

Polska - na ścieżce ożywienia.

Kolejne miesiące przyniosły potwierdzenie wstąpienia Polski na ścieżkę ożywienia w postaci poprawy wskaźników makroekonomicznych, a także panującej w tym okresie hossy na rynku akcyjnym. Oczywiście z takiego stanu rzeczy należy się cieszyć, jednak nie można zapominać o długoterminowych perspektywach na sytuację państwa polskiego - ta już nie jest tak optymistyczna. Społeczeństwo się starzeje, młodzi ludzie opuszczają kraj, zadłużenie rośnie, a bez radykalnych zmian Polsce grozić może nawet niewypłacalność. Dodatkowo rząd po raz kolejny pokazał, że liczą się jedynie działania przynoszące krótkoterminowe rezultaty, a przyszłość Polski schodzi na dalszy plan. Efektem takich działań jest budząca wiele kontrowersji i politycznych przepychanek, uchwalona 6 grudnia reforma emerytalna wprowadzająca zmiany w funkcjonowaniu OFE. Rok 2014 będzie rokiem zmian i próby dla sektora mieszkaniowego, ale także dla rynku długu oraz rynku kapitałowego.

Zmiany jeszcze w 2013r. rozpoczął premier Donald Tusk dokonując rekonstrukcji rządu. Budzącą największe zainteresowania zmianą jest ustanowienie ministrem finansów dr Mateusza Szczurka, który zastąpił na tym stanowisku Jacka Rostowskiego. Zastanawiać może jednak, czy aby na pewno ten młody i uzdolniony absolwent Uniwersytetu Warszawskiego, jak nazwał go premier, będzie należycie troszczyć się o sprawy państwa i obywateli, gdyż niedawno jeszcze reprezentował interesy ING pracując tam jako główny ekonomista. Polsce z pewnością przyda się uzdrowienie sektora finansów oraz zwalczanie nadmiernej biurokracji, a najbliższe lata będą najlepszym momentem na wprowadzenia wszelkich zmian.

Kto ma rację w sprawie OFE? Za i przeciw.

Temat reformy Otwartych Funduszy Emerytalnych pojawił się w mediach i prasie wiele razy, w internecie powstała mnogość artykułów na ten temat, a mimo tego nawet teraz, gdy ustawa wprowadzająca zmiany w systemie emerytalnym została już uchwalona zdania wciąż są mocno podzielone. Na czym zatem polegała nieefektywność OFE? Wpływy do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych z tytułu składki emerytalnej chronicznie nie wystarczały na pokrycie świadczeń i transferów do OFE powodując deficyt (od 2009r. utrzymywał się w okolicach 50 mld), który państwo musiało pokryć emitując obligacje skarbowe. Te z kolei wykupywane były przez OFE i stanowiły w ich portfelu inwestycyjnym znaczną część. Natomiast dochody jakie fundusze otrzymywały z tego tytułu były niczym innym jak wydatkiem państwa, czyli podatkami obywateli. Stopy zwrotu osiągane przez te instytucje również nie są rewelacyjne i w zależności od koniunktury na GPW średnio nie osiągają nawet 10% rocznie. Również prowizje pobierane przez OFE budziły kontrowersje – do 2010r. było to 7%. – obecnie obniżona do 1,75%. Można zatem stwierdzić, że działanie systemu emerytalnego w takiej postaci jak przed reformą mogło doprowadzić do akumulacji długu, z którym Polska nie byłaby w stanie sobie poradzić. Sam pomysł zmian nie jest zatem zły. To co wywołuje sprzeciw, to przede wszystkim sposób w jaki rząd je wprowadził. Padają zarzuty, że nakaz przeniesienia połowy aktywów, w formie obligacji skarbowych przez fundusze do ZUS to forma wyłączenia, a to niezgodne jest z konstytucją. Wniosek do Trybunału Konstytucyjnego został już złożony. Również prezydent przed podpisaniem ustawy zapowiedział, że sprawdzać ją będzie głównie pod kątem konstytucyjności. Wpłynęło wiele wniosków z proponowanymi zmianami jednak większość z nich odbiła się bez większego echa.

