

16 stycznia 2017

Raport Dzienny

Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Karol Klimas
analityk
tel. +48 22 829 02 56
karol.klimas@mbank.pl

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
<http://www.mbank.pl>

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
16.01.2017 PONIEDZIAŁEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	gru	0.0	0.0	-0.1	
17.01.2017 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	gru		1.4	1.2	
11:00	GER	Indeks ZEW - oczekiwania (pkt.)	sty		19.0	13.8	
11:00	GER	Indeks ZEW - sytuacja bieżąca (pkt.)	sty		65.1	63.5	
14:30	USA	Indeks Empire State (pkt.)	sty		8.0	9.0	
18.01.2017 ŚRODA							
10:30	GBR	Stopa bezrobocia (%)	lis		4.8	4.8	
14:00	POL	Przeciętne wynagrodzenie brutto r/r (%)	gru	3.4	4.0	4.0	
14:00	POL	Zatrudnienie r/r (%)	gru	3.0	3.0	3.1	
14:30	USA	CPI r/r (%)	gru		2.0	1.7	
14:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.7	-0.4	
19.01.2017 CZWARTEK							
12:45	EUR	Decyzja EBC (%)	sty		-0.40	-0.40	
14:00	POL	Produkcja sprzedana przemysłu r/r (%)	gru	0.0	0.9	3.3	
14:00	POL	PPI r/r (%)	gru	3.3	2.5	1.7	
14:00	POL	Sprzedż detaliczna r/r (%)	gru	7.6	6.0	6.6	
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	gru		1195	1090	
14:30	USA	Pozwolenia na budowę (tys.)	gru		1220	1212 (r)	
14:30	USA	Indeks Philly Fed (pkt.)	sty		15.0	19.7 (r)	
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	14.01			247	
20.01.2017 PIĄTEK							
3:00	CHN	PKB r/r (%)	Q4		6.7	6.7	
3:00	CHN	Produkcja przemysłowa r/r (%)	gru		6.1	6.2	
3:00	CHN	Sprzedż detaliczna r/r (%)	gru		10.6	10.8	
14:00	POL	Koniunktura konsumencka	sty				
14:00	POL	Koniunktura w przedsiębiorstwach	sty				

W tym tygodniu...

Gospodarka polska Tydzień rozpoczyna się od publikacji danych o inflacji bazowej – na podstawie piątkowych danych GUS szacujemy, że wyniosła ona w grudniu 0,0% r/r. W środę zostaną opublikowane dane z rynku pracy. O ile zgadzamy się z konsensusem rynkowym co do delikatnego spowolnienia w zatrudnieniu (wysoka baza z poprzedniego roku), o tyle nasza prognoza płac jest wyraźnie niższa – z uwagi na efekty bazowe i dni roboczych spodziewamy się spowolnienia płac. W czwartek zostaną opublikowane dane z przemysłu i handlu. Produkcja przemysłowa, pozostająca pod wpływem efektów bazowych (odreagowanie po bardzo dobrym listopadzie b.r. i baza z grudnia '16) i dni roboczych (-1 zamiast 0 r/r), spowolniła najprawdopodobniej do zera. Towarzyszące temu dane o cenach producentów pokażą za to ostre przyspieszenie, wynikające głównie z wyższych cen surowców energetycznych. Wreszcie, widzimy przestrzeń do przyspieszenia sprzedaży detalicznej z uwagi na zwiększone, przedświąteczne wydatkowanie środków z programu 500+, pomimo czynników hamujących (tych samych, co w przypadku produkcji przemysłowej). Tydzień zakończą publikacje wskaźników koniunktury konsumenckiej i biznesowej GUS, będące najwcześniej znanymi miarami aktywności na początku roku.

Gospodarka globalna Posiedzenie EBC nie przyniesie żadnych zaskoczeń – po zmianach w pakiecie stymulacyjnym bank jest obecnie skupiony na obserwacji jego skutków i analizie danych. Z tego względu uwaga rynków będzie skierowana na Stany Zjednoczone: w piątek nastąpi inauguracja prezydentury D.Trumpa, a przez cały tydzień będą napływać dane z amerykańskiej gospodarki. Dane o inflacji (środa) powinny pokazać przyspieszenie CPI do 2% w grudniu z uwagi na wyższe ceny paliw, przy jednoczesnej stabilizacji inflacji bazowej. Informacje ze sfery realnej będą miały pozytywny wydźwięk: przyspieszenie produkcji przemysłowej (środa) i większa aktywność w budownictwie mieszkaniowym (wzrost liczby pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów). Wreszcie, pierwsze próbie nastrojów przedsiębiorstw (wtorek – okręg nowojorski, czwartek – filadelfijski) pokażą stabilizację koniunktury w przemyśle w styczniu. Warto też zwrócić uwagę na dane z Chin (PKB za IV kwartał i aktywność gospodarcza w grudniu), które wskażą na stabilizację dynamik.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

