



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

Marek Ignaszak
analityk
tel. +48 22 829 02 56
marek.ignaszak@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		
12.08.2013 PONIEDZIAŁEK							
1:50	JAP	PKB kw/kw wstępny (%)	Q2		0.9	1.0	0.6
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	cze	-67	225	165 (r)	574.0
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	cze	12740	12770	12275 (r)	12735.0
14:00	POL	Import (mln EUR)	cze	12600	12521	12232 (r)	12174.0
13.08.2013 WTOREK							
1:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	cze		-7.0	10.5	-2.7
9:00	HUN	CPI r/r (%)	lip		2.0	1.9	1.8
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	cze		1.0	-0.2 (r)	0.7
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - oczekiwania (pkt)	sie		39.9	36.3	42.0
11:00	GER	Wskaźnik ZEW - sytuacja bieżąca (pkt)	sie		12.0	10.6	18.3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	lip		0.3	0.6 (r)	0.2
14.08.2013 ŚRODA							
7:30	FRA	PKB kw/kw wstępny (%)	Q2		0.2	-0.2	0.5
8:00	GER	PKB kw/kw wstępny (%)	Q2		0.6	0.0 (r)	0.7
9:00	HUN	PKB r/r wstępny (%)	Q2		0.6	-0.9	0.5
9:00	CZE	PKB r/r wstępny (%)	Q2		-1.4	-2.2	-1.2
10:00	POL	PKB r/r wstępny (%)	Q2	0.7+	0.8	0.5	0.8
11:00	EUR	PKB kw/kw wstępny (%)	Q2		0.2	-0.2	0.3
14:00	POL	M3 r/r (%)	lip	7.2	7.1	7.1	6.5
14:00	POL	CPI r/r (%)	lip	0.7	0.5	0.2	1.1
14:30	USA	PPI r/r (%)	lip		2.4	2.5	2.1
15.08.2013 CZWARTEK							
14:30	USA	Nowozarejestrowani bezrobotni (tys.)	09.08		335	333	320.00
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt)	sie		10.00	9.46	8.24
14:30	USA	CPI r/r (%)	lip		2.0	1.8	2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lip		0.3	0.3	0.0
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	lip		77.9	77.8	77.6
16:00	USA	Indeks Philly Fed (pkt)	sie		15.5	19.8	9.3
16.08.2013 PIĄTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	lip	1.4	0.9	0.9	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów SAAR (mln)	lip		905	836	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów SAAR (mln)	lip		945	918 (r)	
15:55	USA	Wsk. koniunktury U. Michigan (pkt)	sie		85.5	85.1	

Dziś zostaną opublikowane...

- **Gospodarka polska.** Dziś zostaną opublikowane dane o inflacji bazowej w lipcu. Na podstawie opublikowanych w środę danych GUS można oszacować odczyt na poziomie 1,4%. Największy wpływ na wskaźnik wywarł wzrost kosztów zarządzania odpadami o około 50%.
- **Gospodarka globalna.** Dziś poznamy dane z amerykańskiego rynku nieruchomości – liczba rozpoczętych budów domów oraz liczba wydanych pozwoleń na budowę. Następnie podane zostanie odczyt wskaźnika koniunktury uniwersytetu Michigan. Nie są to jednak dane o dużym wpływie na rynek.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

