

Komentarz roczny



Michał Kopiczyński
Zastępca Dyrektora Inwestycyjnego
Dyrektor Zespołu Zarządzania Instrumentami Udziałowymi
ING Investment Management (Polska) S.A.

Kontynuacja hossy na rynkach rozwiniętych. Rynki wschodzące płasko.

Ubiegły rok był korzystny dla rynków akcji, zwłaszcza rynków rozwiniętych. Największy rynek na świecie (USA) zanotował wzrost o ok. 30% (S&P500). Również w największej gospodarce Europy (Niemczech) indeks giełdowy wzrósł bardzo mocno (+25%). Z kolei największy wzrost z dużych krajów pokazał indeks japoński (+57%). Również indeks 50 największych spółek europejskich zanotował wzrost o 18%, czego główną przyczyną były spółki niemieckie, ale też francuskie, włoskie czy holenderskie. To może świadczyć o tym, że inwestorzy coraz mniej obawiają się o stan europejskiej gospodarki.

Inaczej przedstawia się sytuacja na rynkach wschodzących. Tu nie mieliśmy do czynienia z kontynuacją wzrostów, ale nie doszło też do spektakularnych spadków. Najmocniej z dużych rynków rozwijających się spadł indeks brazylijski (-16%) oraz turecki (-14%), a najlepiej radziły sobie Indie (+9%) i Chiny (+3%). Z krajów naszego regionu słabo radziła sobie Turcja (-14%) i Czechy (-5%), a bardzo dobrze Grecja (+29%) i Rumunia (+26%).

Słabe zachowanie rynków wschodzących trwa już trzy lata, z małą przerwą w roku 2012 (wtedy wzrosty były podobne – ok +14%). Wyceny w krajach rozwiniętych są już o ok. 50% wyższe niż w krajach wschodzących.

Na tym tle polskie akcje należały do średniaków. WIG ze wzrostem rzędu 8% plasował się pomiędzy rynkami rozwiniętymi (średnio +25%) i rynkami rozwijającymi się (średnio -5%) i to blisko środka przedziału. Z kolei wyceny w Polsce (jeśli brać po uwagę zyski spółek) są zbliżone do krajów rozwiniętych, a jeśli brać pod uwagę majątek to do rynków wschodzących. Mogłoby to oznaczać, że inwestorzy spodziewają się wzrostów wyników polskich przedsiębiorstw w najbliższym okresie.

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacji z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Ubiegły rok był podobny do roku 2009, jeśli chodzi o to która klasa spółek rosla. Zdecydowanie najlepsze efekty przyniosło inwestowanie w małe i średnie spółki (ok 31%-37% zysku na indeksach), a najgorzej wypadły duże spółki (WIG20 -7%). Z kolei najbardziej opłacalne było inwestowanie w sektory: budowlany (+34%) i media (+31%). Straty przyniósł sektor materiałowy (-32%) oraz żywnościowy (-11%).

Duży wpływ na zachowanie się rynków miała sytuacja na rynku surowcowym. Większość surowców spadała w ubiegłym roku, np. srebro -35%, złoto -28%, miedź -6%. Nieznacznie wzrosła cena ropy (+0,5%) oraz rudy żelaza (+6%). Taka sytuacja miała zwykle negatywny wpływ na rynki rozwijające się (producenci surowców netto) i pozytywny na rynki rozwinięte (konsumenci surowców netto).

Wydaje się, że sytuacja na rynkach surowców będzie istotnym czynnikiem wpływającym na rynki akcji w 2014 roku. Spodziewamy się, że ożywienie gospodarcze będzie się utrzymywać, a akcje w dalszym ciągu pozostają najciekawszą propozycją inwestycyjną w środowisku niskich stóp procentowych.

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacjach z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.



Jarosław Karpiński, CFA
Zarządzający Funduszami
ING Investment Management (Polska) S.A.

Czy 2014 będzie rokiem obligacji?