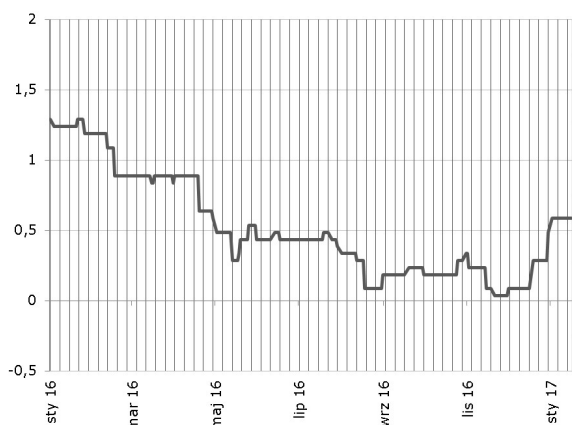
- Hardt: Zmiana stóp procentowych obecnie nie służyłaby stabilności makroekonomicznej gospodarki.
- Fitch: Agencja ratingowa podtrzymała w piątek rating Polski na poziomie A-, z perspektywą stabilną.
- Moody's: Agencja podała w piątek wieczorem w komunikacie, że 13 stycznia nie dokonała aktualizacji ratingu Polski.
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 2016 r. wzrosły rdr o 0,8 proc., a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,7 proc.

Decyzja RPP (08.02.2017)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.331	0.001
stopy bez zmian	100%	USAGB 10Y	0.000	0.000
obniżka 25 bps	0%	POLGB 10Y	3.575	0.073
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
bez zmian				

Syntetyczne podsumowanie minionego tygodnia

POLSKA

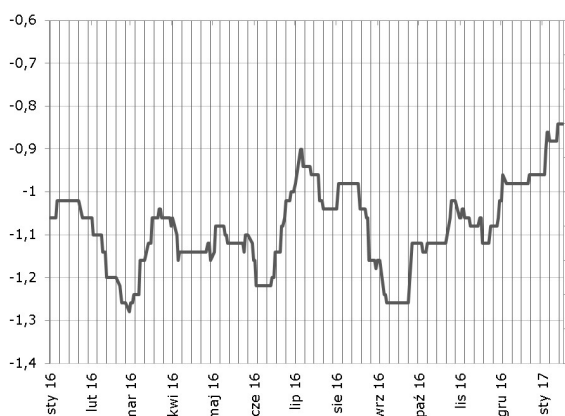
Indeks zaskoczeń dla Polski



Brak zaskoczeń – finalny odczyt CPI powtórzył odczyt flash. W tym tygodniu okazji do zaskoczenia będzie sporo – dane z rynku pracy (środa) i sfery realnej (czwartek).

STREFA EURO

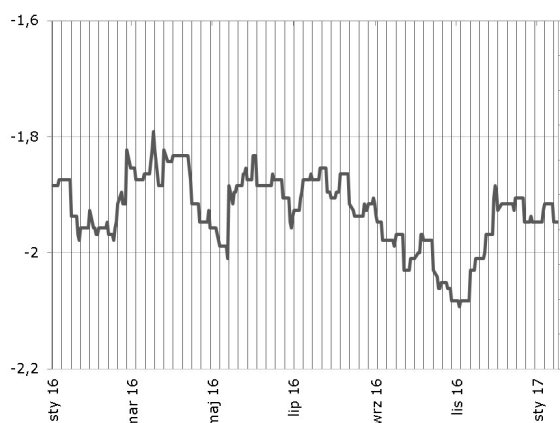
Indeks zaskoczeń dla strefy euro



Ostatni tydzień przyniósł niewielki wzrost europejskiego indeksu zaskoczeń za sprawą jednej tylko publikacji – produkcja przemysłowa. W tym tygodniu okazją do zaskoczenia będą jedynie niemieckie indeksy ZEW.

