



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	8.6
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt)	cze		38.1	36.4	38.5
14:00	POL	Place r/r (%)	maj	2.3	2.6	3.0	2.3
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	maj	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9
14:30	USA	Inflacja r/r (%)	maj		1.4	1.1	1.4
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	maj		950	854	914
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	maj		975	1005 (r)	974
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	0.25
20.06.2013 CZWARTEK							
3:45	CHN	PMI w przemyśle wstępny (pkt)	cze		49.1	49.2	48.3
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 o 14:00 opublikowany zostanie opis dyskusji na czerwcowym posiedzeniu RPP. Spodziewamy się, że Minutes w warstwie oceny bieżącej będą dość gołębie - trudno w tej chwili o optymizm co do stanu gospodarki, a dynamiczny spadek inflacji z pewnością pozostaje przedmiotem troski dla Rady. Z drugiej strony, sygnalizowane przez członków Rady i prezesa Belkę kwestie końca cyklu poluzowania i roli nowej projekcji znajdują odzwierciedlenie w Minutes.

• **Gospodarka globalna.** Dzień upłynie pod znakiem wstępnych odczytów indeksów PMI ze strefy euro. Oczekiwania na PMI, jak również na wskaźnik koniunktury konsumenckiej (publikacja w godzinach popołudniowych) są dość ostrożne (nieznaczne wzrosty) i wydaje się, że mają szansę się spełnić. Warto przy tym zwrócić uwagę nie tylko na dwa największe państwa strefy, ale również na jej peryferia - w poprzednim miesiącu doszło do zaskakującej kompresji różnic między rdzeniem a peryferiami. W Stanach Zjednoczonych dziś warto zwrócić uwagę na dane na temat sprzedaży domów na rynku wtórnym oraz na kolejny z regionalnych wskaźników koniunktury - tym razem z okręgu filadelfijskiego.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- Belka: Stopy procentowe są bliskie poziomowi adekwatnemu w danej sytuacji, a RPP jest bliska zakończenia cyklu luzowania polityki pieniężnej. Nie jest wykluczone, że w lipcu może dojść do kolejnej redukcji stóp, choć wiele zależy od tego, co pokaże projekcja inflacyjna.
- GUS: Produkcja przemysłowa w maju spadła o 1,8 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem spadła o 0,7 proc. Produkcja przemysłowa w maju 2013 roku spadła w 18 działach gospodarki na 34 klasyfikowane przez GUS. (**więcej w sekcji analizy**)
- USA: Polityka monetarna bez zmian. Ocenia się, że ryzyko pogorszenia się sytuacji w gospodarce USA spadło w porównaniu do jesieni ubiegłego roku (**więcej w sekcji analizy**).
- Chiny: Indeks PMI w czerwcu spadł z 49,2 do 48,3 pkt. Oczekiwano 49,1 pkt. (wstępne wyliczenia)