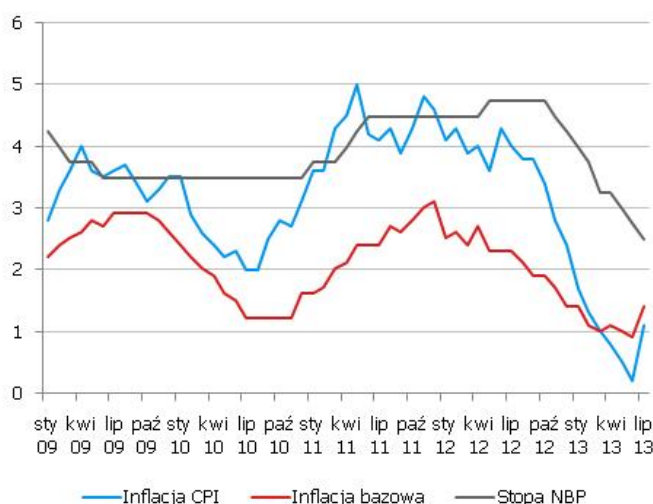
- **MinFin:** Inflacja do końca 2013 r. pozostanie wyraźnie poniżej celu inflacyjnego.
- **Sławiński:** Prognoza z lipcowej projekcji NBP mówiąca o wzroście PKB w 2013 roku o nieco ponad 1,0 proc. jest nadal aktualna.
- **Ceny konsumpcyjne (CPI - consumer price index)** w USA w lipcu 2013 r. wzrosły o 0,2 proc. w ujęciu miesiąc do miesiąca.
- **Produkcja przemysłowa** w USA w lipcu 2013 r. pozostała bez zmian mdm, w czerwcu wskaźnik wzrósł o 0,2 proc. mdm.
- **Liczba osób** ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu w USA spadła o 15 tys. wobec poprzedniego tygodnia i wyniosła 320 tys.
- **Indeks Philadelphia Fed** w sierpniu spadł do 9,3 pkt. z 19,8 pkt. miesiąc wcześniej.

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	

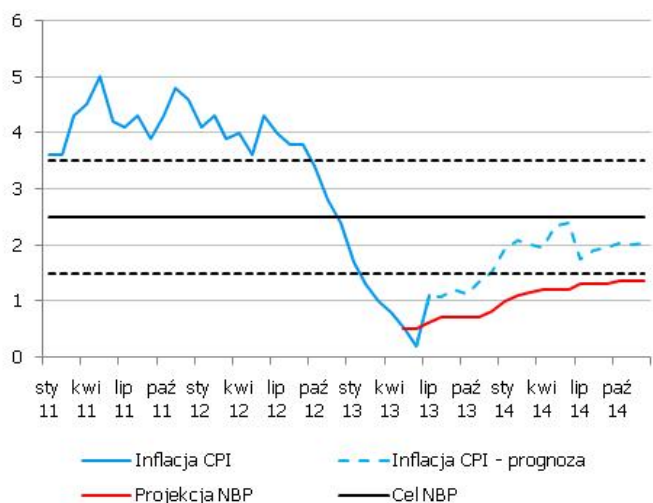
Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
GERGB 10Y	1.885	-0.002
USAGB 10Y	2.764	0.015
POLGB 10Y	0.000	0.000
Dotyczy benchmarków Reuters		

Inflacja ostro zawraca w górę

Inflacja CPI wręcz wystrzeliła w lipcu do 1,1% r/r z 0,2% przed miesiącem (konsensus rynkowy 0,5%, nasza prognoza 0,7%). Powody silniejszego wzrostu są de facto trzy: podwyżki opłaty za wywóz śmieci (prawie 50%) skutkujące wzrostem cen w kategorii mieszkanie w wysokości 1,2%, mocne zaburzenie na sezonowej dynamice cen żywności (-0,3% m/m zamiast „normalnego” w tym miesiącu roku spadku o 1,5-2,0%), podwyżki cen paliw w wysokości 2,0%. Gdyby nie silniejsze spadki w kategorii odzież i obuwie, a także gdyby nie obniżki cen energii elektrycznej, wzrost inflacji byłby jeszcze bardziej spektakularny.



Oprócz wzrostów w kategorii mieszkanie, również pozostałe kategorie inflacji bazowej odnotowały wyższe od umiarkowanych wzrosty: rekreacja i kultura (+0,6%), zdrowie (+0,4%), restauracje i hotele (+0,2%). W konsekwencji szacujemy, że inflacja bazowa wzrosła o 1,4% (poprzednio 0,9%). Kolejny miesiąc może przynieść dalsze przyspieszenie inflacji do 1,2% (zwykle niespodzianki żywnościowe w lipcu i sierpniu chodzą parami), tym bardziej że ceny paliw w sierpniu na pewno nie spadały. W kolejnych miesiącach ścieżka inflacji CPI i bazowej powinna być gradualnie wzrostowa.

