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

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		
15.07.2013 PONIEDZIAŁEK							
4:00	CHN	PKB r/r (%)	Q2		7.5	7.7	7.5
4:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze		9.1	9.2	8.9
4:00	CHN	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	cze		12.9	12.9	13.3
10:00	POL	Raport o koniunkturze NBP	Q2				
14:00	POL	CPI r/r (%)	cze	0.4	0.3	0.5	0.2
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt)	lip		5.00	7.84	9.46
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	cze		0.8	0.5 (r)	0.4
15:00	POL	Wykonanie budżetu (%)	cze			87.0	73.0
16.07.2013 WTOREK							
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	lip		9.0	8.6	
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - oczekiwania (pkt)	lip		40.0	38.5	
14:00	POL	Płace r/r (%)	cze	2.9	2.3	2.3	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	cze	-0.9	-0.9	-0.9	
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	cze	0.9	0.9	1.0	
14:30	USA	CPI r/r (%)	cze		1.6	1.4	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		0.3	0.0	
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	cze		77.7	77.6	
17.07.2013 ŚRODA							
14:00	POL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	cze	2.1	1.5	-1.8	
14:00	POL	PPI r/r (%)	cze	-1.8	-1.8	-2.5	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (tys.)	cze		960	914	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę SAAR (tys.)	cze		1000	985 (r)	
20:00	USA	Beżowa księga					
18.07.2013 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	12.06		345	360	
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	lip		8.0	12.5	
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający CB (%)	cze		0.3	0.1	
19.07.2013 PIĄTEK							
14:00	POL	Koniunktura konsumencka	lip				

Dziś zostaną opublikowane...

• **Gospodarka polska.** Dziś o 14:00 zostaną opublikowane dane z rynku pracy - stabilizacji poziomu zatrudnienia (której odpowiada utrzymanie dynamiki r/r na niezmienionym poziomie) powinien towarzyszyć bliski 3% wzrost płac napędzany premiami w górnictwie miedzi. Dziś również dane o inflacji bazowej - w oparciu o opublikowane wczoraj dane GUS szacujemy, że w czerwcu inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,9% r/r wobec 0,8% szacowanych wcześniej.

• **Gospodarka globalna.** Po wczorajszych danych nt. sprzedaży detalicznej w USA czas na produkcję produkcję przemysłową. W ślad za lepszymi wynikami przemysłu odzwierciedlonymi w ISM, powinien również pojawić się niewielki wzrost produkcji przemysłowej. Ponadto, dziś poznamy również dane na temat odnotowanej w czerwcu dynamiki cen konsumenckich - oprócz pewnego przyspieszenia w cenach paliw nie należy spodziewać się dużych zmian - kategorie bazowe pozostają stabilne na niskich poziomach. W strefie euro tymczasem dziś jedynie warto zwrócić uwagę na kolejny odczyt niemieckich wskaźników ZEW.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

• GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w czerwcu wzrosły o 0,2 proc. w stosunku do czerwca 2012 r., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny nie zmieniły się. (**więcej w sekcji analizy**)
• NBP: W II kwartale tego roku kondycja sektora przedsiębiorstw pozostawała nadal bez oznak wyraźnej poprawy. Optymizm prognoz na III kwartał nieznacznie wzrósł, ale oczekiwania na silniejsze ożywienie jeszcze w bieżącym roku osłabiły się. Przedsiębiorstwa spodziewają się zdecydowanej poprawy koniunktury dopiero w 2014 roku.
• MF: Deficyt budżetu państwa po czerwcu 2013 roku wyniósł 25.980,1 mln zł, co daje 73,0 proc. deficytu planowanego na 2013 rok na poziomie 35.565,5 mln zł (**więcej w sekcji analizy**).
• USA: Sprzedaż detaliczna w USA w czerwcu wzrosła o 0,4 proc. miesiąc do miesiąca, podczas gdy poprzednio wzrosła o 0,5 proc. po korekcie (**więcej w sekcji analizy**).