USA

Indeks zaskoczeń dla USA

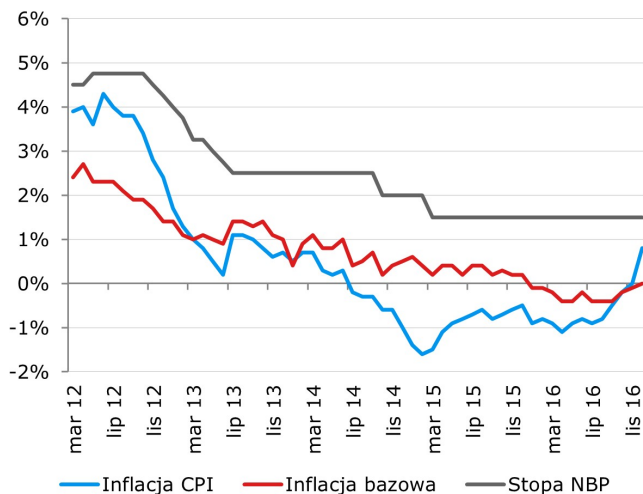


Gorsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej są odpowiedzialne za spadek amerykańskiego indeksu zaskoczeń. Okazji do poprawy w tym tygodniu będzie sporo – dane o inflacji, produkcji czy kolejne indeksy koniunktury.

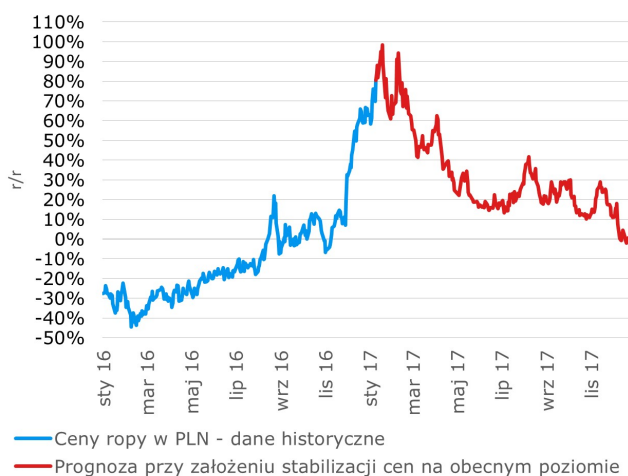
Indeksy zaskoczeń w syntetyczny sposób przedstawiają zaskoczenia rynków najistotniejszymi publikacjami danych makroekonomicznych. Indeksy konstruowane są codziennie na podstawie faktycznych nierewidowanych odczytów danych oraz median ich prognoz publikowanych przez serwis Bloomberg. Są one średnią ważoną wystandaryzowanych zaskoczeń rozumianych jako różnica odczytu i prognozy, gdzie wagi są konstruowane w oparciu o siłę oraz istotność wpływu danego zaskoczenia na dzienne wahania notowań instrumentów z rynku stopy procentowej i walutowego. Na wykresach podział wg tygodni.

Inflacja przyspiesza, ale na razie to głównie paliwa, żywność i baza

Baza statystyczna na paliwach z ubiegłego roku oraz wysoka miesięczna dynamika paliw w samym grudniu b.r. (około 5%), a także silniejsze niż zwykle wzrosty cen żywności (1,2%), wywindowały odczyt inflacji w grudniu do poziomu 0,8% r/r. Jediną kategorią z istotnie różną od zera dynamiką, poza wspomnianymi paliwami i żywnością, były ceny usług i dóbr transportowych (2,9% m/m). Szacujemy, że inflacja bazowa przez wzrost we wspomnianej kategorii wzrosła do 0,0% r/r. Momentum w kategoriach bazowych nie jest już ujemne, a delikatnie dodatnie. Kładziemy jednak nacisk na słowo „delikatnie”. Nie widać jeszcze rozlania się wzrostów cen na większą liczbę kategorii.



W kolejnych miesiącach inflacja będzie znacząco przyspieszać z uwagi na bazę statystyczną i w przeciągu 3-4 miesięcy osiągnie poziom około 2%. Wzrosty te wpisują się w trend globalny (także ten dotyczący zaskoczeń odczytami) i kluczowe pytania brzmią, czy obserwowane trendy przeniosą się na II połowę 2017 roku i czy rozpędzanie inflacji utrzyma się. Przypomnijmy: po wiosnie baza statystyczna staje się wysoka, a w obecnych danych nie widać wyraźnego wzrostu presji cenowej w kategoriach bazowych. Prognozy cen ropy na ten rok nie przekraczają 55-60 dolarów za baryłkę.