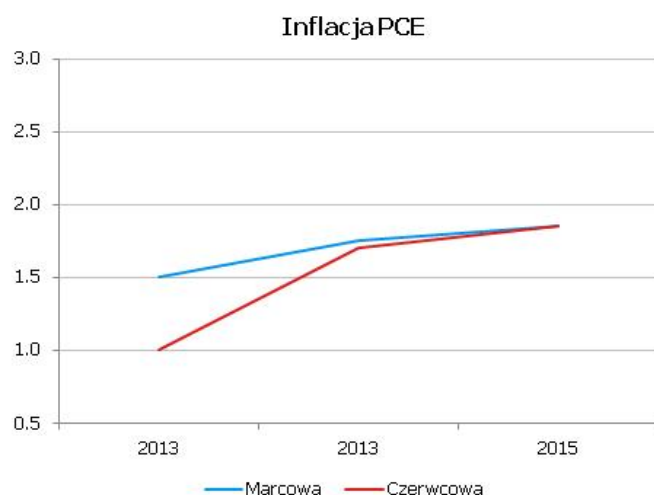
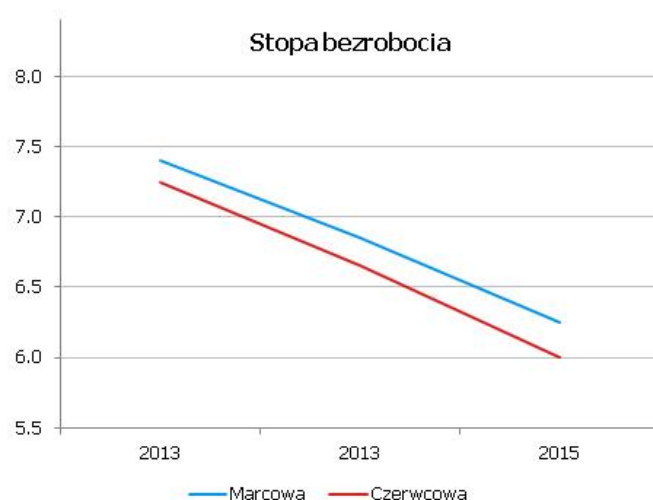
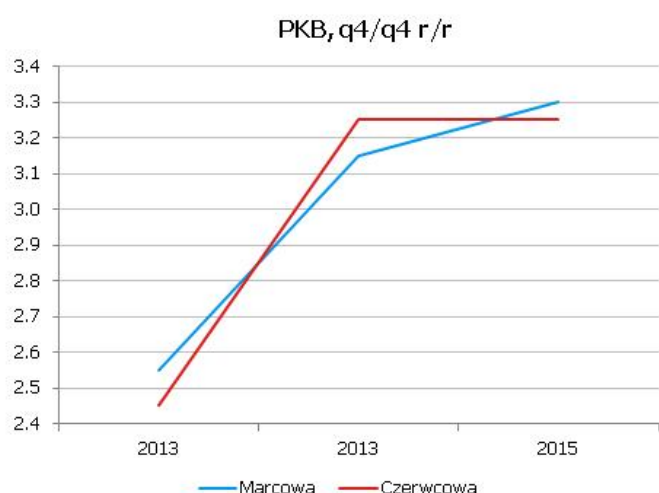
Decyzja RPP (3.07.2013)		Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.		Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps		0%		GERGB 10Y	1.564	-0.005
stopy bez zmian		0%		USAGB 10Y	2.371	0.016
obniżka 25 bps		100%		POLGB 10Y	3.890	-0.010
PROGNOZA BRE		obniżka 25 bps		Dotyczy benchmarków Reuters		

Fed podtrzymuje chęć ograniczenia QE.

Na wczorajszym posiedzeniu Fed utrzymał dotychczasowe parametry polityki monetarnej (stopa referencyjna na poziomie 0-0,25% oraz zakupy obligacji w skali 85 mld dolarów miesięcznie. Potwierdzono również chęć utrzymania zerowych stóp do momentu spadku stopy bezrobocia do poziomu 6,5%. W komunikacie odnajdujemy istotne zmiany w stosunku do poprzedniego. Fed jest duuużo bardziej optymistyczny co do trwałości ożywienia (pomimo nieznacznego obniżenia projekcji PKB – projekcje PKB, stopy bezrobocia i inflacji PCE zestawiamy na wykresach) i wskazuje na spadek ryzyka dla optymistycznego scenariusza (w tym scenariusza dla rynku pracy). Co ciekawe diagnoza ta została zakwestionowana przez (gołębiego) Bullarda, który dołączył do (jastrzębiej) Esther Gorge nie głosząc za treścią komunikatu.

Oczywiście tym na co inwestorzy czekali była konferencja szefa Fed. Bernanke nie wycofał się ze swoich wcześniejszych komentarzy i zapowiedział ograniczenie (jeszcze w 2013) i potem (w 2014) zakończenie stymulacji ilościowej. Bernanke oczywiście podkreślił warunkowość strategii ograniczania QE i to, że ciągle rosnąć będzie bilans Fed (a potem przez dłuższy czas utrzymany zostanie na obecnych rozbuchanych poziomach).

