rozbieżny i ze wskazaniami modeli ekonometrycznych, i ze wskazaniami modeli opartych na szereguach czasowych, i z wcześniejszymi danymi GUS... Prognozowanie tego agregatu to prawdziwa loteria. Nie wydaje nam się jednak, że loterią są dodatnie wartości rachunku handlowego. Uważamy, że będzie to kontynuowane jeszcze przez dobre kilka miesięcy z uwagi na fakt, że gospodarka globalna (eksport) odbija prawdopodobnie wcześniej niż polski popyt wewnętrzny. W przypadku pozostałych elementów rachunku bieżącego nie ma niespodzianek prócz salda dochodów: po raz kolejny inwestorzy zagraniczni de facto odprowadzili zdecydowanie mniej płatności kuponowych niż wynikałoby z danych MF (ledwie piątą część całości) wskutek czego saldo dochodów było nieco lepsze (o 200mln EUR) od naszych przewidywań.

Pierwszy w tym roku spadek deficytu budżetu państwa (i nie ostatni) maskuje trudną sytuację finansów państwa

Zgodnie z opublikowanymi w dniu wczorajszym danymi, deficyt budżetu państwa po maju spadł z 31,7 mld zł zanotowanych po pierwszych czterech miesiącach do 30,9 mld zł. Sam fakt spadku jest zgodny z harmonogramem, choć jego skala musi rozczarowywać – zakładano, że po pięciu miesiącach budżet zamknie się wynikiem -27,5 mld zł. Biorąc pod uwagę niewywiązanie się już w poprzednim miesiącu z jego zapisów, skumulowane odchylenie sięga ok. 3,4 mld zł (prawie 10

Ponieważ strona wydatkowa prowadzona jest w niemal idealnej zgodzie z harmonogramem, za rozczarowująco mały spadek deficytu odpowiada w dalszym ciągu słaba realizacja dochodów podatkowych. W ujęciu rocznym łączne dochody podatkowe ukształtowały się na poziomie równym tym z poprzedniego roku, wyjście „na zero” udało się jednak osiągnąć głównie dzięki dodatniej dynamice dochodów z CIT i PIT – te kategorie jednak zdołały przyzwyczaić nas do dużej miesięcznej zmienności i trudno tu doszukiwać się pozytywnego sygnału. Ponadto, łączna skala wykonania CIT za 5 miesięcy jest w dalszym ciągu bardzo niska (o 15% mniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku). Dochody z podatków pośrednich spadły o 3,4%, jednak w najbardziej interesującej nas kategorii dochodów z VAT spadek był minimalny i wyniósł 1,2-1,3% r/r. Biorąc poprawkę na zwyczajową zmienność tej kategorii, można ten fakt odnotować jako najbardziej pozytywną część strony dochodowej, być może jedyną.



W poprzednich komentarzach wskazywaliśmy, że prawdziwy test dla założeń budżetu i harmonogramu jego realizacji przyjdzie w miesiącach letnich (stopień wykonania budżetu musi na koniec sierpnia być na tyle niski, żeby zaabsorbować charakterystyczny dla końca roku lawinowy wzrost deficytu), a najważniejszym wyzwaniem będzie osiągnięcie spadkowej ścieżki deficytu począwszy od maja. Wpłata zysku z NBP w czerwcu (ok. 5 mld zł) powinna pozwolić budżetowi jedynie na złapanie niezbędnego oddechu i powrót do ścieżki wyznaczonej w harmonogramie, sam poziom deficytu po czerwcu w dalszym ciągu może przekraczać założenia. Dodatkowe dochody niepodatkowe, na które liczy Ministerstwo (większe o ok. 1 mld zł dywidendy ze spółek Skarbu Państwa), nie mogą w istotny sposób zmienić równania.

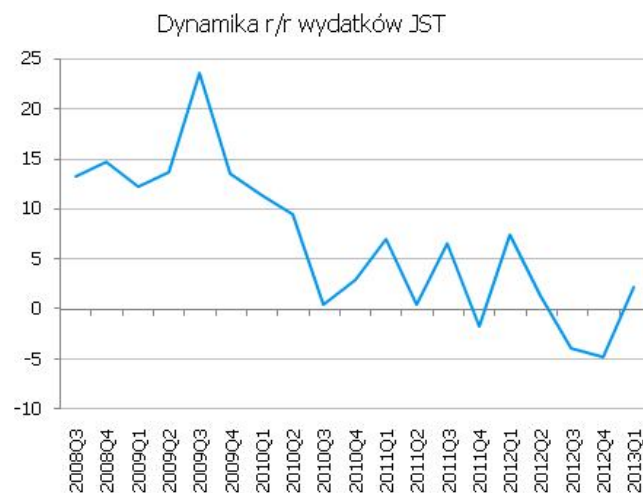
Czy powrót dynamiki VAT do jednocyfrowych wartości zapowiada brak nowelizacji budżetu? Bynajmniej. Budżet państwa wciąż stoi przed koniecznością zasypania dużej luki w dochodach (ok. 20 mld zł), co wymaga nie tylko zatrzymania spadkowej trajektorii dochodów, ale wręcz wypracowywania dodatnich dynamik – tak, aby słaba realizacja wpływów w I połowie roku została zrekompensowana w pozostałych 6 miesiącach roku. W warunkach, gdy wzrost gospodarczy, zarówno w ujęciu realnym, jak i nominalnym, pozostaje poniżej nawet zaktualizowanych prognoz Ministerstwa, jest to niezmiernie trudne. Warto również odnotować, że modele ekonometryczne oparte o historyczne zależności między agregatami rachunków narodowych, a dochodami budżetowymi systematycznie niedoszacowują skalę wyhamowania wpływów budżetowych. Zmiana struktury wzrostu gospodarczego w ostatnich kwartałach głęboko przeorała kasę państwową.

Wreszcie, maj przyniósł wyjaśnienie bardzo niskiej skali subwencji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych w ostatnich miesiącach (przypomnijmy: zaledwie 200 mln zł w marcu, 2,7 mld zł w kwietniu i 1 mld zł, wobec 3-4 mld zł normy). Zgodnie z depeszą PAP z 22 maja b.r., rząd przygotowuje rozporządzenie o przekazaniu 2,5 mld zł z Funduszu Rezerwy Demograficznej na uzupełnienie deficytu FUS narastającego z przyczyn demograficznych (jest to krok neutralny z punktu widzenia długu publicznego). Jednocześnie, na początek tego transferu Minister otrzymał już na etapie prac nad budżetem na ten rok upoważnienie do udzielania FUS pożyczek z wolnych środków budżetowych do kwoty 12 mld zł (o 7 mld więcej niż w planie finansowym FUS) – w pierwszych 4 miesiącach roku przekazano już ponad 5 mld zł, korzystając z wysokiego poziomu środków płynnościowych Ministerstwa. Jest to jedyny powód, dla którego również strona wydatkowa budżetu jest trzymana w ryzach.

Kwestia nowelizacji budżetu jest w dalszym ciągu otwarta – w chwili obecnej wiemy wprawdzie, że nowelizacja ustawy budżetowej jest „prawdopodobna” (słowa Premiera), ale jej kształt i zakres będzie zależał zarówno od możliwości uzupełniania luki dochodowej wpływami niepodatkowymi i wypychania wydatków poza budżet państwa, jak i od rozstrzygnięcia pewnych wątpliwości prawnych. Po przekroczeniu 50% poziomu państwowego długu publicznego Ustawa o finansach publicznych (Artykuł 86) nakłada bowiem na Ministerstwo Finansów obowiązek przygotowania budżetu o nie większej relacji deficytu do dochodów. Nie jest jednak jasne, czy zapis ten (w sensie litery prawa) odnosi się również do nowelizacji ustaw budżetowych – interpretację twierdzącą podziela m.in. min. Osiatyński z Kancelarii Prezydenta.

Obecnie nowelizacja wydaje się rozwiązaniem nie tylko merytorycznie uzasadnionym, ale również politycznie akceptowalnym, a od strony public relations grunt został przygotowany wypowiedziami coraz to wyżej postawionych przedstawicieli sfery rządowej. Dodatkowo, decyzja KE o przyznaniu Polsce dwóch dodatkowych lat na redukcję deficytu SFP zdejmując większą część presji z Ministerstwa Finansów i zapewne pozwoli wygładzenie ścieżki konsolidacji fiskalnej w taki sposób, który odbije się na wzroście gospodarczym w jak najniższym stopniu. Dotyczy to zapewne również pozostałych podsektorów. Zgodnie z opublikowanymi wcześniej danymi na temat finansów JST, odnotowały one w I kwartale nadwyżkę rzędu 8 mld zł – jakkolwiek nie stanowi to zaskoczenia (taki jest wzorzec

sezonowy budżetów JST), za pozytywny sygnał należy uznać fakt, iż poprawa ich wyników tym razem nie odbywa się już kosztem strony wydatkowej (por. wykres poniżej).





EURUSD fundamentalnie

EURUSD poruszał się wczoraj w dość stabilnym paśmie 1,3313-1,3358. Dopiero w połowie sesji amerykańskiej notowania wystrzeliły do 1,3381 (z 1,3326), choć trudno przypisać temu ruchowi podłoże fundamentalne. Wczorajsze dane przeszły raczej bez echa (drobne umocnienie dolara w reakcji na nieco lepszy indeks NY Fed, sporo lepszy indeks HMI/NAHB). Inwestorzy czekają na Fed i wtedy też możemy się spodziewać większych ruchów na kursie - odnosimy wrażenie, że mimo wszystko w cenach już znajduje się spore prawdopodobieństwo dość gwałtownego komunikatu Fed. Oczekiwanie będą „umilać” dzisiejsze dane o inflacji oraz z rynku domów.

EURUSD technicznie

Bez zmian - inside day. Na dziennym kurs wydaje się gotowy do korekty w dół, jednak brak na razie dywergencji. Zapewne prze-testujemy jeszcze raz maksima 1,3390 zanim rynek dojrzeje do korekcyjnego spadku. Losy tej korekty mogą się właśnie ważyć na wykresie 4h. Wykres złamał (bokiem...) kanał wzrostowy, dywergencja kreśli się już od kilku dni a najbliższym wsparciem jest tylko środek wstęgi Bollingera (1,3334). Jego złamanie da zapewne sygnał do ataku niedźwiedziom. W takim wypadku kurs może znaleźć się z łatwością w okolicach 1,3179, gdyż właśnie tam jest pierwszy bastion obrony krótkoterminowego trendu wzrostowego (38,2% Fibo). Neutralnie, gdyż dzisiejsza gra będzie bardziej sztuką intraday.

Wsparcie	Opór
1,3334	1,3407
1,3260	1,3390
1,3179	1,3358

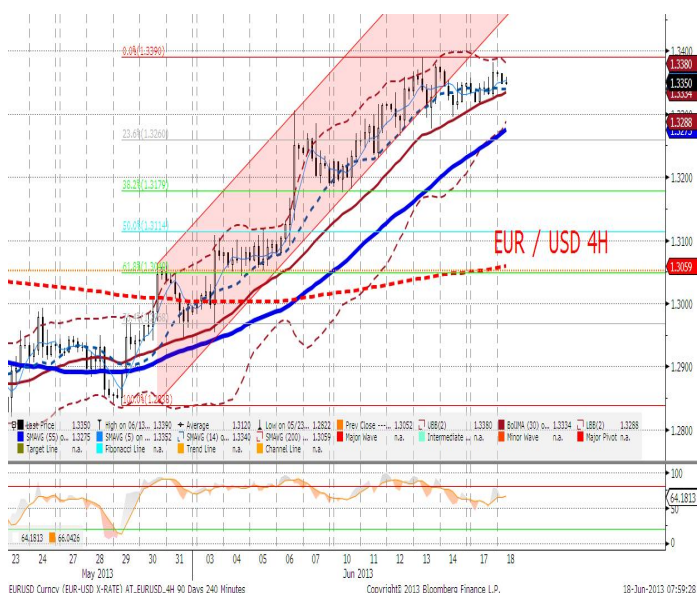
Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS



* 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.



EURUSD Currency (EUR-USD X-RATE) AT_EURUSD_D Daily 02FEB2012-01FEB2013 Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P. 18-Jun-2013 07:58:34





EURPLN fundamentalnie

EURPLN mocniejszy - prawdopodobnie w rytm oczekiwań na kontynuację poluzowania ilościowego przez Fed (niejako korekta ostatniej korekty) i tendencja ta powinna być kontynuowana także na dzisiejszym posiedzeniu. Reakcja na lepsze dane o bilansie płatniczym była umiarkowana, ale mimo wszystko pozytywna. Dziś publikacja informacji o rynku pracy (zatrudnienie, wynagrodzenia) - nie spodziewamy się, że dane wywołają jakąkolwiek większą reakcję na złotym.

EURPLN technicznie

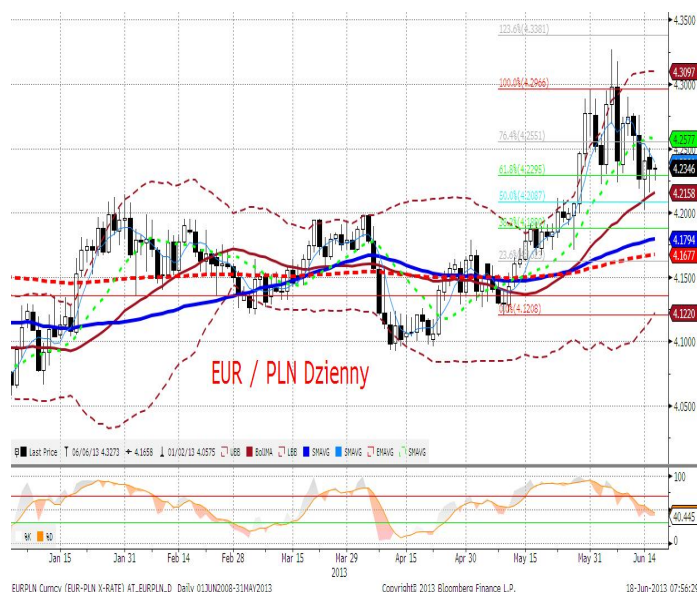
T/P po 4,2300 (zysk 140 pipsów, tak więc z nawiązką odrobiliśmy wczorajszą stratę i jesteśmy netto +80). Decydujemy się na wyjście, gdyż MA200 (okoliczności 4,22) jest zażarcie bronione i wygląda na to, że notowania na dziennym utknęły (na bazie close) w okolicach 61,8% Fibbo. Oscylator nadal wprawdzie pokazuje przestrzeń do ruchu w dół, jednak wolimy poczekać aż kurs wybije się z range, który obecnie prawdopodobnie ustali się na wykresie 4h (4,22-24/25).

Wsparcie	Opór
4,2313	4,2678
4,2150	4,2594
4,2033	4,2500

Czynnik krajowy* w EURPLN



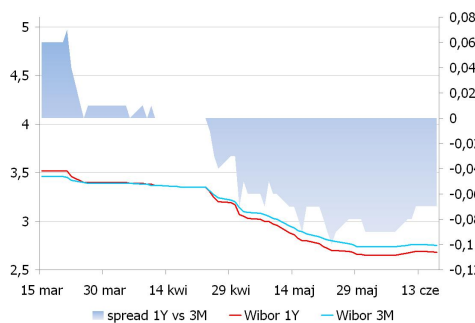
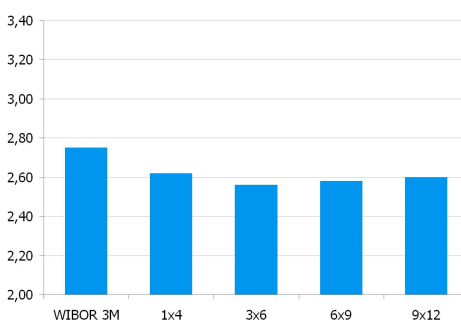
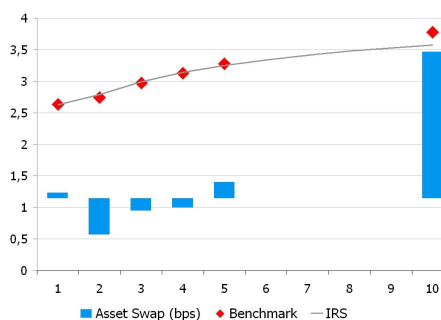
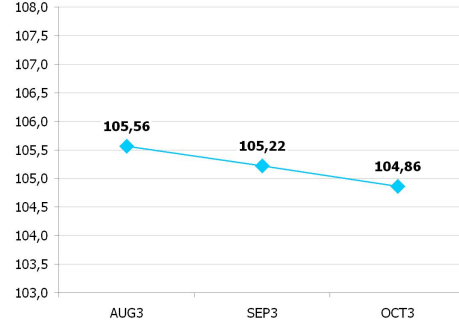
* Wykres przedstawia reszty z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartości dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki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





IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.61	2.64	ON	2.7	3.0	EUR/PLN	4.2316
2Y	2.765	2.82	1M	2.6	2.8	USD/PLN	3.1719
3Y	2.9651	3.02	3M	2.5	2.8	CHF/PLN	3.4368
4Y	3.115	3.17					
5Y	3.225	3.28					
6Y	3.3123	3.36					
7Y	3.3867	3.44					
8Y	3.451	3.50					
9Y	3.5043	3.55					
10Y	3.5501	3.60					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.60	2.65	EUR/USD	1.3367
1x4	2.56	2.62	EUR/JPY	126.36
3x6	2.50	2.56	EUR/PLN	4.2360
6x9	2.53	2.58	USD/PLN	3.1659
9x12	2.55	2.60	CHF/PLN	3.4276

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 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, KOOOPERANTÓW, 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.