Podsumowując miniony rok wystarczy dokonać krótkiego porównania do roku 2012, a pokaże ono jak inne to były okresy, a w związku z tym jak bardzo różnił się obraz rynku obligacji w tych latach.

Jeszcze może pierwszy kwartał, czy pierwsze cztery miesiące były podobne do roku 2012, czyli bardzo pozytywne dla inwestorów na rynku instrumentów dłużnych. Warto przypomnieć, że jeszcze na początku kwietnia mieliśmy za oknami śnieg i ujemne temperatury. Nadejście wiosny wyraźnie się opóźniało, a wraz z tym faktem i wbrew oczekiwaniom pogarszała się przez to aktywność gospodarcza w Polsce i Europie. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) ponaglana i dopingowana przez ministra finansów, OECD, Międzynarodowy Fundusz Walutowy i pewnie jeszcze wielu ekonomistów dokonywała systematycznie cięć stóp procentowych i w takim otoczeniu oraz na kanwie poprzedniego roku inwestorzy zagraniczni systematycznie zwiększali zaangażowanie w polskie obligacje skarbowe do ponad 200 miliardów złotych.

Późniejszy obraz na rynku obligacji był już jednak zupełnie inny. W czerwcu po trwającej z grubsza dwa lata hossie na rynku obligacji skarbowych nastąpiła gwałtowna przecena. O ile jeszcze w 2012 roku gospodarka amerykańska miała na tyle chwiejne podstawy wzrostu, że konieczne okazało się wprowadzenie kolejnego programu stymulacyjnego (tzw. QE3), lub innymi słowy kolejnej fazy dodruku pieniędzy, o tyle w czerwcu 2013 amerykańska Rezerwa Federalna była już na tyle pewna trwałości ożywienia, że zapowiedziała w niedługim czasie wycofywanie tych programów. Taka zapowiedź spowodowała natychmiastową wyprzedaż obligacji amerykańskich, a za nimi także we wszystkich innych krajach, w tym chyba przede wszystkim na rynkach rozwijających się. Nastąpił globalny odwrót od tej klasy aktywów, szczególnie od obligacji długoterminowych. W Polsce z uwagi na duże zaangażowanie inwestorów zagranicznych podążaliśmy w tym samym kierunku ze zdwojoną siłą. Od tego momentu do końca roku inwestorzy zagraniczni już raczej systematycznie sprzedawali polskie obligacje. Zachowanie aktywnych uczestników rynku, przypominało trochę odrzucanie gorącego kartofla. Nikt nie chciał zostać z obligacjami po

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacji z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

zamknięciu rynku, stąd tak gwałtowny spadek cen obligacji w okresie bezpośrednio po tej zapowiedzi. Samo ograniczanie QE3 rozpoczęło się dopiero we wrześniu i zostało przyjęte w miarę spokojnie w dużej mierze dlatego, że rynek był już dobrze na taką decyzję przygotowany.

Wracając do naszego lokalnego rynku zarówno aktywność gospodarcza sama w sobie, działania rządu i po trochu też polityka pieniężna niestety tylko spotęgowały negatywny obraz rynku. Choć bezsprzecznie należy pochwalić Radę za konwencjonalny styl prowadzenia polityki pieniężnej, polepszającą się komunikację z rynkiem, a w końcu także za wprowadzenie *forward guidance*, to biorąc pod uwagę, że decyzje o zmianie stóp procentowych wpływają na realną gospodarkę z kilkumiesięcznym opóźnieniem, RPP po raz kolejny okazała się spóźniona. Tak jak podwyżka stóp z maja 2012 roku była spóźniona i dokonana w momencie, kiedy już od dwóch miesięcy poziom zatrudnienia w gospodarce zmniejszał się, tak tym razem zarówno obniżki stóp w czerwcu i w lipcu były prawdopodobnie zbyt późne i dokonane w okresie kiedy w końcu poziom zatrudnienia, sprzedaży detalicznej, czy produkcji przemysłowej zaczęły odbijać, a wskaźnik PMI przekroczył poziom 50 punktów. I może to się wydaje dziwne, że obniżki zadziałały negatywnie na obligacje, ale patrząc do przodu właśnie ma taki efekt. Tak jak przesadzona podwyżka prędkości, czy później musi być odwrócona i zazwyczaj ze zdwojoną siłą i w efekcie jest pozytywna dla obligacji, tak przy zbyt dużych cięciach stóp jest odwrotnie.