Decyzja RPP (4.09.2013)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.
podwyżka 25 bps	0%
stopy bez zmian	100%
obniżka 25 bps	0%
PROGNOZA BRE	**stopy bez zmian**

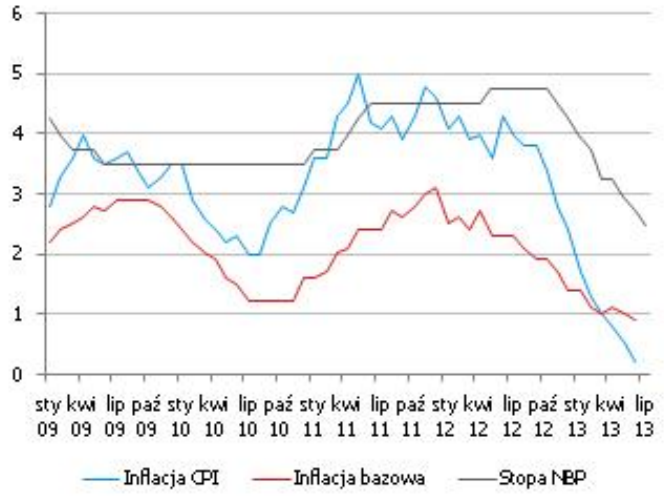
Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.572	-0.001
USAGB 10Y	2.541	0.007
POLGB 10Y	3.896	0.001

Dotyczy benchmarków Reuters

Inflacja najniższa w historii

W czerwcu roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 0,2% r/r z 0,5% zanotowanych w maju. Jest to najniższy historycznie wskaźnik inflacji w Polsce, dodajmy, niebezpiecznie bliski psychologicznej granicy 0%.

W ujęciu miesięcznym ceny konsumentów nie zmieniły się. Przechodząc do poszczególnych kategorii, niską inflację zawdzięczamy relatywnie niskim cenom żywności (wzrosty cen ziemniaków okazały się jednak niższe niż wskazywałyby na to dane z Czech) oraz stabilizacji cen w pozostałych kategoriach. W zdecydowanej większości kategorii części bazowej koszyka ceny pozostały stabilne (łączność, zdrowie), bądź nieznacznie spadły (edukacja, obuwie i odzież). Ceny paliw wzrosły o 0,8%, nieznacznie, bo o 0,2% wzrosły ceny w kategoriach rekreacja i kultura oraz restauracje i hotele. Wskaźnik inflacji bazowej obniżył się prawdopodobnie z 1,0% do 0,9% r/r.



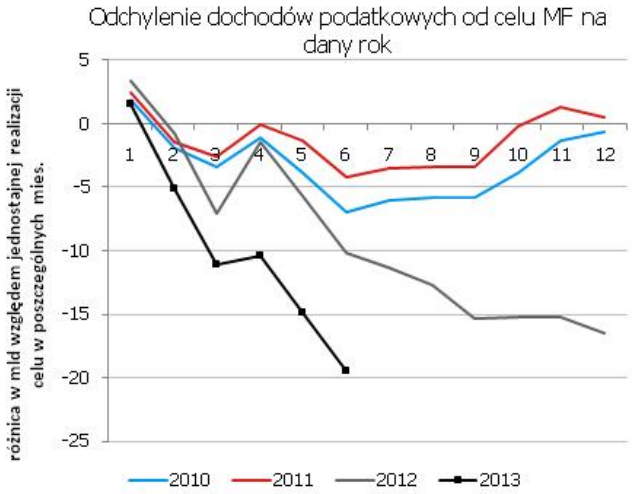
W lipcu wskaźnik inflacji CPI pozostanie na podobnym poziomie, lub wzrośnie o 0,1pp. Wzrosty opłat za wywóz śmieci (nawet do 100%) będą neutralizowane niższymi opłatami za roaming oraz obniżką cen energii elektrycznej. Niska inflacja utrzyma się przez kolejne kilka miesięcy (na koniec roku nie przekroczy 1% r/r). Nie powinniśmy obserwować jednak dalszego spadku inflacji bazowej, która przez pewien czas oscylować będzie powyżej 1% r/r.