Zaniepokojenie zgłasza chociażby Krajowy Fundusz Drogowy, który obawia się, że zakaz inwestowania dla OFE w obligacje gwarantowane przez skarb państwa spowoduje brak popytu na obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego, z którym KFD jest mocno związany. Fundusze emerytalne pod koniec II kwartału w swoich portfelach miały prawie 70% wszystkich obligacji infrastrukturalnych BGK na sumę prawie 18 mld zł., dlatego w kolejnych latach może zabraknąć pieniędzy na dalsze inwestycje, a

przy kolejnym rolowaniu długu w 2014r. brak popytu oznaczać będzie niemożność spłaty zadłużenia i konieczność uruchomienia gwarancji skarbu państwa. Inną kwestią są obawy rynku kapitałowego, który odpowiedział na proponowane zmiany silną wyprzedzą. Przeniesienie uległy akcje, a dwa dni później rentowności polskich obligacji ustanowiły tegoroczne maksimum. OFE ma nakaz posiadać w portfelu 75-90% akcji, jednak u kilku funduszy po likwidacji części obligacyjnej ich udział będzie przekraczał górny próg, a u reszty znajdował się blisko niego. Wiadomo, że wycena akcji zmienia się wraz z rynkiem – dlatego teraz w okresie hossy spodziewać się można, że fundusze chcące dostosować się do nowych limitów mogą stać się źródłem podaży akcji wartych przynajmniej kilka miliardów, co dla warszawskiego parkietu jest dość znaczącą sumą. Rząd wprowadził kilka bonusów dla PTE po to, aby te nie zgłaszały większego sprzeciwu. Pierwszy z nich to brak wymaganej minimalnej stopy zwrotu, a skutki ewentualnych strat obciążać będą samych ubezpieczonych. Drugim bonusem jest pozostawienie bez zmian opłaty za zarządzanie, która będzie dla PTE źródłem 0,9 mld zł rocznie. Trzecim udogodnieniem jest podniesienie możliwości inwestowania za granicą do 30% wszystkich aktywów.

Na pytanie, czy reforma będzie korzystna dla obywateli nikt nie potrafi odpowiedzieć. Z pewnością zmiany te nie uzdrowią finansów publicznych, a tym bardziej systemu emerytalnego, który nadal będzie generował deficyt. Jest to jedynie doraźne rozwiązanie mające na celu zwiększenie swobody w polityce fiskalnej, a także oddalenie się od limitu zadłużenia, a co za tym idzie dotkliwych cięć budżetowych i zwiększenia podatków. Niestety przy obecnym tempie zadłużania się, limit ten zostanie osiągnięty w ciągu następnych 2 lat, a pomysłu na uniknięcie takiego scenariusza oraz efektywnego programu sanacyjnego jak na razie brak.