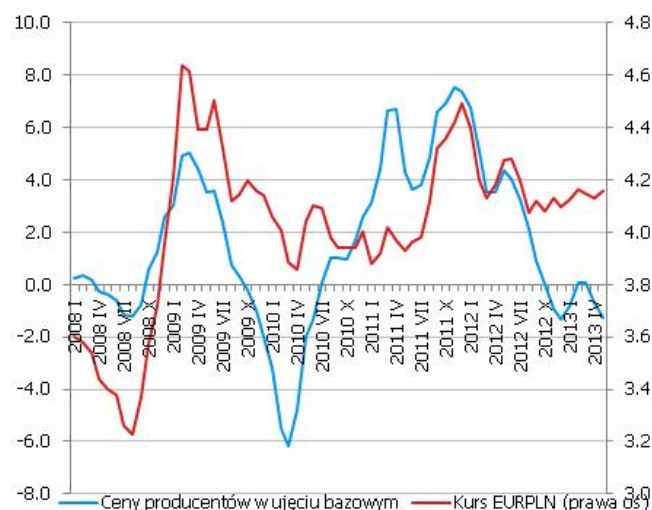
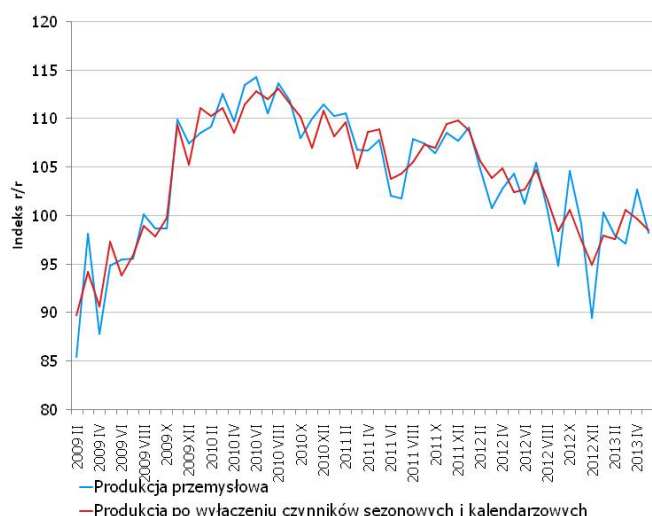
Choć zakład o politykę Fed pozostaje de facto zakładem o sekwencję danych (a te, choćby ISM mogą przynieść niemiłe zaskoczenia – nie mówiąc już, poszerzając spektrum analizy, o słabnących Chinach) determinacja po stronie odchodzącego w tym roku Bernanke, aby zainicjować ograniczenie QE będzie duża. Strategia Fed prawdopodobnie skutkować będzie wyższą zmiennością na rynkach (negatywne dla szerokiej klasy aktywów EM, w tym polskich obligacji) i prawdopodobnie przełoży się na wyższe długookresowe stopy procentowe na rynkach bazowych.



Produkcja znów na minusie. Największy spadek produkcji budowlanej i cen producentów w historii.

W maju produkcja przemysłowa spadła o 1,8% r/r wobec +2,7% r/r zanotowanych w kwietniu (rynek oczekiwał -1,9%). W ujęciu odsezonowanym spadek wyniósł 1,5% r/r wobec 0,3% r/r zanotowanych w poprzednim miesiącu. Właściwie to odsezonowane dane robią bardziej przygnębiające wrażenie niż sam headline.

Na spadek produkcji przemysłowej wpływ miały ujemna różnica w liczbie dni roboczych oraz wysoka baza z poprzedniego roku (łatwa do dostrzeżenia, w szczególności w produkcji żywności, która wystrzeliła w górę tuż przed EURO2012). Naszym zdaniem wskaźniki (również odsezonowane) mogły być zaniżone przez długie weekendy (tradycyjnie nie ujmowane prawidłowo w procedurach odsezonowania). Z tego względu majowe dane z przemysłu nie są aż tak złe, jak może się to wydawać na pierwszy rzut oka.