W 2014 roku inflacja powinna powoli rosnąć. Dodajmy, że efekty bazowe z 2013 szacujemy na ponad 1pp, co właśnie, poza poprawą aktywności gospodarczej, powinno prowadzić do wzrostu inflacji na koniec 2014 roku do poziomu przekraczającego 2% r/r, a więc powyżej wskazań projekcji NBP.

Dane spowodowały spadek rynkowych stóp procentowych o około 3pb. Dane nie powinny przełożyć się jednak na wznowienie cyklu obniżek przez RPP. Rada antycypowała już spadek inflacji w miesiącach letnich, a prezes NBP podkreślał stabilność inflacji bazowej. Publikowane w tym tygodniu dane ze sfery realnej (wzrost produkcji przemysłowej i stabilizacja zatrudnienia) powinny dostarczyć paliwa dla oczekiwań co do normalizacji poziomu stóp w Polsce w 2014 roku.

Po półroczu budżet zgodnie z harmonogramem (a nie powinien)

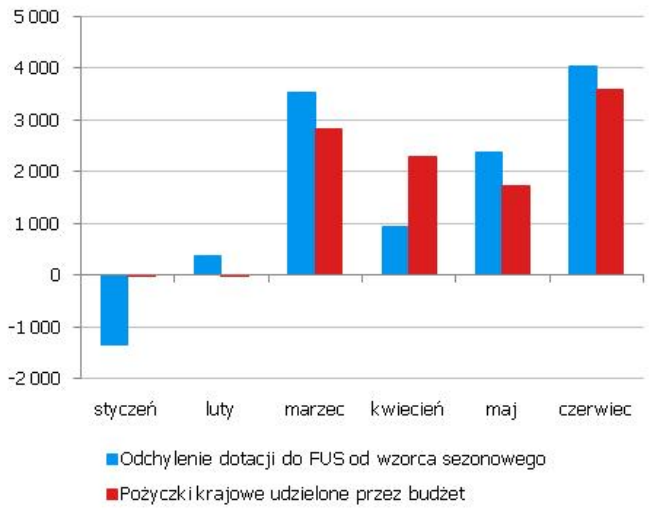
Po sześciu miesiącach deficyt budżetu państwa spadł do ok. 26 mld zł z 31 mld zanotowanych po maju. Druga co do wielkości (po czerwcu 2012) miesięczna nadwyżka budżetu państwa sprowadziła tym samym wielkość skumulowanego deficytu niemal idealnie do wartości zapisanej w harmonogramie (różnica wynosi ok. 15 mln zł). Zawężenie deficytu budżetu państwa było oczekiwane w związku z transferem zysku NBP za 2012 rok i zapowiedziane w wypowiedziach przedstawicieli Ministerstwa. Szczegóły realizacji budżetu mają jednak w znakomitej większości punktów negatywny wydźwięk. Naświetlmy dwa.



Po pierwsze, w porównaniu z analogicznym miesiącem poprzedniego roku dochody podatkowe wzrosły zaledwie o 0,8%. W efekcie, skumulowany niedobór dochodów podatkowych wynosi ok. 15 mld zł. Realizacja dochodów podatkowych pozostaje na boleśnie niskim poziomie, słabszym nawet od wskazań modeli opartych o rachunki narodowe. Szczegóły, podobnie jak w poprzednim miesiącu, pozostają niejednoznaczne. Wprawdzie dochody z VAT w ujęciu r/r wzrosły o ponad 4% (co należy uznać za pozytywny sygnał świadczący o poprawie sytuacji w gospodarce realnej), a kolejny solidny wzrost zanotowano w przypadku dochodów z PIT, ale zostało to wyrównane przez spadek dochodów z akcyzy. Bardzo niskie dochody z CIT (460 mln) to raczej efekt nowego wzorca sezonowego niż odzwierciedlenie słabości gospodarki. Tym samym, choć sytuacja po stronie dochodowej zaledwie się ustabilizowała, brak jest jak na razie podstaw do twierdzenia, jakoby zasypanie luki z pierwszych sześciu miesięcy było możliwe w scenariuszu umiarkowanego ożywienia gospodarczego.