Ze strony rządu w 2013 roku trudno było powtórzyć sukcesy poprzedniego roku. W 2012 roku polski rząd nieprzymuszany przez żadne międzynarodowe instytucje zabrał się dość ostro do pracy w nowej kadencji. Zarówno wprowadzenie nowego poziomu stawki rentowej oraz szybkie przeprocesowanie idei podatku od kopalin zwiększające przychody budżetu, a po drugiej stronie reforma emerytalna, zarówno powszechna, jak i dla służb mundurowych racjonalizująca wydatki, były bardzo dobrze przyjęte przez inwestorów, w tym przede wszystkim międzynarodowych. O takie sukcesy było dość trudno w 2013 roku, a to co widzieliśmy to był zupełnie inny rodzaj aktywności. W sierpniu rząd zdecydował się na nowelizację budżetu powiększając planowany deficyt o ok. 16 mld złotych do 51 mld 565 mln złotych. Zawieszono również tymczasowo pierwszy próg ostrożnościowy relacji długu do PKB. Wprawdzie realizacja budżetu nie okazała się tak aż tak straszna, deficyt prawdopodobnie osiągnął poziom ok. 42 mld złotych (ostatecznie dane będą znane pod koniec stycznia, lub w lutym), ale bezsprzecznie każda rewizja in minus nie jest dobrze odbierana przez inwestorów na rynku obligacji. We wrześniu natomiast rząd zapowiedział zmiany co do sposobu funkcjonowania OFE. Ostatecznie reforma została uchwalona i podpisana przez prezydenta w grudniu, choć też przesłana do Trybunału Konstytucyjnego, ale sama wrześniowa zapowiedź przejścia ponad połowy aktywów funduszy emerytalnych wywołała burzę na rynku. Wprawdzie z jednej strony poprawi się statystyka - relacja długu do PKB w 2014 roku spadnie poniżej 50%, ale dla rynku obligacji oznacza to, że zniknie grupa dużych graczy z rynku, a po zmianach udział inwestorów zagranicznych na krajowym rynku wzrośnie do ok. 45%. A co się może stać na rynku, kiedy zagraniczni inwestorzy zdecydują się na zamykanie pozycji widzieliśmy w czerwcu po zapowiedzi FED, jeszcze w okresie kiedy nie było mowy o likwidacji części obligacyjnej funduszy emerytalnych. W pewnym sensie podsumowaniem ubiegłorocznej aktywności rządu była dokonana w listopadzie

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacji z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

rekonstrukcja rządu, która w dużej mierze odbyła się pod hasłem wypalenia niektórych osób i potrzeby świeżej krwi.

W sferze gospodarczej początek roku przynosił jeszcze negatywne niespodzianki. Trochę wyglądało to jak samonapędzająca się negatywna maszyna. Wraz z każdą daną poniżej oczekiwań ekonomiści, zarówno bankowi, jak i z międzynarodowego funduszu walutowego, OECD, czy komisji europejskiej rewidowali w dół swoje oczekiwania co do kolejnych danych, a te wychodziły jeszcze niżej i sporo inwestorów wolało przesiedzieć niepewne czasy na bezpiecznych obligacjach skarbowych. Jednak lato przyniosło sporą zmianę. Wystarczyło chyba, że opublikowane w czerwcu dane za maj o bezrobociu i zatrudnieniu, z których pierwsze przestało rosnąć, a drugie drgnęło w górę oraz o sprzedaży detalicznej wychodzącej na plus, było odebrane jako isierka nadziei, a już w kolejnym miesiącu znacznie szersza grupa danych zaskoczyła pozytywnie, a PMI przekroczył 50 punktów. A ponieważ kolejne miesiące przynosiły utrwalenie tendencji wzrostowych w gospodarce, to ci którzy jeszcze w pierwszym półroczu cięli swoje prognozy w dół po przesiedzeniu 2-3 miesięcy na obserwacjach zaczęli gremialnie zmieniać swoje oczekiwania o 180 stopni i rok kończył się swoistymi wyścigami kto zaprognozuje więcej.