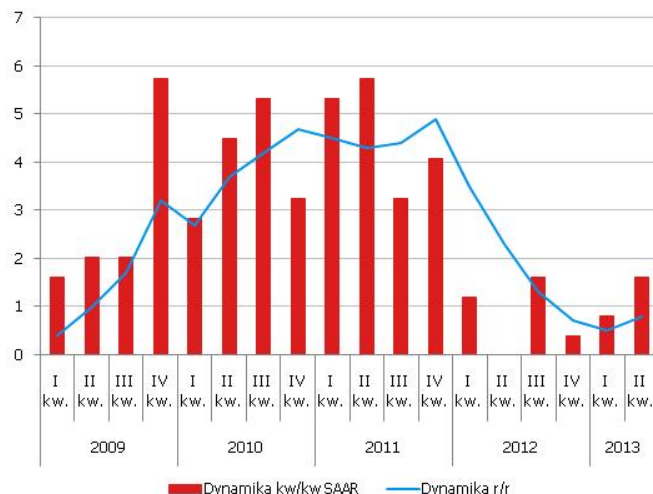


Choć powody wzrostu inflacji są egzogeniczne, na pewno nie ujdą uwadze rynków finansowych... a także członków RPP. Po pierwsze, to jeszcze nie koniec historii związanej z cenami śmieci - w niektórych miastach zmiany jeszcze nie weszły w życie (spodziewamy się zatem, że ścieżka wzrostów w tej kategorii będzie miała klasyczny, garbaty kształt). Co więcej, mo-

zemy spodziewać się efektów drugiego rzędu na elementach koszyka wrażliwych na kategorii cen, które właśnie uległy zmianie. Uważamy, że skala tych efektów będzie rosła wraz z ugruntowywaniem się ożywienia w gospodarce. Warto jeszcze dodatkowo nadmienić, że nawet wzrosty cen egzogenicznej natury mają szansę przekładać się na wyższe oczekiwania inflacyjne, choć na razie wydaje się nam to dość odległym problemem, biorąc pod uwagę mizerne poziomy templa wzrostu cen – dlatego też nie piszemy teraz o negatywnym szoku podażowym dla konsumentów. Inflacja pozostaje wciąż niska jak na historyczne standardy, choć jej przyspieszenie jest imponujące. Biorąc pod uwagę obecnie już dość spektakularne niedostrzelenie ścieżki inflacyjnej w projekcji NBP, nie zdziwimy się, jeśli w najbliższym czasie wycenią się podwyżki stóp procentowych w pierwszej połowie 2014 roku.

Wyższa dynamika PKB w II kw. potwierdza odbicie gospodarcze

Według opublikowanych dziś danych flash dynamika PKB w II kw. wzrosła do 0,8% r/r z 0,5% r/r. W ujęciu kw/kw nastąpiło przyspieszenie z 0,2% do 0,4%. Pierwszy szacunek PKB jest nieco lepszy od konsensusu prognoz analityków (0,7%). Drugi szacunek PKB zostanie opublikowany na koniec sierpnia. Spodziewamy się wtedy potwierdzenia odbicia również w dekompozycji wskaźnika. Oczekujemy wzrostu konsumpcji prywatnej (0,7% r/r) i głębszego spadku inwestycji niż w I kw. ze względu na efekty bazowe z roku 2012 (budownictwo). Eksport netto może dodać nawet do 2pp do wzrostu PKB w II kw. (patrz rekordowa nadwyżka w rachunku handlowym towarów i usług w wysokości 12 mld zł), kontrybucja zapasów powinna kontynuować pro-cykliczny dryf w górę.



Naszym zdaniem II kw. to początek ożywienia gospodarczego, które powinno być kontynuowane w kolejnych kwartałach. Ożywienie to ma całkiem silne podstawy jeśli zestawimy pozytywne impulsy z zagranicy (odbicie w strefie euro) z dużą konkurencyjnością polskiego eksportu i dużym stopniem zrównoważenia polskiej gospodarki (nadwyżka handlowa) z jednej strony i rysującym się odbiciem popytu wewnętrznego (dzięki niższej inflacji, rosnącemu dochodowi realnemu i mocno stymulującym otoczeniem niskich stóp NBP i rozpoczętej rotacji aktywów) z drugiej. Odmienne niż w poprzednich epizodach ożywienia, inwestycje dołączą do cyklu relatywnie późno: pesymizm przedsiębiorców jest wciąż spory (patrz raczej negatywny konsensus generujący pozytywne zaskoczenia), a efekty bazowe na infrastrukturze publicznej będą maskować nieśmiało przyspieszenie inwe-