Po drugie, po raz kolejny w tym roku budżet obył się bez dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych – zamiast zwyczajowej kwoty 3,5-4,0 mld zł. Jak wskazywaliśmy już w komentarzu sprzed miesiąca, nie oznacza to, że FUS takowej nie potrzebuje. Wręcz przeciwnie – konstelacja czynników demograficznych i koniunkturalnych powinna zwiększać skalę niedoborów kasowych FUS. Zamiast tego, korzystając z hossy na rynku długu w pierwszych miesiącach b.r., budżet państwa udziela FUS pożyczki ze środków płynnościowych. Po I półroczu łączna wartość pożyczek udzielonych przez Ministerstwo Finansów sięgnęła rekordowej kwoty 10,4 mld zł. Jaka część z tej sumy przypadła Funduszowi Ubezpieczeń Społecznych,

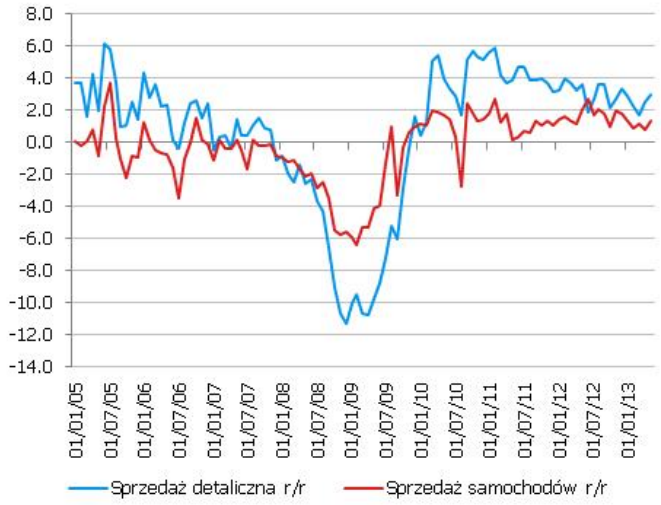
możemy tylko zgadywać.



W efekcie, możemy stwierdzić, że jedynie dzięki transferowi zysku z NBP (i innym dochodom niepodatkowym, których szczegółowego rozbicia nie znamy) oraz elastycznemu kształtowaniu dotacji do FUS zawdzięczamy powrót wykonania budżetu do harmonogramu. Sytuacja budżetu państwa jest zatem niezmiernie trudna, niezależnie od tego, jak wyglądać będzie druga połowa roku, a w sprzyjającym otoczeniu prawnym (mniej drastyczne konsekwencje przekroczenia progu 50% PKB) nowelizacja budżetu byłaby praktycznie pewna (niemożność uzupełnienia strat w dochodach podatkowych w I połowie roku potwierdzają wypowiedzi przedstawicieli MF).

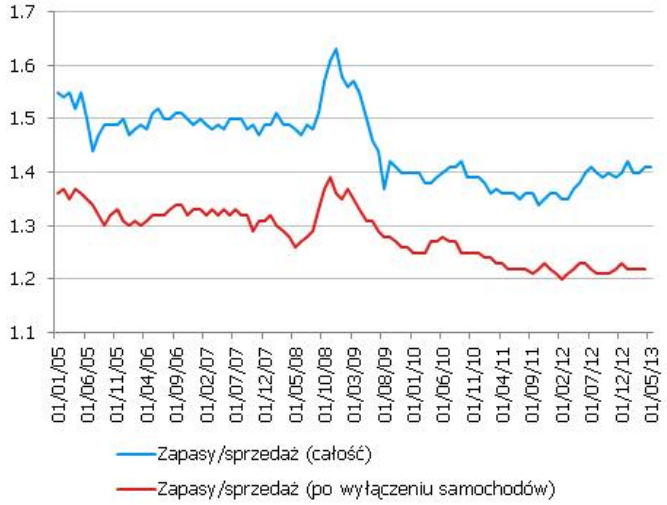
USA: Sprzedaż detaliczna niższa od oczekiwań

