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 Ziembińska
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		
24.06.2013 PONIEDZIAŁEK							
10:00	GER	Indeks Ifo - oczekiwania (pkt)	cze		102.0	101.6	
10:00	GER	Indeks Ifo - sytuacja bieżąca (pkt)	cze		109.4	110.0	
25.06.2013 WTOREK							
10:00	POL	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	maj	-1.2	0.0	-0.2	0.5
10:00	POL	Stopa bezrobocia (%)	maj	13.6	13.7	14.0	13.5
14:00	HUN	Decyzja Banku Węgier (%)	cze		4.25	4.50	4.25
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe m/m (%)	maj		3.0	3.6 (r)	3.0
15:00	USA	Indeks CaseShiller r/r (%)	kwi		10.6	10.9 (r)	12.1
16:00	USA	Koniunktura konsumencka CB (pkt)	cze		75.2	76.2 (r)	81.4
16:00	USA	Sprzedaż domów na r. pierwotnym SAAR (tys.)	maj		460	466 (r)	476
26.06.2013 ŚRODA							
8:00	GER	Koniunktura konsumencka GfK (pkt)	lip		6.5	6.5	6.8
14:30	USA	PKB kw/kw SAAR *trzeci odczyt* (%)	Q1		2.4	2.4	1.8
27.06.2013 CZWARTEK							
9:55	GER	Stopa bezrobocia (%)	cze		6.5	6.5	
10:00	EUR	M3 r/r (%)	maj		2.9	3.2	
11:00	EUR	Wskaźnik ESI (pkt)	cze		90.5	89.4	
13:00	CZE	Decyzja Banku Czech (%)	cze		0.05	0.05	
14:30	USA	Dochody osobiste m/m (%)	maj		0.2	0.0	
14:30	USA	Wydatki osobiste m/m (%)	maj		0.3	-0.2	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE r/r (%)	maj		1.1	1.1	
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	22.06		350	354	
16:00	USA	Umowy na sprzedaż domów m/m (%)	maj		1.0	0.3	
28.06.2013 PIĄTEK							
0:30	JAP	CPI r/r (%)	maj		-0.4	-0.7	
0:50	JAP	Produkcja przemysłowa m/m (%)	maj		0.2	0.9	
14:00	POL	Oczekiwania inflacyjne (%)	cze	0.7	0.7	0.9	
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	Q1	-3200	-2645	-3477	
14:00	GER	CPI r/r *wstępny* (%)	cze		1.8	1.5	
15:45	USA	Chicago PMI (pkt)	cze		55.0	58.7	
15:55	USA	Wskaźnik koniunktury konsumenckiej U.Michigan *final* (pkt)	cze		83.0	82.7	

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka globalna.** Za najważniejsze należy uznać publikowane dziś dane na temat wydatków i dochodów konsumenckich warto zwrócić szczególną uwagę - jeżeli oczekiwania rynku się zrealizują, obserwowane od początku roku słabnięcie konsumpcji z miesiąca na miesiąc ulegnie odwróceniu. W strefie euro warto odnotować dane z niemieckiego rynku pracy - wprawdzie oczekiwania wskazują na ciąg dalszy stabilizacji sytuacji (co na tle innych państw eurolandu faktycznie należy uznać za "cud"), ale sygnały płynące z danych PMI są w kontekście rynku pracy jednoznacznie negatywne, dlatego nieprzyjemna niespodzianka nie jest wykluczona.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• MF i MPiPS proponują, by środki z OFE na 10 lat przed wiekiem emerytalnym były stopniowo przenoszone do ZUS, a ZUS by środki waloryzował i wypłacał emeryturę. (**więcej w sekcji analizy**)
• Rostowski: Raport o OFE proponuje trzy warianty zamian w OFE. Dwa warianty dotyczącą dobrowolności, trzeci umorzenia obligacji zgromadzonych w OFE. Rząd wybierze wariant zmian w OFE po konsultacjach społecznych, które potrwają co najmniej 30 dni. (**więcej w sekcji analizy**)
• USA: Produkt Krajowy Brutto USA wzrósł w I kwartale 2013 roku o 1,8 proc. w ujęciu zanualizowanym kdk - podał Departament Handlu USA w kolejnym wyliczeniu. Analitycy spodziewali się wzrostu PKB w I kwartale 2013 roku o 2,4 proc. w ujęciu zanualizowanym kdk. (**więcej w sekcji analizy**)