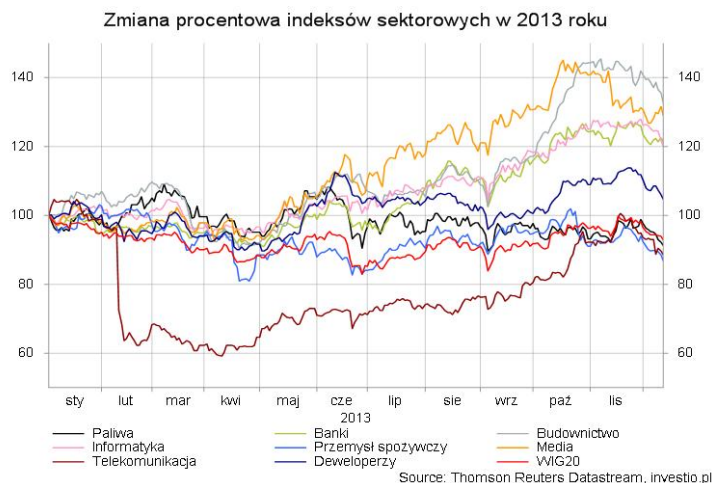
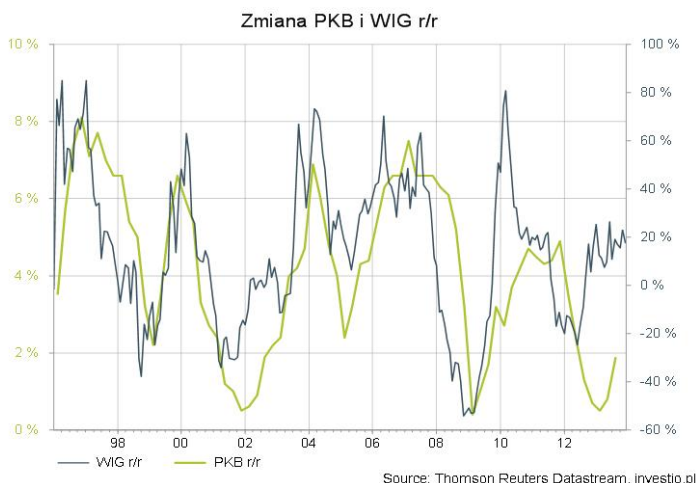
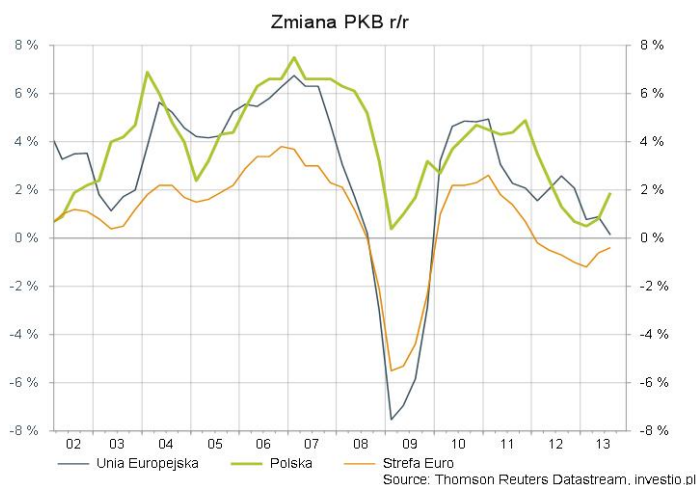
Zrównoważony charakter ożywienia gospodarczego. PKB krok w krok za WIG.

Trzeci odczyt PKB w tym roku mile zaskoczył większość analityków pokazując ekspansję polskiej gospodarki o 1,9% r/r i 0,6% kw/kw. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego odzwierciedla także korzystna struktura wskaźnika. Po długim okresie spadków nastąpił oczekiwany wzrost popytu krajowego, co w połączeniu z rosnącymi pierwszy raz od 4 kwartałów nakładami



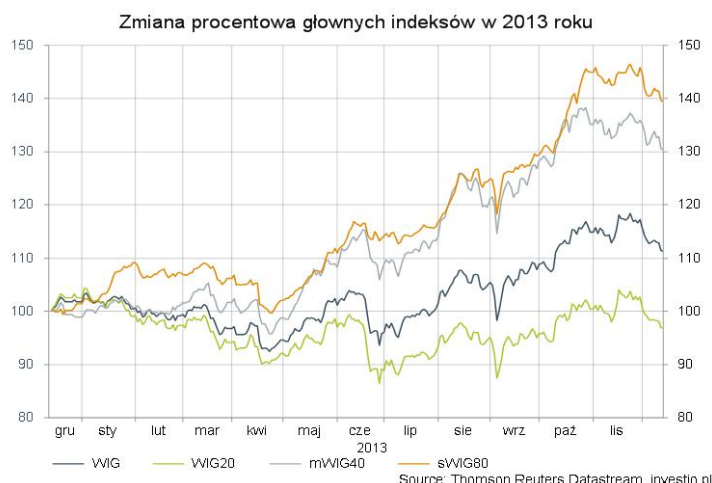
inwestycyjnymi w naturalny sposób spowodowało zwiększenie importu. To z kolei pomimo bardzo zadowalającego wzrostu wolumenu eksportu 6,4% r/r obniżyło jego wkład netto do wskaźnika. Kolejne kwartały będą przynosiły stopniową poprawę i tak według projekcji NBP rok powinien zakończyć się wzrostem na poziomie 1,3% i przyspieszyć w kolejnym roku do 2,9%. W latach 2014-2015 głównym motorem wzrostu PKB będzie popyt krajowy przy odbudowaniu którego zmniejszać będzie się wkład eksportu netto. Dodatkowo wzrost napędzać będą środki z funduszy unijnych z perspektywy na kolejne 6 lat. Na tle całej Unii Europejskiej, a szczególnie Euro Strefy Polska wyróżniła się ponownie jako zielona wyspa. Podczas gdy kraje tej pierwszej zanotowały wzrost o 0,1% w stosunku rocznym to gospodarka krajów ze wspólną walutą skurczyła się o 0,4%.