Sprzedaż detaliczna wzrosła w czerwcu o 0,4% (konsensus rynkowy 0,8%) po wzroście o 0,5% w ubiegłym miesiącu. Ciekawsza kategoria po wyłączeniu samochodów w ujęciu miesięcznym nie zmieniła się (konsensus 0,5%, poprzednio 0,3%), zaś tzw. retail control (używana bezpośrednio do kalkulacji konsumpcji i składająca się ze sprzedaży po wyłączeniu samochodów, materiałów budowlanych i paliw) podniosła się o 0,1% (ostatnie miesiące to wzrost średnio o 0,2%). Konsumpcja w drugim kwartale będzie rosła wolniej niż w pierwszym i to mimo prawdopodobnie lepszych danych o dochodach (konsumenci odbudują część ostatnio przejedzonej stopy oszczędności). Ogólnie dynamika sprzedaży (liczona w ujęciu rocznym), plasuje się na relatywnie stabilnym poziomie około 2%, choć w spadkowym trendzie.



Sprzedaż detaliczna – choć jest pilnie śledzona przez inwestorów – nie należy do danych o najwyższej jakości (spore rewizje, duża i zmienna rola poprawek sezonowych). Dlatego też zdecydowanie wolimy dane BEA o dochodach i wydatkach konsumentów (fakt jednak, ze publikowane są znacznie później). W przypadku danych o sprzedaży dostępne są jednak (dość ciekawe) informacje o stosunku zapasów do sprzedaży (patrz rysunek).

Otóż w przypadku sprzedaży po wyłączeniu samochodów plasuje się on na relatywnie niskim poziomie, w przypadku całej sprzedaży nieznacznie rośnie. O ile ten pierwszy fakt pozwala sądzić, że sprzedaż powinna w najbliższym czasie rosnąć, ten drugi wcale go nie falsyfikuje. Rosnące zapasy w całej kategorii sprzedaży to wynik pewnego (chwilowego) nasycenia rynku amerykańskiego samochodami po ostrej hossie na tym rynku występującej w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy.



Nasze obliczenia wskazują, że przy obecnym momentum na rynku pracy dynamika dochodów rozporządzalnych powinna być wystarczająca, aby utrzymać dynamikę konsumpcji na poziomie zbliżonym średnio do I kwartału. Tym samym nieco gorsze dane o sprzedaży traktujemy po prostu jako wyraz zmienności tego agregatu (zagadkowy spadek sprzedaży w kategorii materiały budowlane, co pozostaje w sprzeczności z trendami na rynku nieruchomości). Gospodarka amerykańska jest na tyle rozpędzona, że w kolejnych miesiącach powinno być lepiej. Nie umniejsza to oczywiście znaczenia danych w kontekście reakcji rynkowej – obecnie nawet małe odchylenia od konsensusu będą przez rynek traktowane przesadnie (jeszcze kilka tygodni wcześniej rynek miał tendencję do ignorowania takich niespodzianek z uwagi na ciągły i niemal bezwarunkowy forward guidance Fed – te czasy minęły bezpowrotnie).