Spadek produkcji przemysłowej nastąpił w 18 spośród 34 sekcji i koncentrował się w sekcjach o charakterze eksportowym (urządzenia i maszyny, metale, komputery); dość mocno kontrastuje to ze słowami prezesa Belki, który w bliżej nam nieznanym statystykach widzi ożywienie eksportowe (w istotnie na rachunku bieżącym za dodatni rachunek handlowy odpowiedzialny jest słaby import, a nie znacznie lepszy eksport). Wzrost produkcji nastąpił natomiast w sekcji pojazdów samochodowych, która to sekcja najwyraźniej już minęła najniższy punkt cyklu. Dane z gospodarki niemieckiej oraz peryferii strefy euro, gdzie następuje wyraźne odejście od bezwarunkowego zacieśnienia fiskalnego sugerują, że i polski przemysł może wychodzić z dołka. W kolejnych miesiącach pewne, marginalnie istotne znaczenie może tu mieć również powolna odbudowa popytu wewnętrznego, w tym konsumpcji prywatnej.

PPI spada najszybciej w historii Ceny producentów spadły o 2,5% w ujęciu rocznym – zgodnie z naszą prognozą. W samym przetwórstwie spadek wyniósł 2,1% r/r. Ciekawsze jest jednak spojrzenie na dynamikę cen producentów w przetwórstwie przemysłowym, ale po wyłączeniu cen produktów ropopochodnych (ceny producentów w ujęciu bazowym). Okazuje się, że także w takim ujęciu odnotowujemy systematyczne spadki (ostatni o 1,3% r/r). Tak liczona dynamika cen producentów (zwykle bardzo wrażliwa na działanie czynników kursowych), obecnie niezbyt mocno reaguje na zmiany kursu walutowego (patrz rysunek).

Albo zmiany kursowe są zbyt małe (jeśli tak, to wspomnianą relację będzie można sfalsyfikować w czerwcu, kiedy kurs wyraźnie się osłabił), albo walka konkurencyjna dostatecznie zażarta, aby trzymać ceny w ryzach (pośrednio informuje nas to o skali spowolnienia, która wciąż jest bardzo duża). Uważamy, że dominującym czynnikiem jest na razie ten drugi efekt. Niemniej jednak wygasanie efektów bazowych z ubiegłego roku będzie prowadziło do stopniowego przyspieszenia dynamiki cen producentów w ujęciu rocznym już od przyszłego miesiąca.

Depresja w budownictwie Produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu r/r aż o 27,6% (-27,1% po wyłączeniu wpływu czynników sezonowych) - jest to najgłębszy spadek w historii szeregu. Częściowo złożyła się na to niekorzystna różnica dni roboczych, ale kluczowym czynnikiem był szczyt wysokiej bazy statystycznej uformowanej przez przygotowania do Euro 2012 (czytelnicy mogą pamiętać np. niewiarygodną mobilizację wykonawców na A2) i wzmożoną aktywność deweloperów w I połowie 2012 roku. W kolejnych miesiącach dynamika produkcji budowlano-montażowej będzie stopniowo rosła, choć tempo wydźwignięcia się sektora z zapaści na nikim nie zrobi wrażenia – pierwszy plus w dynamikach r/r możemy zobaczyć dopiero w grudniu b.r. (sic!). Będzie to jednak pokłosie stabilizacji aktywności inwestycyjnej na niskich poziomach, a nie jej przyspieszenia – to przyjdzie zapewne dopiero w 2014 r., wraz z uruchomieniem środków rządowych (pierwsze przetargi drogowe zostały już ogłoszone). W budownictwie mieszkaniowym nie widać jaskółek ożywienia – opublikowane w dniu wczorajszym dane GUS wskazują, że aktywność inwestorów w zakresie pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów pozostaje na bardzo niskich poziomach.