stycji prywatnych. Publikacja PKB to już druga w tym miesiącu, która ma szansę ruszyć indeksem zaskoczeń w górę. Spodziewamy się, że z uwagi na relatywnie konserwatywny konsensus niespodzianek będzie w tym i najbliższych miesiącach więcej i będą one dotyczyły w pierwszej kolejności sfery realnej, w drugiej nominalnej – inflacji. Zawrócenie cyklu koniunkturalnego potwierdzone przez dane kwartalne o PKB przekreśla szanse na obniżki stóp. Ukształtowanie się trendu na indeksie zaskoczeń implikuje zaś, że będą się coraz odważniej generować oczekiwania na zacieśnienie monetarne, być może nawet w pierwszej połowie 2014 roku (my myślimy, że bardziej realny jest scenariusz podwyżek na koniec 2014 roku ale momentum danych makro będzie generować bardziej odważne oczekiwania).

Malejące depozyty gospodarstw domowych wyhamowują dynamikę podaży pieniądza

W lipcu podaż pieniądza wzrosła o 6,5% w ujęciu rocznym, poniżej konsensusu i naszej prognozy (odpowiednio 7,1% i 7,2%). W ujęciu miesięcznym odnotowano minimalny spadek.

Za główną przyczynę niespodzianki należy uznać spadek (w ujęciu miesięcznym) wartości depozytów gospodarstw domowych, wynikający zapewne częściowo z efektów kursowych, ale mimo wszystko wykraczający poza zwyczajowy sezonowy wzorec i ścieżkę wzrostu depozytów gospodarstw domowych z 2011, której niemal idealne powtórzenie do tej pory obserwowaliśmy. Nie znamy oczywiście danych na temat struktury terminowej depozytów gospodarstw domowych, ale możemy z dużym prawdopodobieństwem założyć, że jest to efekt postulowanej przez nas wielokrotnie „polskiej wielkiej rotacji”. Co prawda, dodatnie saldo wpłat i wypłat z TFI było w lipcu relatywnie niskie, ale nie jest to jedyny kierunek odpływu gotówki z rachunków gospodarstw domowych. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami (co do kierunku, choć nie co do skali - spodziewaliśmy się większego spadku) skurczyły również depozyty przedsiębiorstw. Ten ostatni fakt wymyka się jednoznacznej interpretacji, w obecnej fazie cyklu upatrywalibyśmy w nim raczej efektu zwiększonych wydatków przedsiębiorstw niż malejących dochodów.

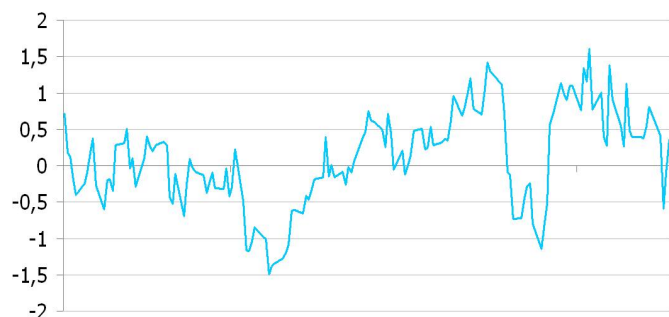
Strona kredytowa porusza się w rytm wahań kursów walutowych – tym razem nominalna wartość należności od gospodarstw domowych spadła w ujęciu miesięcznym o 0,1%, zaś w przypadku należności od przedsiębiorstw spadek sięgnął 1%. Szacunkowe dynamiki po wyłączeniu efektów kursowych sugerują, że kontynuowany był łagodny trend wzrostowy wartości kredytów dla gospodarstw domowych, z kluczową jak na razie rolą kredytów konsumpcyjnych (duży spadek w czerwcu był prawdopodobnie konsekwencją skreślenia części przeterminowanych należności). Również w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw nie widać odchylenia od zasadniczo płaskiej trajektorii. W naszej opinii wzrost gospodarczy w Polsce może przez pewien czas (do 4 kwartałów w przód) odbywać się bez istotnego przyspieszenia akcji kredytowej (tj. ponad tempo wzrostu nominalnego PKB), zaś w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw bazowym jest scenariusz, w którym wskaźnik ten utrzymuje opóźniony względem cyklu charakter.