Podsumowując cały rok w liczbach – zmienność na rynku obligacji była ogromna, co jest zwykle domeną lat, kiedy trend się odwraca. Początek roku był jeszcze okresem kontynuacji hossy na obligacjach, cięć stóp procentowych, obniżania prognoz makroekonomicznych, spokoju w polityce. Zawsze w takim okresie znajdują się ostatni kupujący, którzy sprowadzili rentowności obligacji do najniższych poziomów w historii i przez krótki okres obligacje dwuletnie handlowane były z rentownością blisko 2%, a dziesięcioletnie poniżej 3%. W dalszej jednak części roku lepsze dane makro z towarzyszącymi im coraz lepszymi prognozami, zapowiedź wstrzymania dodruku pieniądza przez FED, rewizja budżetu i zapowiedź reformy OFE złożyły się na bardzo negatywny obraz rynku obligacji. A ponieważ zawsze znajdują się inwestorzy zamykający w takim okresie swoje pozycje do zera bez względu na poziom, to rentowność obligacji dwuletnich skoczyła w pewnym momencie do ponad 3%, a dziesięcioletnich nawet do ponad 5%. Cały rok skończył się w miarę spokojnie, jednak znamienne jest, że w roku kiedy RPP obniżyła stopy procentowe o 175 punktów bazowych (pb) rentowności obligacji generalnie wzrosły. Obligacje dziesięcioletnie i pięcioletnie zakończyły miniony rok na poziomach 4,35% oraz 3,65%, co oznacza wzrost rentowności odpowiednio o 61 pb i 42 pb i jedynie obligacje dwuletnie zanotowały minimalny spadek rentowności o 9 pb kończąc rok na poziomie 3,05%. W obliczu takiego zachowania się rynku instrumentów dłużnych stopa zwrotu z funduszu ING Obligacji wyniosła za cały rok 0,80%.

Czego możemy spodziewać się w 2014 roku? To też raczej nie będzie rok obligacji. Trend rentowności obligacji wyraźnie odwrócił się na rosnący, zarówno w Polsce jak i na świecie. Towarzyszyć temu będzie dalsze wygaszanie programów stymulujących w USA, a gospodarczo faktycznie powinniśmy widzieć zdrowsze dane. Naturalne jest jednak, że gospodarka jest organizmem złożonym i rysowanie linii prostej się nie sprawdza i od czasu do czasu zobaczymy też gorsze dane, a na rynku niższe rentowności obligacji, jednak rentowności obligacji 10-letnich poniżej 4% powinny być rzadkością. Z drugiej strony jednak

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

w niektórych okresach PKB może przekroczyć nawet 3,5%, co przy rosnącej inflacji do 1,5% lub wyżej sugerowałoby, że rentowność obligacji powyżej 5% będzie czymś ksiązkowym i naturalnym. Taki obraz rynku obligacji sugeruje, że potencjalnie realne do osiągnięcia są niskie jednocyfrowe stopy zwrotu. Co powinno odróżniać jednak 2014 rok od poprzedniego to niższa zmienność. O ile w ubiegłym roku najpierw działał jeden zestaw impulsów, a potem drugi powodując zmianę trendu i zawsze w takim przypadku tak zwane przestrzelanie, to w bieżącym roku powinien oddziaływać jeden i ten sam zestaw impulsów i co najwyżej możemy spodziewać się, że siła oddziaływania będzie raz większa raz mniejsza.

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. i posiada charakter reklamowy. ING TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności. Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych.