

Makro i rynek

komentarz tygodniowy

19 września 2022

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond, Bank Millennium

W środę decyzję w sprawie stóp procentowych podejmie amerykański Fed. Rynkowy konsensus zakłada wzrost kosztu pieniądza o 75 pkt. baz. do przedziału 3,00-3,25%. W naszej ocenie nawet jastrzębia retoryka FOMC nie będzie wystarczająca, by nasilić rynkowe oczekiwania co do docelowego poziomu stopy w całym cyklu. Od lipcowego posiedzenia FOMC wzrosły one znacząco.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Jastrzębi Fed powinien podnieść stopy procentowe o 0,75 pkt proc.

W tym tygodniu najważniejszym dla rynków wydarzeniem będzie posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Spodziewamy się podwyżki głównej stopy procentowej z obecnego przedziału 2,25-2,50% do 3,00-3,25%. Taki jest też konsensus prognoz. Podczas sympozjum w Jackson Hole pod koniec sierpnia przewodniczący Fed J.Powell zaprezentował jastrzębią retorykę i determinację do realizacji celu inflacyjnego (2,0% r/r) w średnim okresie. Jednocześnie bezrobocie w USA nadal pozostaje bardzo niskie, a inflacja CPI, zwłaszcza komponent bazowy, okazała się w sierpniu wyższa od oczekiwań. Po publikacji danych inflacyjnych rynki finansowe nasiliły oczekiwania co do tempa podwyżek stóp przez Fed, a część inwestorów wycenia obecnie nawet zwiększenie kosztu pieniądza o 1,00 pkt proc., choć realizacja tych oczekiwań stałaby w sprzeczności ze spodziewanym przez część członków Fed spowolnieniem w przyszłości tempa zacieśniania monetarnego. Decyzję poznamy w środę o godz. 20:00, a w centrum uwagi będzie też wystąpienie J.Powella na konferencji, która w wymowie nie powinna różnić się od wniosków z prelekcji w Jackson Hole. W środę poznamy także nową projekcję makroekonomiczną. Najciekawszy będzie tzw. wykres dot-plot prezentujący oczekiwania członków Rezerwy Federalnej co do poziomu stóp w przyszłości. Spodziewamy się wzrostu prognoz stóp procentowych na koniec 2022, jak i 2023 r. względem rundy w czerwcu. Obecnie rynki finansowe wyceniają szczyt stóp procentowych Fed na przełomie 2022 i 2023 r. na poziomie 4,25-4,50% oraz rozpoczęcia obniżek stóp pod koniec 2023 r. W naszej ocenie scenariusz ten staje się coraz bardziej prawdopodobny.

Gospodarka strefy euro spowalnia, ale EBC będzie kontynuował podwyżki stóp

W piątek opublikowane zostaną wstępne dane PMI dla strefy euro za wrzesień. Według konsensusu prognoz indeks dla przemysłu spadł do 48,8 pkt z 49,6 pkt w sierpniu, a dla usług do 49,1 pkt z 49,8 pkt, co oznacza spodziewane pogłębienie spadku aktywności w gospodarce. Biorąc pod uwagę najwyższą w historii Eurolandu inflację i kryzys energetyczny tendencja ta będzie kontynuowana, a gospodarka znajdzie się w recesji. Dane o pesymistycznej wymowie nie powinny jednak wpływać na oczekiwania co do podwyżek stóp procentowych w strefie euro w najbliższych miesiącach, gdyż Europejski Bank Centralny wyraża determinację do obniżenia inflacji. W piątek przewodnicząca EBC Ch.Lagarde powiedziała, że „stabilność cen ma swój wymiar fundamentalny i pryncypialny”.

Liczne dane z krajowej gospodarki

Rozpoczynający się tydzień to okres publikacji licznych danych z krajowej gospodarki, choć stanowić będą one tło dla głównego wydarzenia tego tygodnia, czyli posiedzenia Fed. Dane z sektora przedsiębiorstw powinny wskazać na stabilizację dynamiki wynagrodzenia i zatrudnienia we wrześniu na solidnych poziomach. W przypadku danych z gospodarki realnej (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa) oczekujemy przyspieszenia rocznych dynamik m.in. ze względu na ustąpienie negatywnego efektu kalendarzowego z sierpnia. Nieco lepsze niż w sierpniu dane nie zmieniają jednak ogólnego obrazu gospodarki, która wyraźnie hamuje. Pozytywne niespodzianki w danych mogą utrzymać oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych w październiku, która może stanowić ostatni epizod cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w obecnym cyklu.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,7114	0,3%
USD/PLN	4,7215	1,9%
CHF/PLN	4,8731	0,4%
EUR/USD	0,9978	-1,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	7,00	0
WIBOR 3M	7,15	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	6,58	0
5Y	6,49	22
10Y	6,13	25

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	7,09	21
5Y	6,26	28
10Y	6,01	23

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	1,78	12
US 10Y	3,45	16




Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	49574,9	-3,4
S&P 500	3873,3	-4,8
Nikkei 225	27567,7	-2,3

Źródło: Refinitiv




Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Millennium
bank

Rynek walutowy

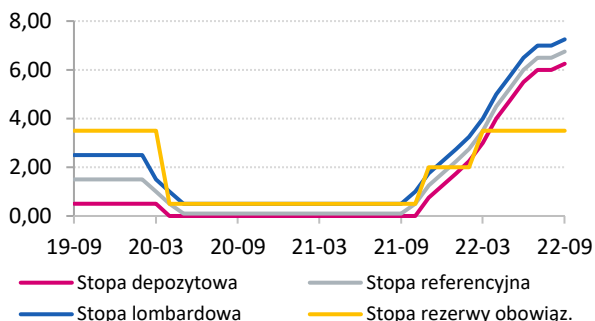
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN 	Złoty rozpoczyna czwarty już tydzień, w trakcie którego porusza się wokół poziomu 4,71 z zachowaniem niewielkiej zmienności. Źródłem stabilizacji są przede wszystkim ograniczone zmiany eurodolara, które są obecnie kluczowe dla zrozumienia zachowania złotego, ale i co do zasady także i pozostałych walut emerging markets. Polska waluta zachowuje spokój również w obliczu ustabilizowania się oczekiwań co do docelowego poziomu stopy procentowej w kraju, po tym jak szereg wypowiedzi przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej, w tym prezesa Narodowego Banku Polskiego oraz napływające dane makro sugerują bliski kres zacieśniania monetarnego. Jak wspomnieliśmy bieżąca korelacja wyceny złotego z zachowaniem pary EUR/USD jest ścisła i to w notowaniach eurodolara szukać należy odpowiedzi co do przyszłego kierunku wyceny polskiej waluty. Uważamy, iż ten tydzień z uwagi na zaplanowane posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej może tchnąć nieco więcej zmienności w globalne rynki finansowe, a tym samym i na nasz lokalny rynek walutowy. Wiele zależeć będzie jednak od determinacji Fed do walki z inflacją. Zakładając, iż narracja FOMC nie nasili dotychczasowych oczekiwań co do docelowej stopy procentowej w USA liczymy na wzrost notowań eurodolara, a tym samym ponowną walkę kursu EUR/PLN o skuteczne zejście poniżej bariery 4,70 (począwszy od drugiej połowy tygodnia). Rozbudowany zestaw krajowych danych powinien zaś pozostawać neutralny dla złotego, gdyż nie zmieni on obecnego nastawienia RPP.
USD/PLN 	Stabilizacja złotego w połączeniu z niewielkimi wahaniami eurodolara (przynajmniej przez pierwszą połowę tego tygodnia) zadecyduje o ograniczonych ruchach kursu USD/PLN w najbliższych dniach. Na gruncie analizy technicznej poziom 4,7488 skutecznie studzi presję wzrostową natomiast 4,6416 zabezpiecza - od dołu - przed potencjalną zniżką. Ryzykiem dla naszego scenariusza pozostają zmiany rynkowe będące reakcją na wynik środowego posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej.
EUR/USD 	Kurs EUR/USD rozpoczyna kolejny tydzień poruszając się wokół parytetu. Za najważniejsze wydarzenie najbliższych dni należy uznać wynik posiedzenia amerykańskiej Rezerwy Federalnej (oczekiwany wzrost stóp procentowych o 75 pkt. baz.) oraz narrację przedstawicieli Fed do walki z inflacją. Uważamy, iż zgodna z oczekiwaniami decyzja oraz prawdopodobny brak nasilenia rynkowych oczekiwań co do docelowego poziomu stopy procentowej zadecydować może o powrocie notowań powyżej parytetu (oznaczałoby to nieznaczny ruch w górę). Tym bardziej, iż globalne nastroje są nieco lepsze niż w ub. tygodniu po zakończeniu lockdownu w jednej z chińskiej prowincji oraz enigmatycznych wypowiedziach prezydenta Ukrainy o możliwości odzyskania Krymu na drodze dyplomatycznej. Przeciwwagą dla trendu wzrostu notowań eurodolara mogą okazać się zaś piątkowe wstępne odczyty indeksów PMI w Europie wskazujące na systematycznie pogarszający się obraz koniunktury. W efekcie nawet w obliczu spodziewanej wyżki notowań eurodolara jej zakres nie powinien być znaczący.

Rynek obligacji

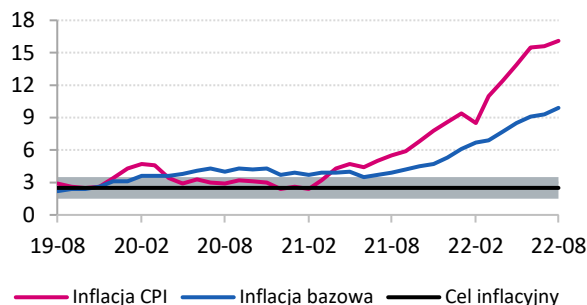
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień	
Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%) 	Rentowność polskiej 10-latki oscyluje wokół poziomu 6% zachowując stosunkowo niewielką zmienność. Z jednej strony jest to wynikiem dość racjonalnego w naszym ocenie zdyskontowania przez bazowe rynki długu najbardziej prawdopodobnego poziomu docelowych stóp procentowych w USA i strefie euro. Z drugiej zaś oczekiwania co do krajowej stopy referencyjnej nie są już tak silnie zmienne i krzepną obecnie - co pokazują kontrakty FRA 4x7 - na poziomie 7,25% (nasz prognoza to 7,0%). Niewielkiej zmienności w tym zakresie sprzyjają komentarze członków RPP oraz dane świadczące o hamowaniu gospodarki. W ubiegłym tygodniu czynnikiem stabilizującym wycenę SPW był dodatkowo przetarg zamiany obligacji a jego wpływ może być rozciągnięty także na trwający tydzień. Podsumowując, w naszej ocenie wycenie 10-latki bliżej obecnie do marazmu niż do gwałtownych wahań obserwowanych na przełomie drugiego i trzeciego kwartału. Nerwowości inwestorów nie wzbudzają nawet coraz hojniejsze rządowe programy ostonowe - jak ostatni w przypadku przyszłorocznych cen energii elektrycznej. W rezultacie trudno obecnie o czynniki mogące zmienić horyzontalny trend notowań długiego końca krajowej krzywej.
10Y DE (%) 	Rentowność Bunda kontynuuje podróż w kierunku bariery 2% w ślad za coraz mocniej akcentowaną gotowością przez Europejski Bank Centralny do walki z inflacją poprzez cykl podwyżek stóp procentowych. W efekcie inwestorzy coraz bardziej agresywnie - nawet w obliczu ryzyka recesji - wyceniają perspektywę zacieśniania monetarnego w strefie euro. Dodatkowo niemieckie programy fiskalne zmierzające do ograniczenia wpływu rosnących cen energii powodują pro wzrostową presję na rentowność Bunda. O ile uważamy, iż trend wyżki dochodowości ma szansę być kontynuowany, to jego zakres jest umiarkowany a ograniczać go będą prawdopodobnie słabe dane ze strefy euro (w tym piątkowe odczyty PMI).
10Y US (%) 	Wynik posiedzenia Fed będzie wyznacznikiem dla wyceny Treasuries w tym tygodniu. W naszej ocenie trudno będzie jednak przebić dotychczasowe oczekiwania inwestorów co do całości cyklu, stąd nawet podwyżka kosztu pieniądza o 75 pkt. baz. może być niewystarczająca do kontynuowania trendu wzrostu rentowności. Naszym scenariuszem bazowym na najbliższe dni pozostaje zatem stabilizacja wyceny 10-latki USA.

Polityka pieniężna w Polsce

Stopy procentowe NBP [%]



Inflacja CPI i cel inflacyjny [% r/r]

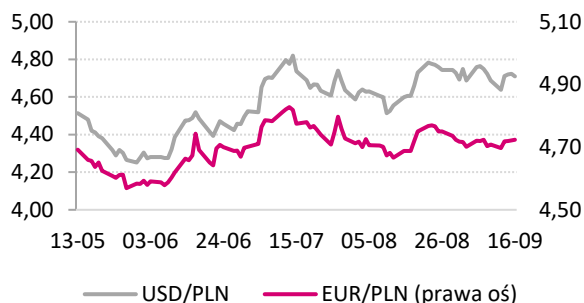


<p>Henryk Wnorowski (19.09.2022)</p>	<p>Zgadzam się. Nie widzę powodów, aby [główna stopa procentowa] miała być wyżej [niż 7,00 proc.]. Ale potrzebne jest tu zastrzeżenie: to jest ocena przy obecnym stanie wiedzy. Rzeczywistość jest zaś niezwykle dynamiczna, w otoczeniu zewnętrznym i wewnętrznym utrzymuje się duża niepewność. Moja ocena może się, więc zmienić.</p> <p>Nie spodziewam się też, żeby [podwyższenie płacy minimalnej] wywołało to jakieś duże kłopoty w przedsiębiorstwach, które ma miejsce w zdecydowanej większości i tak płacą więcej. Wpływy do budżetu z CIT-u sugerują, że ich kondycja jest niezła. A udział kosztów pracy w całkowitych kosztach w ostatnich kwartałach stale malał. Natomiast tak duża podwyżka płacy minimalnej może być problemem dla części podmiotów z sektora publicznego, np. w służbie zdrowia</p>
<p>Ludwik Kotecki (14.09.2022) (12.09.2022) (9.09.2022)</p>	<p>Wydaje mi się, że jest za wcześnie, żeby zatrzymać cykl. Mamy do czynienia z bardzo silną stymulacją popytu, która ma miejsce nie od tego roku i nie od zeszłego. Od 5 lat stymuluje się popyt, czytaj konsumpcję, a nie stymuluje się podaży, czyli inwestycji, w Polsce. Mamy coraz większy problem z inwestycjami. Oczekuję, że inwestycji nie będzie też w przyszłym roku. Problem ze stymulowaniem konsumpcji polega na tym, że (...)to niestety będzie napędzać inflację</p> <p>Stopy powinny być na wyższym poziomie. Inflacja bazowa kształtuje się na poziomie 10 proc. To mamy odpowiedź, na jakim poziomie powinny być stopy. Podwyżki są za małe.</p> <p>Nie widzę pewnej determinacji (w RPP), nie od dzisiaj, do tego żeby rzeczywiście zacząć walczyć z inflacją na poważnie. To nie tylko są stopy procentowe. (...) To jest poważna rozmowa z ministrem finansów - spotkanie Rady z ministrem finansów i uświadomienie być może członkom rządu, że inflacja nie zgaśnie sama. Nie możemy oczekiwać, że ona sama zacznie spadać. (...) Mówię o czystym dialogu. Nie możemy wpływać na ich decyzje, mówię o rządzie ani oni na nasze.</p>
<p>Joanna Tyrowicz (14.09.2022)</p>	<p>W debacie naukowej - wiele krajów ma nadal ujemne realne stopy procentowe, choć pod względem skali Polska jest naprawdę w czołówce. Pojawia się więc poważna wątpliwość, czy da się wyjść z najwyższej od kilku dekad inflacji bez dodatnich stóp procentowych. Pragmatycznie duża część naukowców mówi, by obserwować efekty wygaszania polityki luzowania ilościowego i dostosowywać się do sytuacji na bieżąco. Pewna grupa zwraca jednak uwagę, że nigdy w historii nie udało się stłumić inflacji bez dodatnich realnych stóp procentowych, na dodatek przy dość dużej aktywności rządów w transferach społecznych. W praktyce, jak zawsze, zobaczymy, ale nikt na poważnie nie rozważa scenariusza przeczekania inflacji.</p>
<p>Cezary Kochalski (12.09.2022)</p>	<p>Przestrzeń do dalszych podwyżek stóp znacząco zmalała, a prawdopodobieństwo zakończenia cyklu podwyżek wzrosło. Po wrześniowej decyzji RPP prawdopodobieństwo braku zmian stóp w październiku wzrosło.</p>
<p>Ireneusz Dąbrowski (9.09.2022)</p>	<p>Analiza danych wskazuje, że wrześniowa podwyżka o 25 pb była ostatnią. W mojej opinii cykl podwyżek stóp procentowych w Polsce zakończył się.</p>
<p>Adam Glapiński (8.09.2022)</p>	<p>W październiku możliwy jest albo brak zmiany poziomu stóp procentowych, albo wzrost o 25 pb. (...) Formalnie nie zakończyliśmy cyklu podwyżek, nasze kolejne decyzje będą zależały od napływających danych. Z tych danych będą się wyłaniały perspektywy inflacji, koniunktury. W listopadzie będzie raport, jakie są te perspektywy.</p> <p>Gdyby się udało utrzymać tarczę i nie podwyższać cen regulowanych od stycznia (...), a wprowadzić dopłaty dla firm, które dostarczają energię (...) - gdyby to było teoretycznie możliwe, to inflacja byłaby niższa o 7 pkt. proc. w przyszłym roku.</p>
<p>Przemysław Litwiniuk (1.09.2022)</p>	<p>Myslę, że to scenariusz podstawowy (podwyżka o 0,25 pkt. proc.), on może się rozwinąć w kierunku wyższej podwyżki we wrześniu, jeśli te dane będą się do siódmego (września) potwierdzać.</p>
<p>Wiesław Janczyk (21.07.2022)</p>	<p>Najbliższe miesiące, mam nadzieję, nie przyniosą istotnych przesłanek do kontynuowania cyklu podwyżek, jednak oddziaływanie cen energii w nadchodzącym sezonie jesienno-zimowym na gospodarkę i konsumentów dzisiaj jest trudne do trafnego przewidzenia.</p> <p>Rada będzie działać adekwatnie do sytuacji w naszej gospodarce. W mojej opinii będzie dążyć do utrzymania możliwie najniższych poziomów stóp procentowych mając na celu realny powrót do celu inflacyjnego, który wynosi 2,5 proc. +/- 1 pkt. proc.</p>

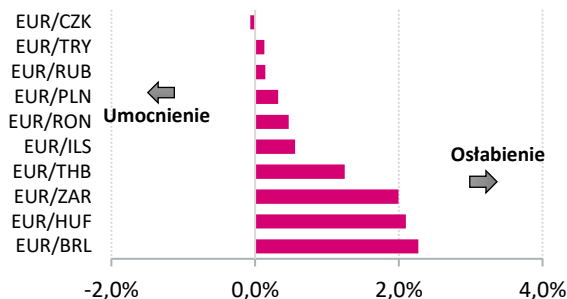
Źródło: PAP, Refinitiv, Bloomberg

Wykresy rynkowe

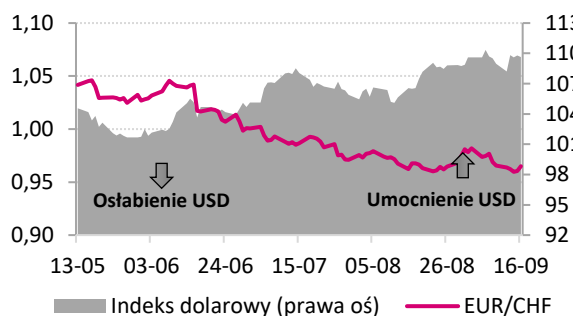
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



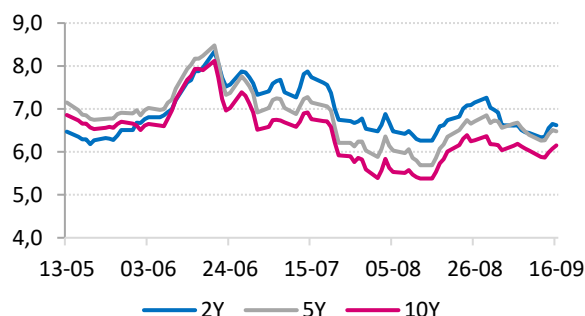
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



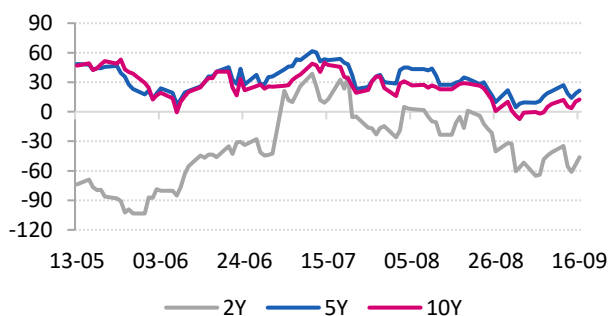
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



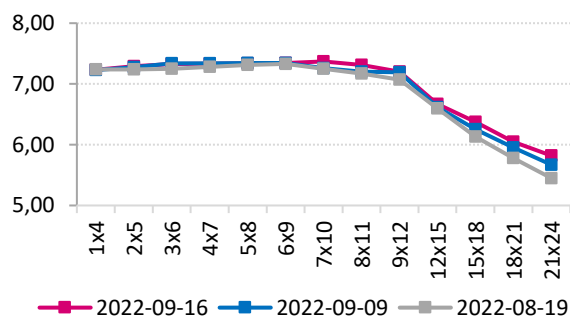
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



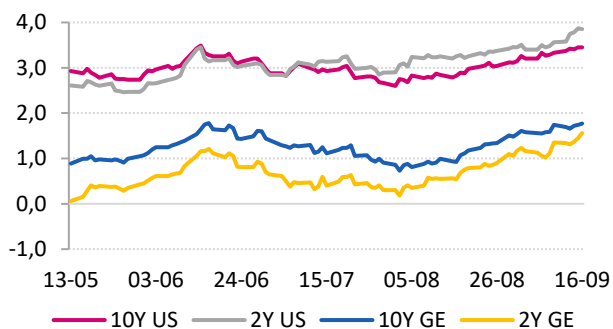
Krajowe stawki ASW [%]



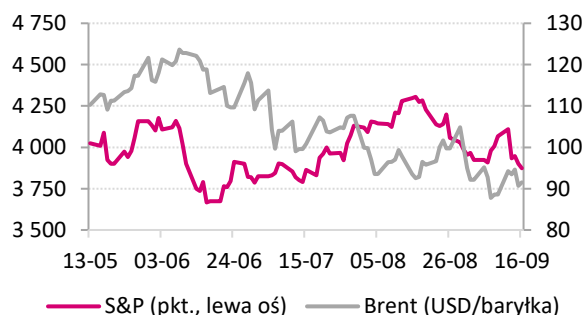
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



Źródło: Macrobond, Refinitiv

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 19 września					
Dzień wolny od pracy	UK				
Wtorek 20 września					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Sierpień	24.9%	24.8%	24.8%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Sierpień	7.6%	9.7%	9.6%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Sierpień	15.8%	13.9%	13.7%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Sierpień	2.4%	2.4%	2.4%
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Sierpień	1685k	1615k	
14:30 Rozpoczęte budowy domów	USA	Sierpień	1446k	1430k	
Środa 21 września					
10:00 Produkcja budowlano-montażowa	Polska	Sierpień	4.2%	4.3%	5.5%
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Sierpień	2.0%	3.0%	2.8%
16:00 Sprzedaż domów na rynku wtórnym	USA	Sierpień	4.81m	4.63m	
20:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	USA	Wrzesień	2.25-2.50%	3.00-3.25%	
Czwartek 22 września					
13:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	Japonia	Wrzesień	-0.1%	-0.1%	
13:00 Decyzja w sprawie stóp procentowych	UK	Wrzesień	1.75%	2.25%	
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Sierpień	6.2%	6.2%	6.5%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	16 września	213k	220k	
Piątek 23 września					
09:30 Wstępny PMI w przemyśle	Niemcy	Wrzesień	49.1	48.3	
09:30 Wstępny PMI w usługach	Niemcy	Wrzesień	47.7	47.2	
10:00 Wstępny PMI w przemyśle	EZ	Wrzesień	49.6	48.8	
10:00 Wstępny PMI w usługach	EZ	Wrzesień	49.8	49.1	
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Sierpień	4.9%	4.9%	4.9%
15:45 Wstępny PMI w przemyśle	USA	Wrzesień	51.5		
15:45 Wstępny PMI w usługach	USA	Wrzesień	43.7		
Poniedziałek 26 września					
10:00 Indeks Ifo	Niemcy	Wrzesień	88.5		

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	Q421	1Q22	2Q22	3Q22	Q422	1Q23	2Q23	3Q22	4Q23
PKB	% r/r	5,9	4,2	1,0	7,6	8,5	5,5	3,0	1,2	-1,2	1,1	1,9	2,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5,4	5,4	5,7	5,4	5,4	4,9	4,9	5,1	5,2	5,3	5,4	5,7
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5,1	13,8	10,5	7,7	9,6	13,9	16,0	15,4	15,1	11,0	9,1	7,9
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70,8	101,3	83,6	79,6	100,3	113,4	100,8	93,2	87,2	84,1	82,3	80,8
Stopa referencyjna	%, k.o.	1,75	7,00	6,50	1,75	3,50	6,00	6,75	7,00	7,00	7,00	7,00	6,50
WIBOR 1M	%, k.o.	2,23	7,10	6,55	2,23	4,12	6,59	7,10	7,10	7,10	7,10	7,05	6,55
WIBOR 3M	%, k.o.	2,54	7,20	6,65	2,54	4,77	7,05	7,20	7,20	7,20	7,20	7,15	6,65
WIBOR 6M	%, k.o.	2,84	7,35	6,70	2,84	5,05	7,35	7,40	7,35	7,35	7,35	7,25	6,70
EUR/PLN	k.o.	4,58	4,70	4,60	4,58	4,64	4,70	4,72	4,70	4,67	4,65	4,63	4,60
USD/PLN	k.o.	4,03	4,77	4,38	4,03	4,17	4,49	4,72	4,77	4,67	4,56	4,50	4,38
EUR/USD	k.o.	1,14	0,99	1,05	1,14	1,11	1,05	1,00	0,99	1,00	1,02	1,03	1,05
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0,57	2,65	2,70	-0,57	-0,46	-0,20	1,07	2,65	2,70	2,70	2,70	2,70
LIBOR 3M USD	%, k.o.	0,21	4,55	4,20	0,21	0,96	2,29	3,75	4,55	4,50	4,50	4,30	4,20

* pola szare - prognozy i szacunki Banku Millennium, śr.o. - średnio w okresie, k.o. - na koniec okresu
 Źródło: GUS, NBP, Refinitiv, Macrobond, Bank Millennium SA

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.