EURUSD fundamentalnie

EURUSD mocniejszy (1,3340), lecz po drodze „zaliczone” zostały lokalne minima na poziomie 1,3205. Techniczny wywód na temat charakteru wczorajszego ruchu można przeprowadzić następująco. Otóż od początku dnia trwała globalna wyprzedaż obligacji. Lepsze dane z rynku pracy USA popchnęły rentowności długu jeszcze wyżej (jednoznacznie pozytywny dla zakończenia QE charakter danych umocnił USD), po czym kolejna, słabsza seria publikacji (produkcja przemysłowa, Philly Fed) zatrzymała (zawróciła) wzrosty rentowności w USA, zaś wyprzedaż m. in. bundów trwała w najlepsze. Wygenerowany dysparytet pozwolił na wzrosty EURUSD. Ruchy na kursie walutowym wyglądają mocno chaotycznie. Wydaje nam się, że w obecnym momencie EURUSD nie spada właśnie z uwagi na fakt, że bund nadrabia różnice w rentowności do treasuries (spadek awersji do ryzyka, widoczny w silnym zacieśnieniu rentowności peryferiów do bunda), skutkiem czego dysparytet na dłuższych stopach się zwiększa, niwelując handicap euro w postaci forward guidance ECB i de facto cały czas wiszącej w powietrzu obniżki stóp procentowych. Uważamy, że jest to równowaga chwilowa i stopniowo EURUSD powinien dalej spadać. Dzisiejsze dane raczej jednak nie będą tego katalizatorem.

Wycena EURUSD wzg. dysparytetu stóp na 2Y IRS

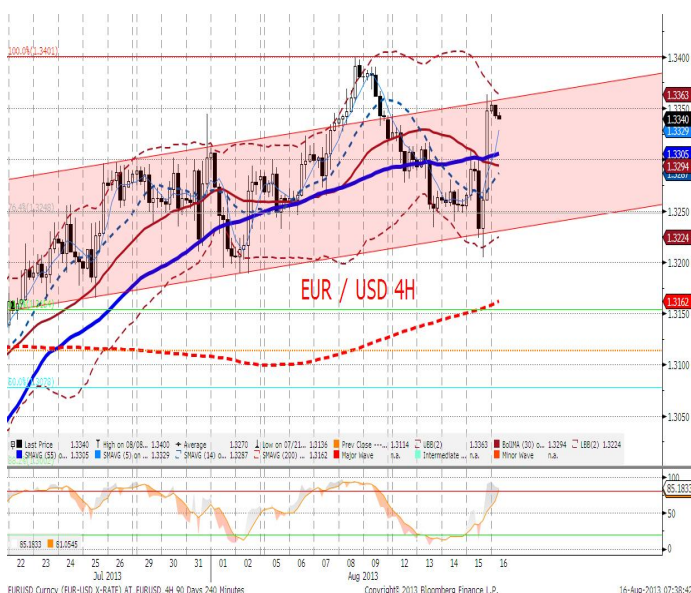


* Wykres przedstawia różnicę pomiędzy przeskalowanym (średnią i odchyleniem standardowym) kursem EURUSD a przeskalowaną różnicą 2Y EUR IRS oraz 2Y USD IRS. Taka sztuczna miara pokazuje czy EURUSD jest niedowartościowany (minus) lub przewartościowany (plus) względem poziomu implikowanego przez dysparytet.

EURUSD technicznie

Szalony dzień. Porażka na MA55 (oraz nie oszukujmy się - dane makro) spowodowały spadek kursu poniżej dolnego ograniczenia kanału wzrostowego. Spowodowało to dość gwałtowną korektę w górę (chyba też w dużej mierze zadziałały dane makro). Przebita została MA55 a notowania zatrzymały się dopiero poniżej górnego ograniczenia kanału. Potencjał do ruchu w górę jeszcze nie wyczerpał się (patrz oscylator), zaś na wykresie dziennym kurs nabiera od nowa wigoru (tym bardziej, że odbił w górę tuż nad węzłem średnich) i walczy z 61,8% Fibo. Bezpośredni cel to 1,3400 zaś najbliższym wsparciem pozostaje MA55 z wykresu 4h na poziomie 1,3305. Nasze inklinacje do pozycji short na chwilę obecną zniknęły - pozostajemy neutralni.