Co do implikacji dla polityki pieniężnej, prezes Głapiński potwierdził na ostatniej konferencji RPP, że uwaga sprzed miesiąca o dopuszczeniu do stymulacji gospodarki poprzez przyzwolenie na okres negatywnych stóp realnych nie była przypadkowa. Rada, podobnie jak miało to miejsce w przypadku deflacji, bę-

dzie starała się przeczekać okres szybkiego podejścia inflacji na początku 2017 roku bez nadmiernego podgrzewania oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Takie podejście może obecnie wspierać polskie obligacje.

Ratingi bez zmian

Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, agencja Fitch nie zmieniła poziomu ratingu Polski. Agencja Moody's nie opublikowała przeglądu ratingu (podobnie jak rok temu) – ta decyzja jest równoznaczna z utrzymaniem ratingu bez zmian.

Fitch uznał ryzyka fiskalne związane z niższym wiekiem emerytalnym za nie zmieniające stabilności finansowej Polski. W roku 2017 Fitch (podobnie jak my) nie widzi istotnego ryzyka przekroczenia przez deficyt 3% PKB. Najważniejsze zdaniem Fitch okazały się ostatnie propozycje dotyczące kredytów hipotecznych we franku szwajcarskim, które znacząco osłabiły ryzyko dla sektora bankowego.

Decyzje agencji powinny pozytywnie wpłynąć na polskie obligacje. Pomimo braku oczekiwań analityków na obniżki ratingów, inwestorzy przez ostatnie dni redukowali ryzyko w polskich obligacjach (obniżka ratingu oznaczałaby systematyczny spadek zaangażowania wiedzionych wskazaniem agencji inwestorów azjatyckich). W kolejnych dniach powinniśmy zobaczyć odregowanie, tym bardziej, że piątkowe wzrosty rentowności na rynkach bazowych zostały skorygowane. Piątkowy zbiór rekomendacji SKF mogący prowadzić do mniejszej dynamiki kredytu bankowego i systematycznie wyższych przyrostów relacji depozytów do kredytów również sugeruje strukturalny wzrost popytu banków na polskie obligacje.

KSF przyjął zbiór rekomendacji dot. portfela kredytów CHF

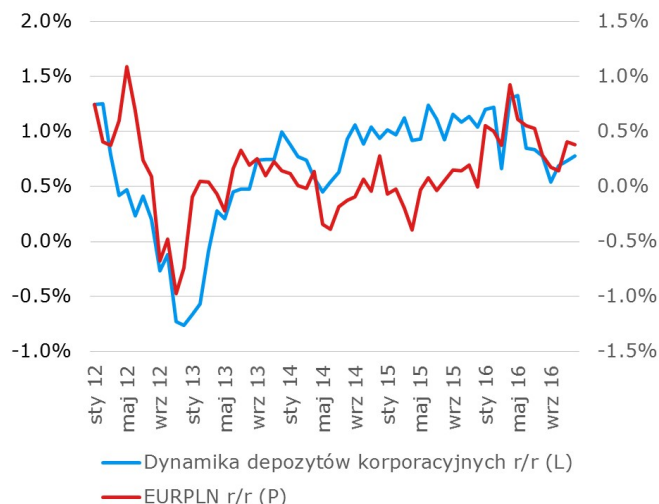
Komitet Stabilności Finansowej przyjął w piątek – na drodze uchwały – zbiór rekomendacji (łącznie 9) dot. portfela kredytów w CHF. Wszystkie rekomendacje łącznie idą w kierunku wyznaczonym na konferencji w sprawie ustawy dot. zwrotu spreadów, która miała miejsce w ubiegłym roku. Ich celem nadrzędnym jest względne zwiększenie kosztów utrzymywania portfeli frankowych przez banki i doprowadzenie do przewalutowania tych kredytów na drodze indywidualnych negocjacji z klientem.

Naszym zdaniem zbiór rekomendacji nie jest nową negatywną informacją. Po pierwsze, proponowane rozwiązania pojawiały się w różnych kształtach już przy okazji licznych wypowiedzi nadzorców, przedstawicieli rządu i NBP. Po drugie, w odróżnieniu od pierwotnych zapowiedzi, w dokumentach KSF (uchwała, uzasadnienie do uchwały) nie pojawia się wariant przymusowego przewalutowania kredytów frankowych jako element ostatecznego rozwiązania. Co więcej, wariant taki określany jest wielokrotnie w dokumentach jako zbyt ryzykowny. Podsumowując, naszym zdaniem działanie KSF pokazuje faktycznie wolę rozwiązania problemu zgodnie z zaprezentowaną wcześniej linią prezydencką, ale jest to także działanie z nieokreślonym punktem końcowym. Tym samym jego istotną cechą jest rozłożenie procesu w czasie (brak jednoznacznie określonej straty nie wymusi jednorazowego dostosowania aktywów banków) ale także dopuszczenie banków do negocjacji z klientami. Co ciekawe, efekt proponowanych rozwiązań dla rynku obligacji może

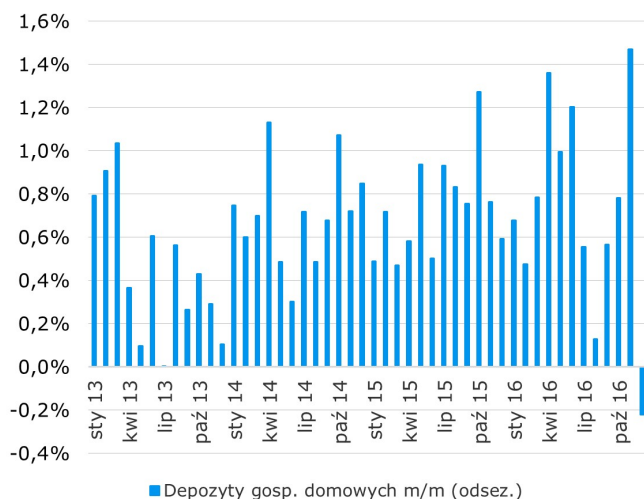
być neutralno-pozytywny. Jeśli faktycznie ograniczenia kapitałowe spowodują ograniczenie akcji kredytowej, rosnący poziom depozytów wymusi także zakupy obligacji przez banki.

Duży odpływ depozytów gospodarstw domowych.

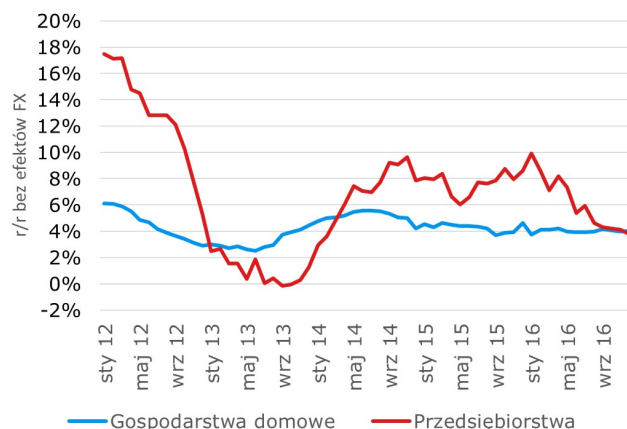
W grudniu roczna dynamika podaży pieniądza spadła z 9,7 do 9,5%, blisko konsensusu rynkowego i nieznacznie poniżej naszych prognoz. Różnica w stosunku do tych ostatnich wynika w zasadzie tylko z zachowania depozytów gospodarstw domowych – wzrost w ujęciu miesięcznym o 10,6 mld zł (tj. 1,5% m/m) jest jednym z najniższych w historii (oznacza pierwszy od 2007 r. minus w ujęciu odsezonowanym – por. wykres poniżej) i następuje po solidnym wzroście w listopadzie (+1,6% – więcej niż w prawie każdym poprzednim roku). Naszą preferowaną interpretacją dla takich wahań było od samego początku: najpierw tworzenie przez gospodarstwa domowe bufora finansowego, a potem zrealizowanie wydatków świątecznych w bardzo dużej skali. Co oczywiste, na takie zonglowanie funduszami pozwala wysoki skumulowany wzrost dochodów gospodarstw domowych (płace i program 500+). Ponadto, w naszej opinii środki z tego ostatniego źródła są niejako „znaczone” i skłonność do ich wydatkowania będzie największa wtedy, gdy istnieje konkretna, kulturowo uwarunkowana i akceptowalna okazja, np. początek roku szkolnego, pierwsza komunia św. czy okres przedświąteczny. Ostatecznym testem tej hipotezy będą dane o sprzedaży detalicznej (publikacja w czwartek) – spodziewamy się tu pozytywnej niespodzianki. Pozostałe czynniki kreacji pieniądza M3 zachowywały się zgodnie z oczekiwaniami – można jedynie odnotować delikatne przyspieszenie po stronie depozytów korporacyjnych, spójne z zachowaniem złotego w ostatnich miesiącach (por. wykres).