Przyspieszenie polskiego PKB można było odczytać już wcześniej z hossy panującej na głównym indeksie. Giełda jest obrazem stanu gospodarki i dobrze sprawdza się jako wskaźnik koniunktury informując już pół roku wcześniej o potencjalnym wzroście bądź spadku dynamiki gospodarczej ekspansji kraju. Obecnie giełda w Warszawie nie jest już tak atrakcyjna jak była jeszcze pod koniec sierpnia. Generalny wskaźnik ceny rynkowej do zysku dla 20 największych spółek od tego czasu zwiększył się o połowę osiągając swoje maksimum w połowie listopada na poziomie 18,5. Stwierdzić można z pewnością, że inwestorzy mają optymistyczne nastawienie do spółek z polskiego parkietu. Najlepiej sprawował się indeks małych spółek odnotowując 40 procentowy wzrost od początku roku w przeciwieństwie do indeksu największych spółek, który prawdopodobnie zakończy rok minimalnie pod kreską. W podziale na sektory najlepiej zachowywały się spółki z budownictwa i mediów - stabilnie rosły



także akcje spółek z sektora bankowego oraz telekomunikacji.

Dużą szansę na dobre wyniki w kolejnych kwartałach posiadają ciągle spółki z branży deweloperskiej, które podobnie jak te z budownictwa mają sporo miejsca do wzrostów. Rynek mieszkaniowy w Polsce wciąż czeka na ożywienie, a pierwsze jego oznaki będą sygnałem do ponownej mobilizacji sił przedsiębiorstw z tego sektora. Inwestorzy wyszukiwać będą spółek zdrowych fundamentalnie z perspektywami rozwoju w tych sektorach gospodarki, na które oczekiwane ożywienie będzie oddziaływać najmocniej.



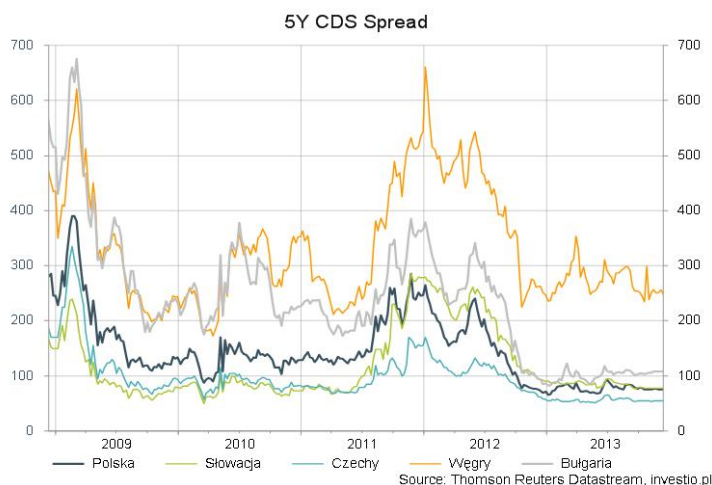
Końcówka tego roku jak i początkowe miesiące 2014r. niosą szczególne zagrożenie dla rynku kapitałowego. Czynnikiem krajowym jest problem OFE, które jeszcze w grudniu mogą zepsuć humor tym, którzy liczą na tzw. "rajd świętego mikołaja". Fundusze, przed końcem stycznia muszą przenieść 51,5% swoich aktywów w postaci obligacji lub gotówki, dlatego w celu rekonstrukcji swojego portfela mogą wzmożyć siłę podażową na rynku. Również niewiadoma jest reakcja rynku w okresie od kwietnia do lipca, kiedy rozpoczną się zapisy do II filaru - mała liczba chętnych może wywołać podobną reakcję. Czynnikiem globalnym, którego obawia się cały świat finansów jest reakcja rynku na ogłoszenie programu wycofywania się z polityki luzowania ilościowego przez FED. Podczas gdy, wyceny akcji mogą szybować w dół dobrym typem wydają się spółki wypłacające swoim akcjonariuszom dywidendę. Warto wziąć pod uwagę banki i spółki z sektora finansowego - pozytywnie pod tym względem może zaskoczyć m. in. Citi Handlowy, PZU czy też Pekao.