Decyzja RPP (3.07.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	0%
obniżka 25 bps	100%
PROGNOZA BRE	**obniżka 25 bps**

Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.803	0.006
USAGB 10Y	2.537	0.000
POLGB 10Y	4.419	-0.094

Dotyczy benchmarków Reuters

Propozycje zmian w OFE - najbardziej prawdopodobne scenariusze i skutki rynkowe

W przedstawionym wczoraj przeglądzie funkcjonowania systemu emerytalnego poza (chyba powszechnie oczekiwaną) propozycją dot. sposobu wypłat emerytur z filara kapitałowego znalazły się rekomendacje zmian w systemie emerytalnym, czyli gruntowna przebudowa filara kapitałowego. Co do sposobu wypłat zaproponowano stopniowe przenoszenie środków z OFE na subkonto w ZUS na 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego i wypłata świadczenia emerytalnego oraz jego waloryzacja na takich samych zasadach, jak obowiązujące w I filarze. Było to rozwiązania oczekiwane przez analityków i inwestorów. Co do przebudowy części kapitałowej systemu pojawiły się trzy propozycje:

1. Likwidacja części nieakcyjnej OFE, czyli przeniesienie części aktywów OFE ulokowanych w obligacjach do ZUS i następne umorzenie obligacji. OFE straciłyby prawo inwestowania pozostałej części aktywów w obligacje skarbowe. Zmienione zostają benchmarki i limity dla OFE.
2. Dobrowolność udziału w OFE, czyli przeniesienie aktywów tych uczestników, którzy wybiorą ZUS z OFE i następujące umorzenie obligacji i stopniowa sprzedaż akcji.
3. Dobrowolność udziału w OFE z dodatkową składką (tak jak w wariancie 2, tylko z koniecznością odprowadzenia dodatkowej składki przez tych uczestników, którzy pozostaną w OFE).

Szczegółowo każda z propozycji (i postrzegane przez zalety) omówiona została na stronach 86-91 raportu. Poniżej postaramy się jedynie naszkicować możliwe skutki rynkowe każdej z opcji i ocenić, która opcja jest najbardziej prawdopodobna.

Po pierwsze, propozycje wydaja się być, co do efektu netto, bardziej negatywne dla rynku obligacji niż akcji. Może się tak okazać przede wszystkim dlatego, że rynek akcji w dużej mierze zdyskontował już czarny scenariusz w sprawie OFE (rozwiązanie OFE). Rynek obligacji temat ten do tej pory ignorował.

W przypadku pierwszej opcji należałoby liczyć się z istotnym spadkiem płynności rynku (OFE mają w swoim portfelu ok. 120 mld zł obligacji rządowych) i przesunięciem struktury w stronę nierezydentów, co mogłoby w większym niż do tej pory stopniu wystawić polskie obligacje na zmiany globalnych nastrojów. W takiej sytuacji zarówno MF, jak i NBP musiałyby bardziej aktywnie zarządzać długiem i prawdopodobnie kursem walutowym (przykład choćby Rumunii, gdzie udział nierezydentów potroił się w ostatnich 4 latach). Prawdopodobne byłoby również wystromienie krzywej dochodowości za sprawą eliminacji OFE, mających preferencję dłuższej duration. W przypadku realizacji opcji 1 łatwiej i natychmiastowo można byłoby zmniejszyć relację długu do PKB (automatyczne umorzenie obligacji), co mogłoby wspierać rating polskiego długu. Opcja nr 1 jest bardzo korzystna dla rynku akcji i obligacji komercyjnych (brak konieczności zmniejszenia zaangażowania OFE w te instrumenty).