W przypadku kredytów odnotowano nieznaczne przyspieszenie w głównych kategoriach, które jednak można w całości przypisać osłabieniu złotego. Po wyłączeniu efektów kursowych spowolniły kredyty korporacyjne (z 4,1 do 3,8%), zaś dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostaje od miesiąca w okolicy 4,0% r/r. W przypadku tych pierwszych spowolnienie jest, jak już wskazywaliśmy w poprzednich komentarzach do danych M3, zasługą stagnacji w kategorii kredytów bieżących i może być związane z wysoką płynnością przedsiębiorstw niefinansowych. W odniesieniu do kredytów dla gospodarstw domowych można jedynie potwierdzić rozbieżną trajektorię kredytów hipotecyjnych (dynamika poniżej 3% w ujęciu rocznym) i konsumencjckich (przyspieszenie do prawie 8% w tym roku). Ta dychotomia będzie się utrzymywać również w kolejnych miesiącach, na co wskazują zarówno dane BIK, jak i wyniki ankiet przeprowadzanych w bankach.



Dynamika należności od sektora prywatnego (M3)



EURUSD fundamentalnie

EURUSD kończył piątek nieco mocniejszy. Po słabszych danych (sprzedaż, PPI) dolar nieoczekiwanie umocnił się (pociągnęło to za sobą także wzrosty rentowności oraz wzrosty na giełdzie). Reakcja nie utrzymała się jednak do końca dnia i spadki EURUSD odnotowane po danych zostały do końca dnia zniwelowane. W nowy tydzień wkraczamy przede wszystkim oczekując decyzji EBC (czwartek); reszta danych to druga liga, która nie wpłynie na notowania przy dobrze ugruntowanym konsensusie rynkowym. Jak EBC zareaguje na perspektywę wzrostu inflacji bazowej? Prawdopodobnie nie zareaguje, gdyż całkiem niedawno rozszerzył QE. Konferencja powinna być utrzymana w gołęmb tonie. I choć oczywiście ryzyko błędu komunikacyjnego jak zwykle istnieje, na tym etapie EBC raczej nie powinien igrać z ogniem. Z tego względu uważamy, że o ile inwestorzy mogą napędzać EURUSD w górę, kiedy inflacja bazowa wzrośnie, bank centralny nie będzie potęgował (na razie) tego ruchu. W konsekwencji EURUSD powinien pozostać w szerokim przedziale wokół 1,06.

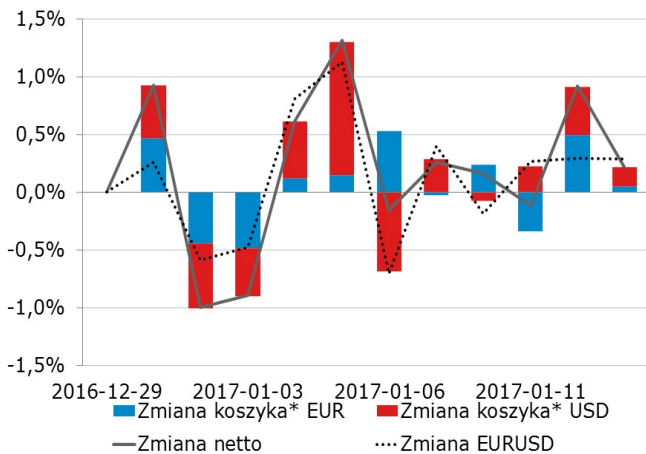
EURUSD technicznie

Pozycja: Brak.

Notowania EURUSD konsolidują się w okolicy 1,0650. Jako skuteczny opór zadziałała MA55 na wykresie dziennym, od dołu spadkiem zapobiega MA30 na wykresie 4h. Otwarcie z luką w poniedziałek, jednak nie zmieniło to ogólnego obrazu. Dzisiaj, ze względu na dzień wolny w USA, nie spodziewamy się, aby sytuacja uległa zmianie. Patrząc w szerszej perspektywie, odbicie od MA55 na wykresie dziennym może być sygnałem zakończenia wzrostu. Przestrzeń do spadku wynosi jednak tylko figurę, dlatego wstrzymujemy się z zajęciem pozycji short. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,0527	1,1300
1,0341	1,0988
1,0000	1,0640

Dekompozycja zmian EUR/USD



* Koszyki walutowe wycielane są jako ważona średnia geometryczna notowań względem GBP, JPY, CAD, CHF.



EURPLN fundamentalnie

EURPLN rósł w piątek, ale nieznacznie. Przyczynić mogło się do tego (od około 14) umocnienie dolara, ale także oczekiwanie na decyzje agencji ratingowych oraz opublikowany przez KSF dokument dot. rekomendacji mających na celu zachęcenie banków do dobrowolnego przewalutowania kredytów CHF (więcej w sekcji analizy). Na polu danych makro najbardziej istotna powinna być decyzja EBC (patrz komentarz do EURUSD). Jeśli zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBC nie doleje oliwy do ognia, waluty EM powinny pozostać względnie stabilne, co dotyczy także PLN. Po ostatnim umocnieniu PLN okolice 4,37 powinny w najbliższym czasie wyznaczać środek przedziału konsolidacji.

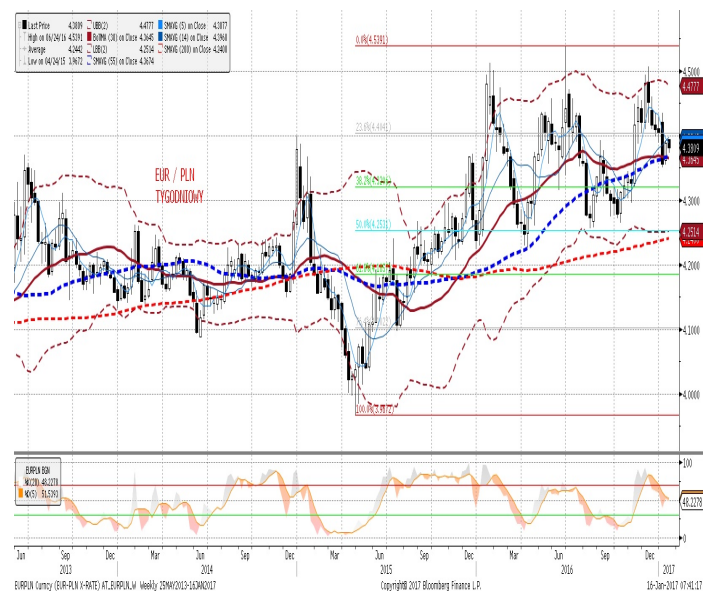
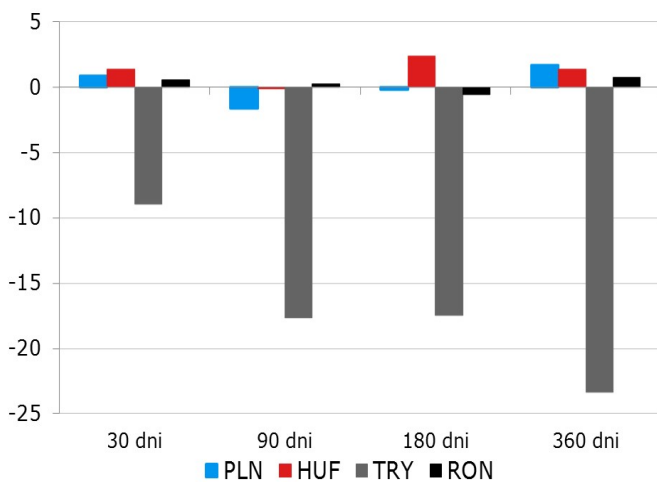
EURPLN technicznie

Pozycja: Brak.

Spore zmiany na kursie EURPLN – w piątek notowania wyskoczyły w górę z obszaru konsolidacji pomiędzy średnimi MA30 / MA55 na wykresie 4h. Wzrost wyniósł ponad dwie figury, ruch zatrzymał się na górnej granicy kanału spadkowego na wykresie dziennym. Opór ten zachował się, kurs po otwarciu z luką wraca w kierunku wspomnianego splotu średnich na wykresie 4h. Kanał na wykresie dziennym wskazuje na to, że notowania powinny dalej spadać. Nie widzimy jednak okazji do zarobku grając aktualnie short. Solidnym oporem poza granicą kanału jest dopiero splot MA30 / MA55 na wykresie dziennym. Impuls związany z dywergencją na 4h może być niewystarczający do przebicia najbliższych wsparć (poza splotem na 4h jest to MA200 na wykresie dziennym). Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
4,3666	4,5391
4,2949	4,5064
4,2654	4,3973

Ruchy walutowe w regionie (względem EUR).
Wzrost - aprecjacja, spadek - deprecjacja, w %.



IRS	BID	ASK
1Y	1.78	1.82
2Y	1.97	2.01
3Y	2.04	2.08
4Y	2.21	2.25
5Y	2.37	2.41
6Y	2.51	2.55
7Y	2.67	2.71
8Y	2.76	2.80
9Y	2.84	2.88
10Y	2.92	2.96

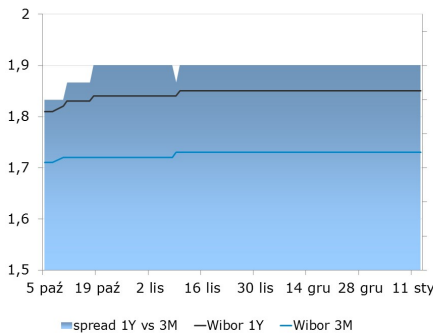
depo	BID	ASK
ON	1.10	1.50
1M	1.55	1.75
3M	1.42	1.90

FRA	BID	ASK
1x2	1.66	1.69
1x4	1.72	1.76
3x6	1.74	1.78
6x9	1.78	1.82
9x12	1.84	1.87

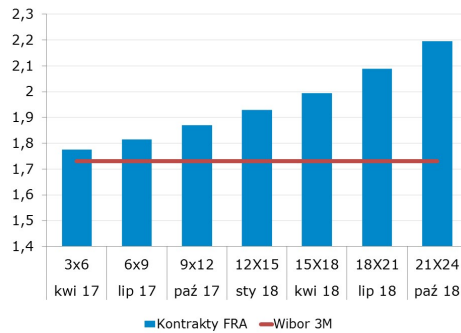
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.3730
USD/PLN	4.1084
CHF/PLN	4.0753

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.0615
EUR/JPY	121.78
EUR/PLN	4.3718
USD/PLN	4.1137
CHF/PLN	4.0751

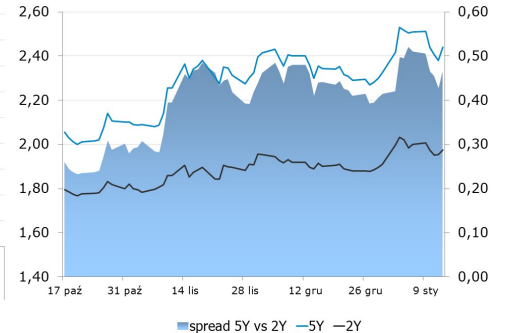
WIBOR 3M i 1Y



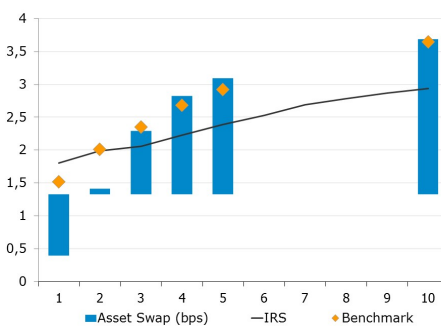
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



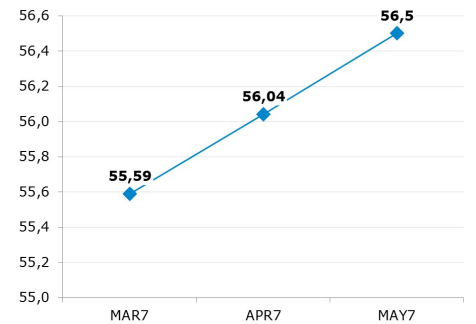
Asset swap i IRS



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 opartej na danych 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 mBanku S.A. 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. mBank 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 mBanku S.A., 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.