Obligacje na razie stabilnie.

W ostatnich trzech miesiącach rynek długu ustabilizował się. Obligacje z 10 letnim terminem wykupu utrzymały rentowność w przedziale 4 - 4,6%. W pierwszej połowie 2014 roku rentowności te mogą rosnąć, co będzie wynikiem pogarszającego się sentymentu wobec krajów *emerging markets*, a także odpływu kapitału z funduszy inwestujących na rynkach tych krajów. Niestabilna sytuacja w Europie oraz obawy związane z wygaszaniem



programu QE przez FED są dodatkowym czynnikiem ryzyka dla polskich skarbowych papierów wartościowych. Nie bez znaczenia jest również przyszły brak OFE na tym rynku, które do tej pory skupowały znaczącą część obligacji. Ze znalezieniem kupców nie powinno być jednak problemu, zwiększy się natomiast udział inwestorów zagranicznych w krajowym długu, co przyczynić się może do gwałtowniejszych reakcji w czasie kryzysu, czy też rynkowych zawirowań.



Na tym polu jednak Polska nie wypada

najgorzej, a poziomy ubezpieczenia polskiego długu wskazują na postrzeganie Polski jako tzw. „bezpiecznej przystani” szczególnie na tle europejskich krajów ogarniętych ciągle nieustępującym kryzysem. Co ciekawe wśród części zagranicznych instytucji oceniających wiarygodność polskich wierzytelności uważa reformę OFE jako „wspierającą wzrost” gospodarczy, a uwaga inwestorów skupia się głównie na obniżeniu relacji długu publicznego do PKB o około 8%, która umożliwi większą swobodę działań rządu. Te czynniki wpierane stabilnością polskiego systemu bankowego są szansą na dalsze dobre sprawowanie się krajowych obligacji. Możliwy jest również scenariusz podniesienia oceny ich wiarygodności przez najważniejsze agencje ratingowe, które obecnie wystawiają Polsce gorszą notę niż takim krajom jak Słowacja czy Izrael.

Przemysł i konsumpcja rozkwita na nowo.

Dwie najbardziej twarde dane makroekonomiczne określające stan polskiego przemysłu oraz zachowanie polskich konsumentów od połowy tego roku potwierdzają rozpoczynające się ożywienie. Dopiero ostatni odczyt za październik przyczynił się do spowolnienia dynamiki wzrostu obu wskaźników, co spowodowało zawrótanie ich 3-miesięcznej średniej. Kolejne miesiące powinny potwierdzać wzrost zarówno produkcji przemysłowej jak i sprzedaży detalicznej.