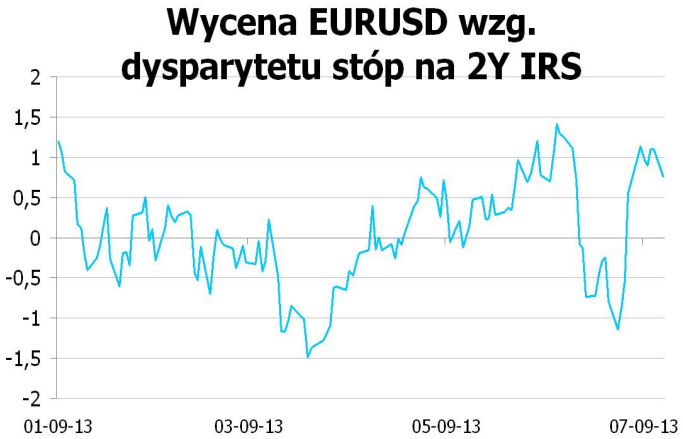
EURUSD fundamentalnie

EURUSD dziś rano powyżej ostatnich maksimów lokalnych (a więc powyżej 1,3070). Powody naszym zdaniem są dwa. Po pierwsze rynek przetrawił już zupełnie downgrade Francji (a problemy polityczne na peryferiach na razie nie eskalują). Po drugie słabsze dane z USA (sprzedaż detaliczna) dały paliwo do odwracania długich pozycji dolarowych, co dodatkowo zbiegło się z rally na tokijskiej giełdzie. Dziś dane o inflacji w USA. Po piątkowej niespodziance amerykańskim PPI, oczekiwania na CPI prawdopodobnie nieco przesunęły się w górę. Tym samym odczyt zbliżony do konsensusu może zostać uznany jako niski i prowadzić do dalszych wzrostów EURUSD na bazie oczekiwań na luźniejszą politykę pieniężną. Tuż za inflacją czekają dane o produkcji przemysłowej. Dziś poznamy również indeks ZEW dla gospodarki niemieckiej oraz europejską inflację. ZEW ostatnio niemal stoi w miejscu, lecz inflacja (w tendencji tak, lecz pewnie nie ta, gdyż jest to odczyt finalny, który rzadko różni się od flash) ma potencjał do zmniejszenia lub zwiększenia oczekiwań na dalsze poluzowanie monetarne ECB (warunkowe forward guidance). Szykuje się ciekawy dzień i potencjał do sporej zmienności na kursie.

EURUSD technicznie

Bullish reversal na tygodniowym, połączony z przełamaniem MA55 i (nieudanym) testowaniem FIBO 38,2% tamże (1,3150). Na dziennym oscylator się rozpędza, ale kurs utknął na średnich (1,3058/77) i próbuje po raz kolejny przełamać FIBO 50% na 4H (1,3086). Tym niemniej, w tej okolicy jest aż gęsto od oporów, dlatego nie przebicie wspomnianego FIBO raczej nie doprowadzi nas daleko. Będziemy zainteresowani zajęciem pozycji short, ale jeszcze nie teraz i nie tutaj. Niech momentum wzrostowe najpierw się wyczerpie.

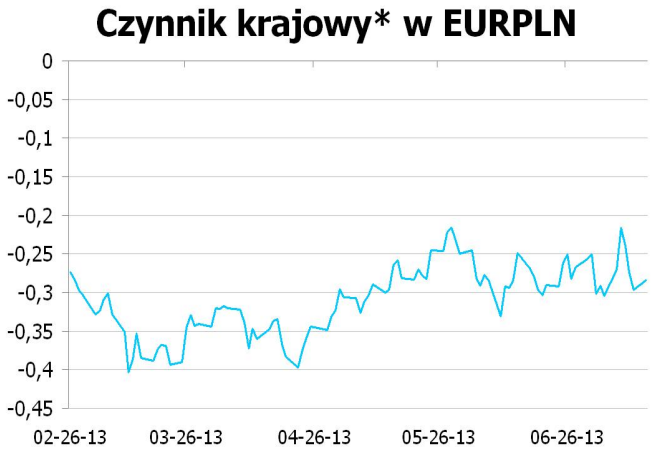
Wsparcie	Opór
1,3060/75	1,3342
1,2973	1,3228
1,2935	1,3114/19



* 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

EURPLN „skapywał" wczoraj od rano w dół. Niższa inflacja (patrz sekcja analizy) nie przełożyła się na kurs. Z uwagi na fakt, że ruchy na EURUSD powodowane są oczekiwaniami na stopień rozluźnienia amerykańskiej polityki pieniężnej, polska waluta powinna w najbliższych dniach odzyskać standardową korelację z tą parą walutową (czyli EURUSD w górę, mocniejszy PLN). Widzimy to już po porannym zachowaniu kursu. Kwestia ta może nie być aż tak jednoznaczna… Pamiętając o tym, że RPP de facto zamknęła sobie drogę do obniżek stóp możemy z kolei dojść do wniosku, że każde przesunięcie oczekiwań na politykę pieniężną ECB również może wywoływać dość jednoznaczne efekty dla złotego (zmniejszenie oczekiwań na obniżki stóp ECB, mocniejszy EURUSD, słabszy PLN bo zmniejsza się dysparytet stóp). Forward guidance ECB objaśniany ostatnio przez członków Rady Gubernatorów daje podstawy do myślenia o polityce pieniężnej ECB jako przynajmniej przez pewien czas zafiksowanej. Stąd też kanał „QE or not QE" powinien być chwilowo ważniejszy. Tak więc skłaniamy się raczej ku wspomnianej już standardowej korelacji EURUSD z EURPLN. Krajowe dane o zatrudnieniu i płacach raczej nie mają potencjału, aby wpłynąć na kurs.



* 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.

EURPLN technicznie

Na bazie tygodniowej kurs dotarł do linii krótkoterminowego trendu wzrostowego, ale zdecydowanie za wcześnie na odtrąbienie przełamania. Tym niemniej, mamy wyłamanie w dół z kanału wzrostowego na dziennym. Oscylator, przy całej swojej ślamazarności, pokazuje na przestrzeń do dalszego ruchu w dół. Cel to kolejne FIBO na dziennym 4,2653 (38,2%). Będziemy zainteresowani zajęciem tam pozycji long. Żeby jednak to się stało, musi dojść do przełamania węzła MA200 i FIBO na 4h (4,2865), na którym kurs wczoraj utknął. Bylibyśmy skłonni kupować EURPLN nawet teraz, ale nie jesteśmy nawet w środku dawnego kanału spadkowego, a ryzyko związane z ustawieniem zbyt ciasnego S/L jest duże.

Wsparcie	Opór
4,2865	4,3304
4,2653	4,3061/71
4,2472	4,2981

IRS	BID	ASK
1Y	2.67	2.72
2Y	2.95	3.01
3Y	3.14	3.20
4Y	3.308	3.34
5Y	3.4	3.46
6Y	3.5	3.56
7Y	3.58	3.64
8Y	3.64	3.70
9Y	3.69	3.75
10Y	3.73	3.79

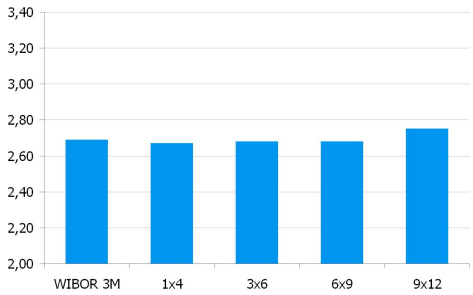
depo	BID	ASK
ON	2.3	2.6
1M	2.4	2.6
3M	2.5	2.7

FRA	BID	ASK
1x2	2.62	2.67
1x4	2.62	2.67
3x6	2.63	2.68
6x9	2.63	2.68
9x12	2.70	2.75

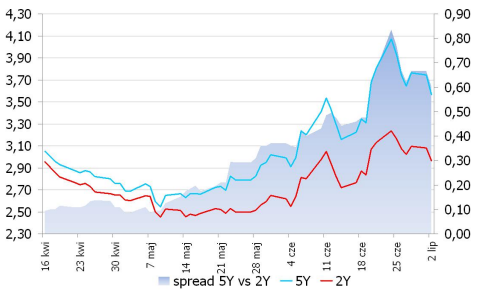
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2922
USD/PLN	3.2955
CHF/PLN	3.4633

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.3061
EUR/JPY	130.44
EUR/PLN	4.2844
USD/PLN	3.2823
CHF/PLN	3.4633

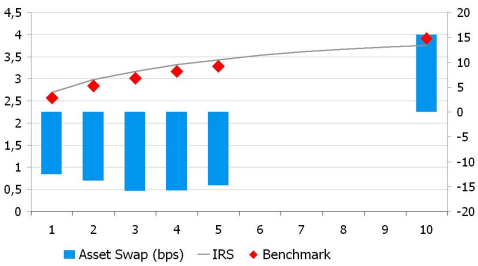
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y

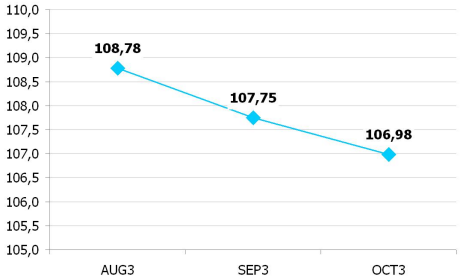


Asset swap i IRS



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.