W przypadku opcji 2 i 3 kluczowa jest skala odpływu uczestników do ZUS (może być znaczna ze względu na konieczność ponownego zapisania się do OFE i domyślnego przypisania do ZUS wszystkich uczestników). Opcja ta jest raczej negatywna zarówno dla akcji, jak i obligacji. Jej wadą (dla Rządu) jest niepewność co do skali odpływu uczestników z OFE, a wiec i potencjalnej redukcji długu. Skomplikowaną kwestią wydaje się też pasywne zarządzanie częścią przejętych przez ZUS akcji i ich stopniowa sprzedaż na rynek. Akcje posiadane przez ZUS nie będą obniżały długu publ. do czasu ich sprzedaży i wykupu obligacji.

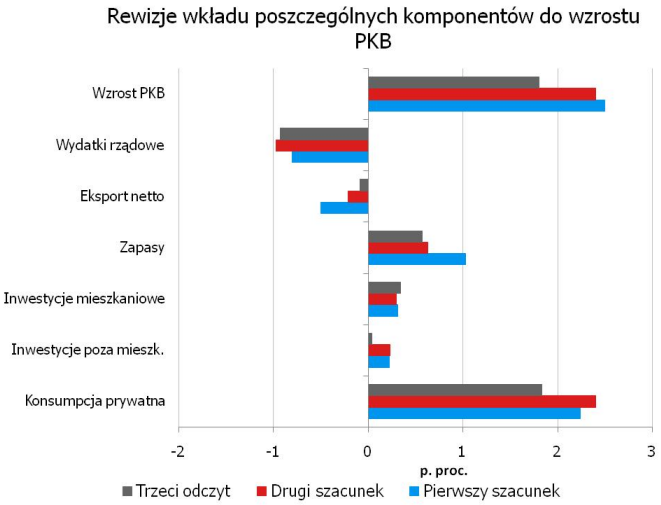
Odnosimy wrażenie, że dominuje pogląd, ze Rząd wybierze wariant 2 lub 3, a więc dobrowolne uczestnictwo w OFE. Pogląd ten został zresztą wzmocniony przez D. Tuska, który w dość nieprecyzyjny sposób wypowiedział się za dobrowolnością wyboru. Myślimy jednak, ze wybór tej opcji nastręczałby wiele problemów technicznych oraz wystawiał Rząd na krytykę ze strony OFE i części ekspertów, co dodatkowo mogłoby kosztować Rząd spadek poparcia i czynić efekt zmian w OFE i skalę redukcji długu wielce niepewnymi. Dlatego też myślimy, że Rząd zdecyduje się na bardziej automatyczny wariant 1, gdzie skala redukcji długu do PKB jest z góry znana (11 p. proc.), nie istnieje ryzyko rozciągniętej w czasie, de facto antyrządowej kampanii a, jak to określono w rządowym raporcie, OFE inwestują w realną gospodarkę (nie zaś rolują dług publiczny).

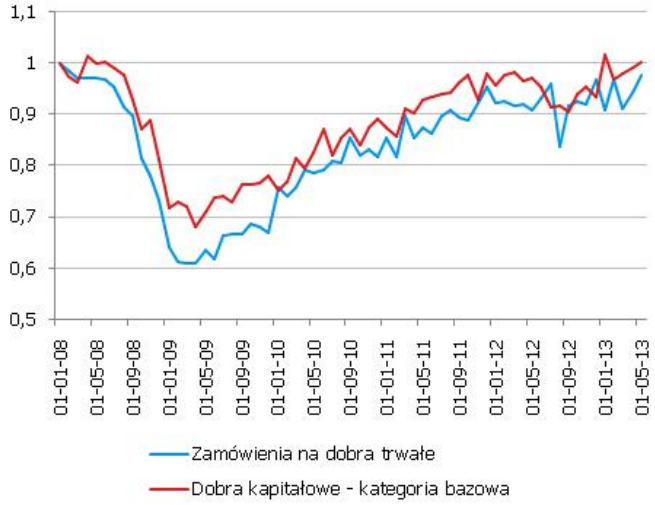
Wybór finalnej opcji może zająć Rządowi nawet 3 miesiące, ustawa prawdopodobnie nie będzie gotowa przed końcem roku. Prawdopodobne jednak jest, że OFE mogą (albo inwestorzy będą wierzyli, że tak OFE czynią) już zwiększać zaangażowanie w instrumenty inne niż papiery dłużne SP, chroniąc w ten sposób większą część swoich aktywów przed transferem do ZUS. Skutkiem takich działań lub oczekiwań co do takich działań byłaby presja na wzrost rentowności polskich obligacji (i wsparcie dla rynku akcji). Zauważmy jednak, że czynnik ten może pozostać drugorzędny wobec zmian rentowności obligacji na rynkach bazowych.

Zaskakująco słaby I kwartał w Stanach Zjednoczonych

Trzeci (ostatni z serii kwartalnych szacunków) odczyt PKB przyniósł rewizję w dół tempa wzrostu amerykańskiej gospodarki w I kwartale – z 2,4% do zaledwie 1,8% w ujęciu kwartał do kwartału. Jest to negatywna niespodzianka, co znalazło odzwierciedlenie w krótkotrwałej reakcji rynków, jasno wskazującej na (przejściowy) powrót oczekiwań na przedłużenie stymulacji monetarnej przez Fed.

Głównym winowajcą rewizji są tym razem wydatki konsumpcyjne – ich wzrost zrewidowano w dół z 3,2 do 2,4%. Prawdę powiedziawszy, wartość podana w drugim szacunku wydawała się mało prawdopodobna, biorąc pod uwagę trajektorię sprzedaży detalicznej i wchodzące w życie od początku roku podwyżki podatków. Tym niemniej, wzrost nakładów na dobra konsumpcyjne (w tym dobra trwałe) pozostaje solidny, a najistotniejszym źródłem zmienności pomiędzy ostatnimi szacunkami PKB jest kategoria "inne usługi konsumpcyjne", obejmująca m.in. wydatki na usługi telekomunikacyjne, edukacyjne oraz doradcze i profesjonalne. Spadek tutaj jest znaczący i bez bardzo szczegółowych danych trudno ocenić, czy mamy do czynienia ze zdarzeniem jednorazowym. Problem trwałości popytu konsumpcyjnego jest jednak dość istotną kwestią w dyskusji na temat perspektyw amerykańskiej gospodarki i zapewne więcej na jego temat będziemy mogli powiedzieć po dzisiejszych danych na temat wydatków konsumpcyjnych w maju.





Pozostałe kategorie raczej bez zaskoczeń: wkład kategorii rezydualnych pozostał z grubsza niezmieniony (spadek dodatniej kontrybucji zapasów i zmniejszenie negatywnego wkładu eksportu netto); inwestycje mieszkaniowe wykazują doskonałą niemal stabilność; wkład prywatnych inwestycji poza sektorem mieszkaniowym zrewidowano praktycznie do zera (po wystrzale w IV kwartale poprzedniego roku słaby wynik nie powinien dziwić); hamulec fiskalny pozostaje bardzo istotnym czynnikiem hamującym wzrost (wydatki rządowe odjęły 0,9 p. proc.). Skądinąd wiadomo (sekwester), że tak również pozostało w II kwartale.

Do zestawu dostępnych informacji o II kwartale w poniedziałek dołączyły dane na temat zamówień na dobra trwałe w maju. Zgodnie z oczekiwaniami, zamówienia headline wzrosły o 3,0%, w dużej mierze dzięki wzrostowi zamówień na środki transportu ("winnym" tym razem jest Boeing), ale kategorie bazowe utrzymały solidną, dodatnią dynamikę. Niezależni od tego, jaki układ dóbr bazowych wybierzemy, wartość zamówień pozostaje w trendzie wzrostowym od września poprzedniego roku, co jest pozytywnym sygnałem i sugeruje co najmniej brak istotnej kontrakcji produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach. Wstępnie (w oparciu o dostawy bazowych dóbr kapitałowych) można szacować dynamikę inwestycji prywatnych w II kwartale na bliską zeru lub nieznacznie dodatnią, jeżeli tylko czerwiec nie przyniesie w tej materii dużego załamania. Wobec tego (i biorąc pod uwagę bardzo prawdopodobną stabilność inwestycji mieszkaniowych) kluczowa z punktu widzenia skali spowolnienia w II kwartale jest konsumpcja prywatna.

Negatywna niespodzianka dotycząca I kwartału stawia pod znakiem zapytania optymistyczną projekcję Fed dotyczącą wzrostu w tym roku. Jeżeli II kwartał okaże się słabszy od I – a bieżący zbiór informacyjny tak sugeruje, to jedynie istotne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w II połowie roku pozwoli "uratować" aktualną projekcję. Ewentualna rozbieżność będzie mieć jednak mniejsze znaczenie niż mogą sobie to wyobrażać inwestorzy – wiele wskazuje na to, że elastyczność decyzji o ograniczeniu stymulacji monetarnej na dane jest mała. Jak wskazywaliśmy już w zeszłotygodniowym komentarzu dotyczącym FOMC, w tej chwili kluczowe pytanie brzmi nie "Jak dobre dane przekonają Fed do wycofania kroplówki?", a raczej "Jak złe dane przekonają Fed do jej niewycofywania?".

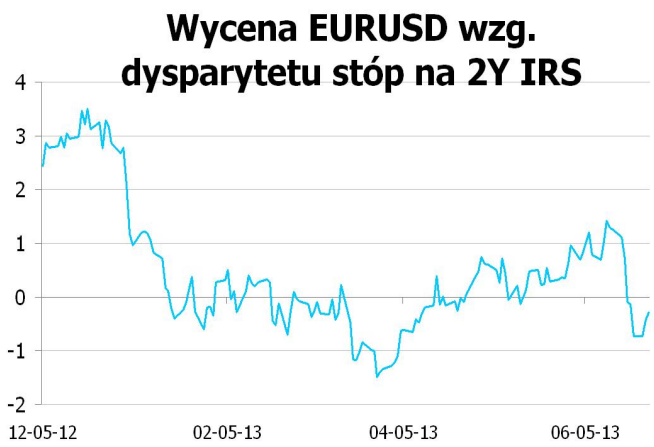
EURUSD fundamentalnie

EURUSD złamał wczoraj ważny poziom techniczny (1,3060/70), do czego przyczyniła się gorsza publikacja amerykańskiego PKB (III odczyt, więcej w sekcji analizy) polana sosem raczej gołębich komentarzy ECB. Tak jak pisaliśmy wczoraj, inwestorzy po prostu powoli budują pozycje dolarowe i ten trend będzie trwał (dość spontaniczne reakcje na dane - nie łudźmy się - z II ligi sugerują, że trend jest silny). Podtrzymujemy nasz pogląd, że najbliższy większy ruch (w jedną lub drugą stronę) zrealizuje się dopiero po danych za pierwszej ligi, których publikacja nastąpi w przyszłym tygodniu (ISM, NFP). Do tego czasu grawitacja (trend) powinna ściągać kurs w dół.

EURUSD technicznie

Przebicie węzła średnich sugeruje, że nie załapiemy się na upragnioną korektę w celu zajęcia pozycji short. Kolejny przystanek w dół to 1,2973 a później już tylko lokalne minima 1,2744. Od góry notowań strzec powinien przełamany wczoraj węzeł średnich (1,3070). Próbujemy pozycji short EURUSD na obecnych poziomach (1,3024, S/L 1,3090, T/P na poziomie 1,2744).

Wsparcie	Opór
1,2985	1,3228
1,2973	1,3114
1,2744	1,3070



* 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

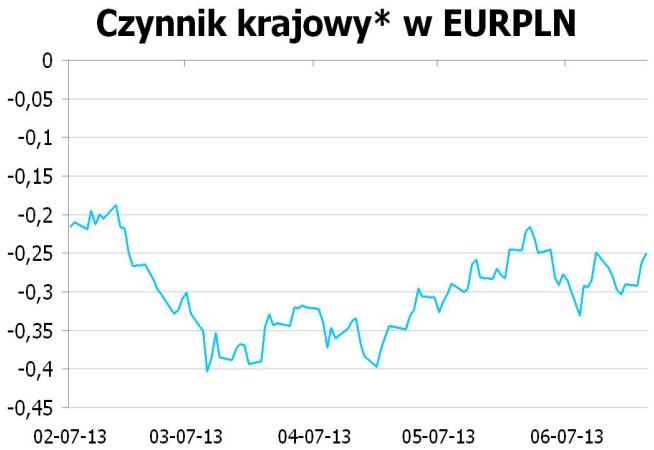
EURPLN fundamentalnie

Złoty słabszy. W pierwszej połowie dnia na kursie zaważyły przede wszystkim czynniki krajowe, tj. publikacja raportu o OFE, konferencja prasowa MF i MPiPS. W kwestii konsekwencji rynkowych zmian w OFE odsyłamy do sekcji analizy, warto jednak odnotować raczej pozytywny wpływ na rynek akcji i negatywny na rynek obligacji. W efekcie, spośród wszystkich walut regionu złoty zanotował największe osłabienie (część z nich wręcz się umocniła). W II połowie dnia EURPLN powrócił do wahań w rytm sentymentu globalnego, który pozostaje niekorzystny z punktu widzenia rynków wschodzących. Ponieważ zmiany w systemie emerytalnym będą rozciągnięte w czasie, zarówno w aspekcie decyzyjnym, jak i legislacyjnym, nie spodziewamy się, aby to zagadnienie w sposób istotny mogło zaważyć na złotym w najbliższym czasie. Spośród czynników krajowych kluczowe będzie przyszłotygodniowe posiedzenie RPP i pytanie o koniec cyklu, a nie o lipcową obniżkę (pomimo nacisków na cięcie o 50 bp ze strony MF).

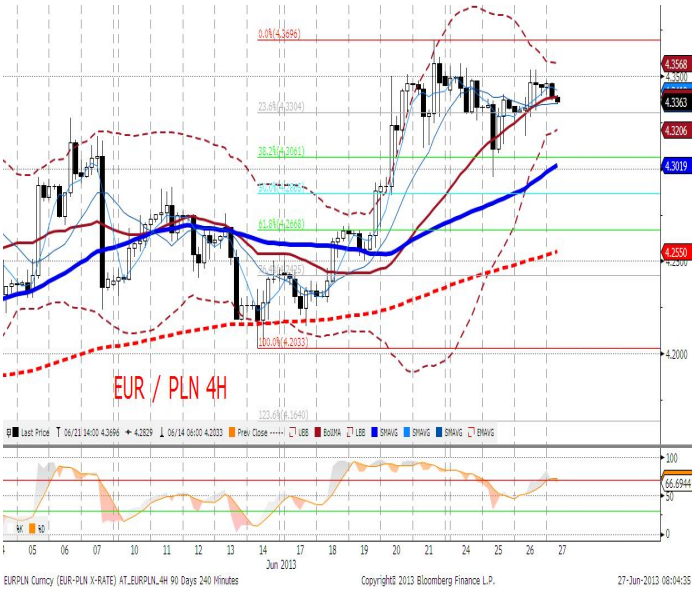
EURPLN technicznie

Układ techniczny bez zmian. Notowania skonsolidowały i nie wyznaczają żadnych nowych ekstremów lokalnych. Zgodnie z zasadą „co nie rośnie musi spaść" na razie wyłączamy naszą sugestię dokupowania po 4,3061 (albo nawet po 4,29 - jeżeli oczywiście nadarzy się okazja). Zalecamy też uważne monitorowanie pozycji, jednak bez paniki (obecna zmienność sugeruje raczej wyznaczanie zleceń S/L na bazie close, np poniżej 4,3020, gdyż przebicie tego poziomu naraża nas na podróż do MA200 z 4h, czyli 4,25). Nasza pozycja to long EUR 4,3061 oraz long EUR 4,3550 (średnio long 4,3305). Na 4h kreśli się coś w rodzaju podwójnego szczytu (późniejszy niżej)...

Wsparcie	Opór
4,3304	4,4300
4,3156	4,3696
4,3061	4,3603



* 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	2.74	2.77
2Y	3.0725	3.12
3Y	3.3751	3.43
4Y	3.595	3.65
5Y	3.745	3.80
6Y	3.835	3.89
7Y	3.9	3.95
8Y	3.955	4.01
9Y	4.005	4.06
10Y	4.045	4.10

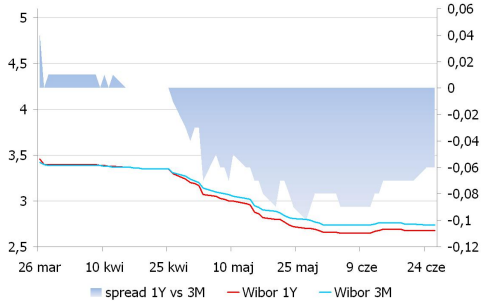
depo	BID	ASK
ON	2.5	2.8
1M	2.4	2.7
3M	2.4	2.7

FRA	BID	ASK
1x2	2.61	2.66
1x4	2.63	2.68
3x6	2.61	2.66
6x9	2.69	2.74
9x12	2.80	2.85

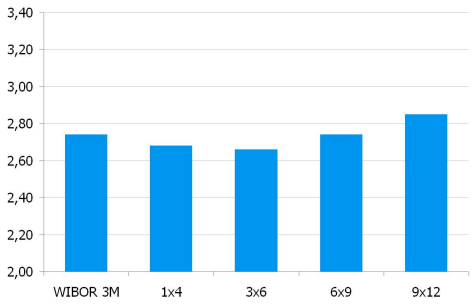
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3348
USD/PLN	3.3239
CHF/PLN	3.5364

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3010
EUR/JPY	127.09
EUR/PLN	4.3433
USD/PLN	3.3382
CHF/PLN	3.5348

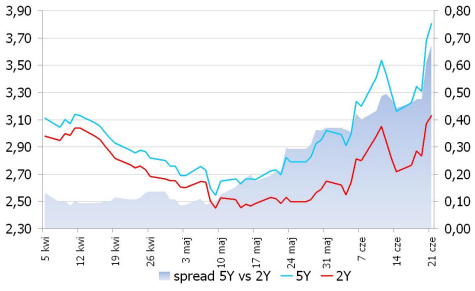
WIBOR 3M i 1Y



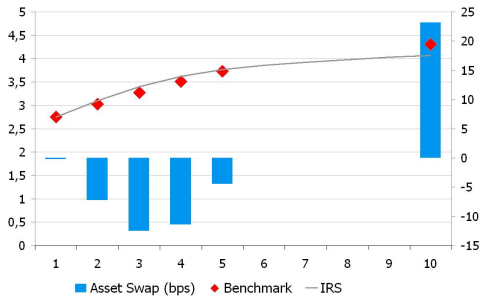
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

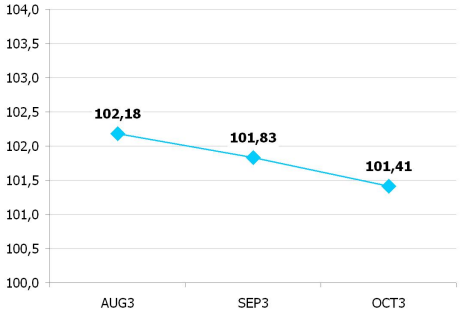


Asset swap i IRS



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 INTRUMENTÓW 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 PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.