Optymistycznie nastroja również wskaźnik wyprzedzający sporządzamy przez Markit na zlecenie HSBC, który po raz piąty z rzędu wskazuje na polepszające się warunki w polskim sektorze przemysłowym i znajduje się najwyższej od kwietnia 2011r. Rośnie liczba zamówień zarówno z

krajowych jak i zagranicznych, a rosnący popyt mobilizuje przedsiębiorców do zwiększania produkcji, a zarazem do zatrudniania nowych pracowników. Kwestią wartą uwagi jest spadające tempo wzrostu kosztów produkcji, które powoduje słabą presję inflacyjną i końcowo spadek cen wyrobów gotowych. Przedsiębiorcy zwracają również uwagę na dużą konkurencyjność, która nie pozwala im na podnoszenie cen produktów. Wszystko to odzwierciedla także inflacja konsumencka, która po okresie wzrostów w listopadzie ponownie spadła w okolice 0,6% r/r pomimo prognoz na poziomie 0,9%. Największy wpływ na obniżenie tego wskaźnika w minionym miesiącu miał spadek cen paliw, a także promocje cenowe na rynku telekomunikacji. Negatywnie na inflację wpływać będzie także umacniający się od czerwca polski złoty, który na koniec roku sprawował się trochę lepiej od indeksu walut rynków wschodzących. W dalszym ciągu widać silną zależność, która świadczy o tym, że inwestorzy w nadal wkładają polską walutę do koszyka bardziej ryzykownych aktywów.

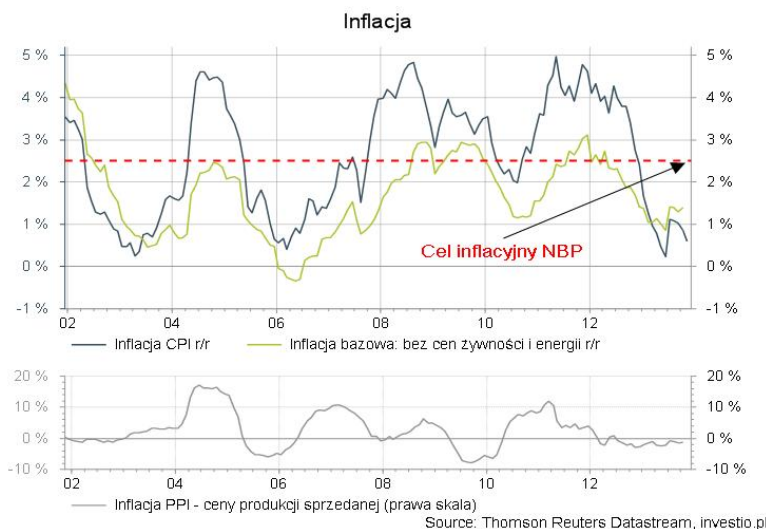
HSBC PMI® Polski Sektor Przemysłowy



Indeks PLN, USD i MSCI EM

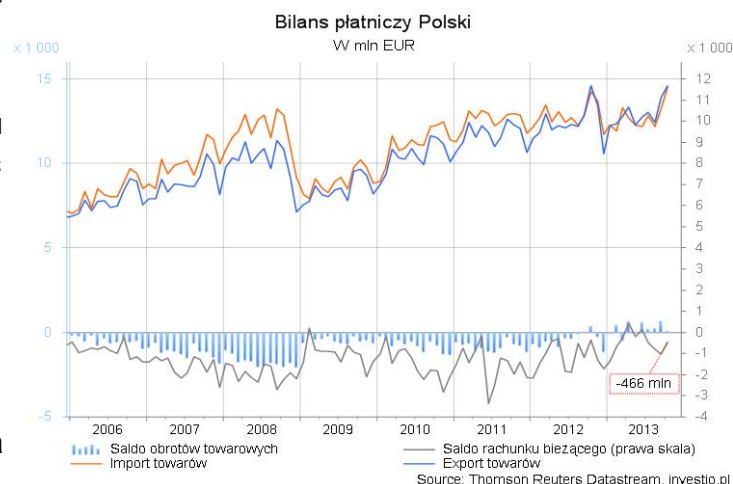


Bardzo dobrze w tym roku wypada polski eksport, który od początku roku do października wyniósł 532,8 mld zł, czyli tylko o 5 mld mniej niż wartość dóbr importowanych. Jest to wynik o 4,9% lepszy od analogicznego okresu roku poprzedniego. Import natomiast skurczył się o 0,9%, jednak jego przyspieszenie w ostatnim miesiącu wskazuje, że w roku 2014 będzie już w znacznym stopniu wpływać na zmniejszenie eksportu netto. Niemniej jednak należy zauważyć, że nigdy wcześniej Polska nawet podczas gospodarczego spowolnienia nie osiągała dodatnich obrotów towarowych, a tym razem w samym 2013r. udało się to aż 8



razy.