Wsparcie	Opór
1,3305	1,3417
1,3223	1,3400
1,3146	1,3342





EURPLN fundamentalnie

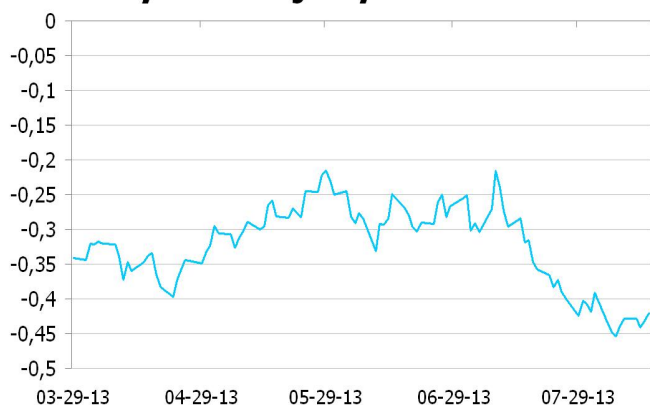
Na świątecznym rynku EURPLN pozostawał stabilny przez większą część dnia. Dopiero publikacje danych ze Stanów Zjednoczonych zdołały wybić złotego do dawno nie widzianych poziomów (okolice 4,25). Co ciekawe, reakcja na dane była ewidentnie asymetryczna - lepsze od oczekiwań publikacje (rynek pracy) napędziły deprecjację, zaś pozostałe (produkcja przemysłowa, wskaźniki koniunktury) najwyraźniej nie były dostatecznie rozczarowujące, by to odwrócić. Porównanie zachowania złotego z rówieśnikami (dużo mniejsza skala osłabienia) i EURUSD (biała świeca) sugeruje, że dziś - wraz z powrotem krajowego rynku - EURPLN powinien powrócić w okolice 4,19-4,20.

EURPLN technicznie

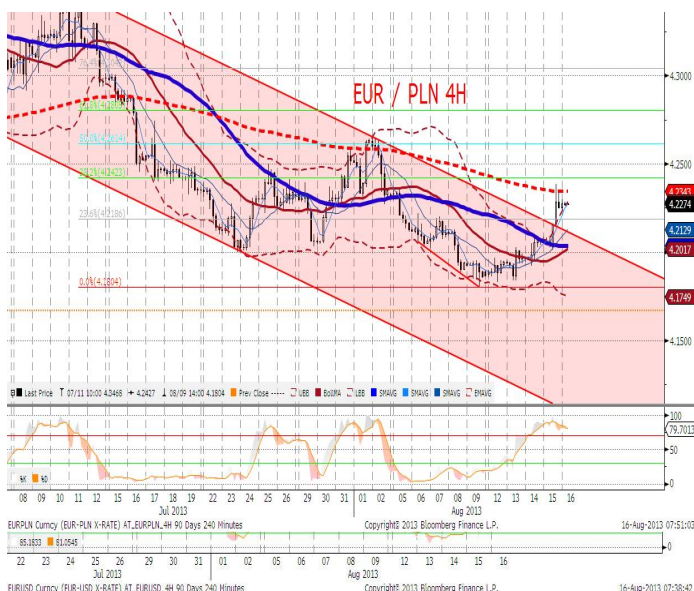
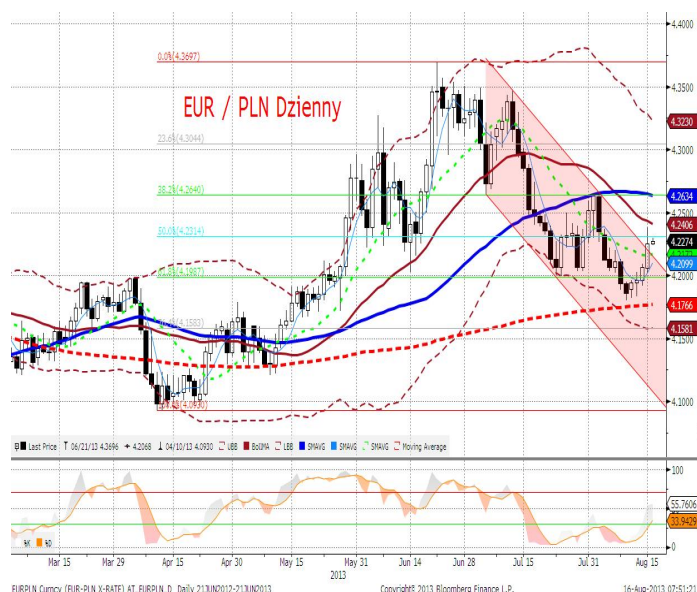
Mimo dobrych przewidywań danych makro, wszystko poszło w złym kierunku. EURPLN uporał się na wykresie 4h z MA55 i dopiero MA200 zdołała powstrzymać marsz w górę (już poza kanałem spadkowym). Oscylator powoli zawraca, ale przed kupowaniem PLN (zagranie niejako kontrariańskie) zniechęca nas układ kresek na wykresie dziennym. Tam notowania także sforsowały (dłuższy) kanał spadkowy zaś oscylator dopiero nabiera rozpędu. Najbliższe cele to 4,2343 (MA200 z 4h), 4,2384 (wczorajsze maksima lokalne). Wsparcie znajdzie się na MA14 z dziennego (4,2172) oraz MA55 z wykresu 4h (4,2037). Neutralnie z uwagi na dużą zmienność.

Wsparcie	Opór
4,2172	4,2423
4,2037	4,2384
4,1987	4,2343

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.





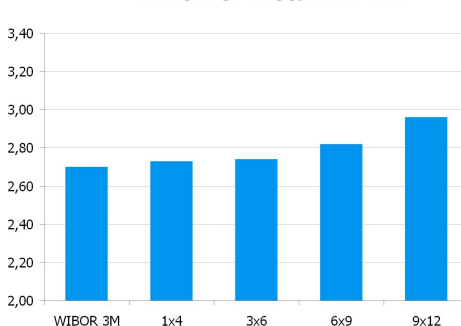
IRS	BID	ASK	depo	BID	ASK	Fixing NBP	
1Y	2.8	2.83	ON	2.0	2.5	EUR/PLN	4.1994
2Y	3.1651	3.22	1M	2.2	2.4	USD/PLN	3.1643
3Y	3.4499	3.50	3M	2.3	2.5	CHF/PLN	3.3810
4Y	3.665	3.72					
5Y	3.815	3.87					
6Y	3.92	3.98					
7Y	4.01	4.06					
8Y	4.07	4.13					
9Y	4.13	4.19					
10Y	4.1849	4.23					

FRA	BID	ASK	Poziomy otwarcia	
1x2	2.60	2.65	EUR/USD	1.3346
1x4	2.68	2.73	EUR/JPY	129.93
3x6	2.69	2.74	EUR/PLN	4.2200
6x9	2.76	2.82	USD/PLN	3.1628
9x12	2.93	2.96	CHF/PLN	3.4170

WIBOR 3M i 1Y



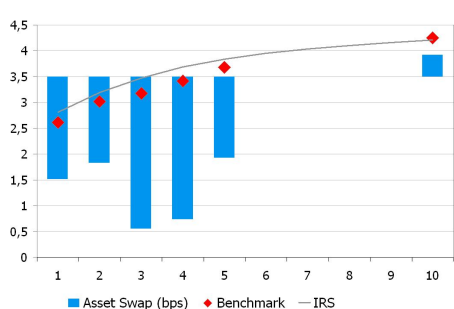
WIBOR 3M i stawki FRA



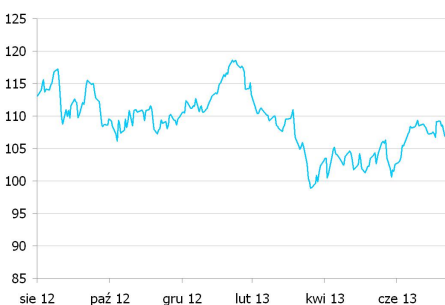
IRS 5Y i 2Y



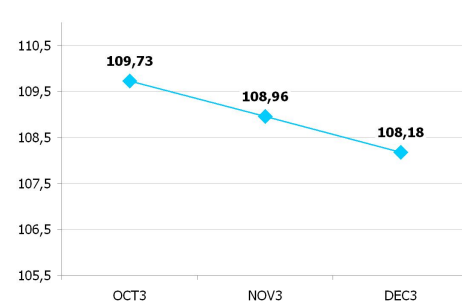
Asset swap i IRS



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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.