Podtrzymujemy prognozę obniżki stóp na lipcowym posiedzeniu RPP Dane o produkcji przemysłowej i budowlanej wskazują na zbliżoną dynamikę PKB w II kwartale do tej osiągniętej w kwartale I, czyli około 0,5% r/r. Dzisiejsze dane neutralne dla rynku: minus to minus i jak najbardziej wpisuje się w już zadeklarowaną przez RPP obniżkę stóp procentowych w lipcu. Skala obniżki to prawdopodobnie 25pb, choć prawdopodobieństwo ruchu o 50pb jest również duże i wpisywałoby się nawet lepiej w preferowaną przez część RPP komunikacyjną strategię ogłoszenia końca cyklu poluzowania monetarnego.



EURUSD fundamentalnie

Stało się. Dokładnie tak jak spodziewaliśmy się, po decyzji FOMC EURUSD zanurkował w dół. W pierwszej kolejności (komunikat) inwestorzy realizowali naszym zdaniem zyski z pozycji nastawionych na właśnie taki wydźwięk komunikatu (poprawa w sferze realnej), kolejne minuty to już reakcja na relatywnie jastrzębią konferencję prasową Bernanke (zmniejszenie zakupów w 2013 roku, zakończenie w połowie 2014 roku). W konsekwencji EURUSD został wyprzedany do 1,3250 z 1,3400 tuż przed godziną 20:00. Umocnienie dolara nastąpiło na wszystkich parach walutowych. Reakcja rynkowa była relatywnie gwałtowna - dopiero w najbliższych dniach inwestorzy prawdopodobnie zastanowią się dlaczego Fed ignoruje słabnący ISM, co będzie gdy gospodarka chińska będzie się nadal schładzać (patrz dzisiejszy PMI) i jak bardzo prawdopodobne jest osiągnięcie tempa wzrostu gospodarki amerykańskiej w IV kwartale tego roku na poziomie około 2,4% (to akurat r/r, a nie SAAR) oraz 3,0-3,5% w 2014 roku, gdyż od tego zależy realizacja scenariusza nakreślonego przez prezesa. Uważamy, że losy QE są dalekie od zdeterminowanych - oznacza to kontynuację sporej zmienności na kursie.

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 technicznie

Impuls ze strony fundamentalnej (FOMC) przyniósł kres dwudniowemu trzepotaniu się kursu wokół 1,34. Reversal jest imponujący - na wykresie dziennym w dwóch ruchach zanegowano prawie dwa tygodnie wzrostów. Na 4H z dymem poszło MA55 (1,3314) i pierwszy szczybel lokalnego FIBO (1,3280). Oscylator się rozpędza i być może obserwujemy właśnie głębszą korektę ostatniego trendu wzrostowego. Następne wsparcie kursu powinien znaleźć na 1,3195 (FIBO 38,2%). Poziomy opór to teraz niedawne wsparcia. Z oczywistych względów na razie pozostajemy neutralni.

Wsparcie	Opór
1,3212	1,3416
1,3195	1,3313
1,3127	1,3280





EURPLN fundamentalnie

Gwoli porządku wspominamy tylko, że złoty nie zareagował na publikowane wczoraj dane krajowe. Podstawową determinantą kursu był komunikat FOMC - zgodnie z naszymi oczekiwaniami EURPLN poszybował w górę na fali oczekiwań na zmniejszenie QE (patrz komentarz w sekcji analizy, patrz komentarz do EURUSD). Jako że startujemy dziś z okolic 4,29 gra potocznie się prawdopodobnie o interwencji NBP - jeśli jednak wystąpią, to tym razem czym NBP będzie się tłumaczył? Grą przeciwko oczekiwaniom na wycofanie stymulacji Fed? Wody opadają i wiadać kto pływał nago, cytując Warrena Buffeta. Złoty powraca do cykliczności, gdyż jego nadspodziewana siła była pokłosiem właśnie łatwego pieniądza i jego wylewania się na polski rynek długu. Nie wydaje nam się jednak, że scenariusz ten będzie grany długo. Jeśli faktycznie pojawi się wzrost w USA, rynki zaakceptują mniejszą stymulację, jeśli się nie pojawi - Bernanke zaakceptuje dłuższe zakupy. Czas gra na korzyść złotego, gdyż w miarę odbudowy popytu wewnętrznej reakcja na zmiany podaży łatwego pieniądza (czyt. powrót do cykliczności) będzie mniej bolesny.

EURPLN technicznie

W górę (awersja do ryzyka tym razem uchroniła nas przed stratami). Mamy więc złamanie kanału spadkowego na 4H, który tak precyzyjnie wyznaczał górne ograniczenie dla ruchów EURPLN przez większą część dnia i złamanie dwóch szczybli FIBO w perspektywie czterogodzinowej (4,2678 i 4,2905). Oscylator po zawróceniu ma jeszcze dużo miejsca na wzrost. Na drodze do górnego ograniczenia ostatniego range nie ma już żadnych oporów poza psychologicznym poziomem 4,30. Dziś rynek będzie testował górne ograniczenie range i wolę NBP. Neutralnie, warto trzymać się z daleka od walk gigantów.

Wsparcie	Opór
4,2905	4,4200
4,2678	4,3277
4,2535	4,3200

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	2.63	2.68
2Y	2.84	2.89
3Y	3.03	3.08
4Y	3.19	3.24
5Y	3.31	3.36
6Y	3.405	3.46
7Y	3.485	3.54
8Y	3.555	3.61
9Y	3.615	3.67
10Y	3.665	3.72

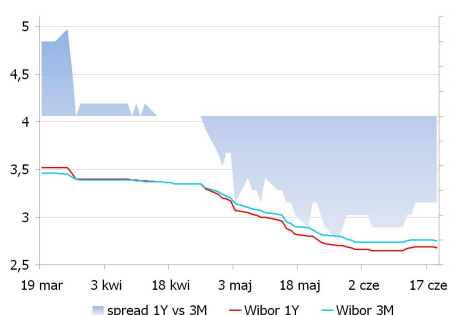
depo	BID	ASK
ON	2.7	3.0
1M	2.5	2.8
3M	2.5	2.8

FRA	BID	ASK
1x2	2.65	2.70
1x4	2.59	2.63
3x6	2.52	2.57
6x9	2.54	2.59
9x12	2.61	2.66

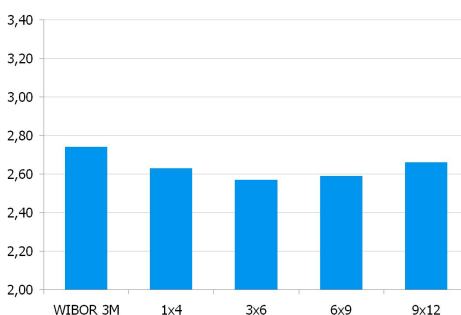
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2563
USD/PLN	3.1777
CHF/PLN	3.4535

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3294
EUR/JPY	128.22
EUR/PLN	4.2885
USD/PLN	3.2255
CHF/PLN	3.4754

WIBOR 3M i 1Y



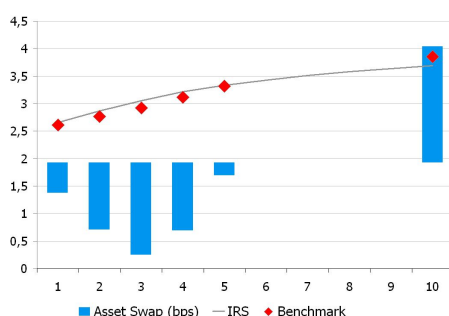
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



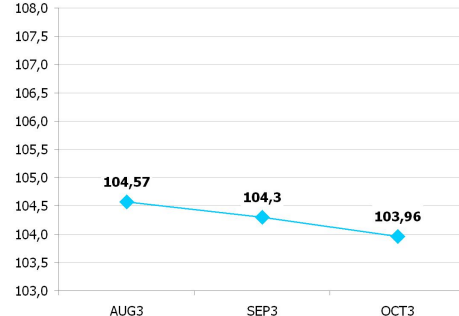
Asset swap i IRS



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 OPINIAMİ 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.