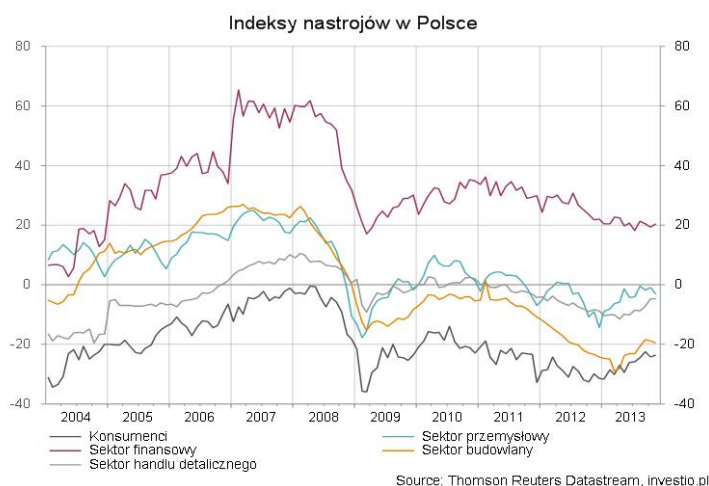
Z krajami rozwiniętymi uzyskaliśmy saldo dodatnie, w tym udział importu i eksportu naszego największego partnera handlowego – Niemiec, wynosiła odpowiednio 21,5% i 25%. Dynamicznie rozwija się handel z Japonią, który poprzez swój mały wolumen (ok. 3 mld euro), często jest pomijany. Szansą na zwiększenie obrotów towarowych z tym krajem jest dążenie UE i Japonii do podpisania umowy o wolnym handlu. Rozwój stosunków handlowych powinien być dla Polski jednym z priorytetów, gdyż eksport w dużym stopniu oddziałuje na zmianę PKB. Z raportu NBP o bilansie płatniczym Polski, który wykazał ujemne przepływy w wysokości -466 mln zł, wynika że inwestorzy zagraniczni w październiku wycofywali kapitał z rynku polskich obligacji skarbowych, lokując jego część w udziałowe papiery wartościowe. W dalszym ciągu słabo wyglądają bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce – tutaj inwestorów zniechęcać może zbyt rozwinięta i kłopotliwa dla przedsiębiorców biurokracja, a także niestabilna sytuacja w Europie.



W oczekiwaniu na poprawę.

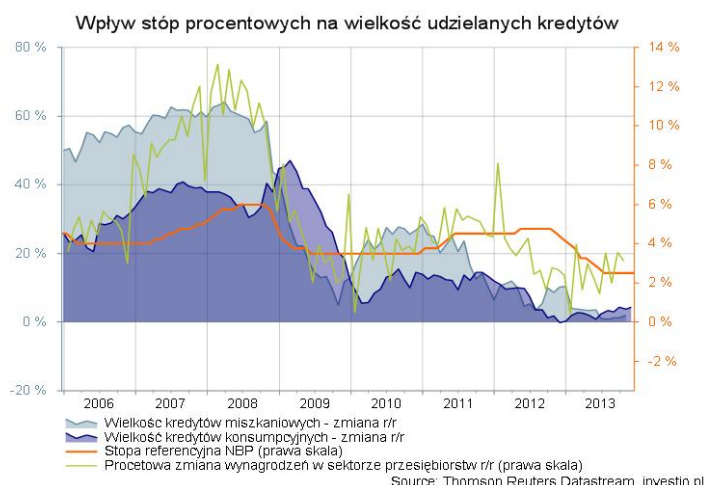
Od połowy tego roku Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na wprowadzenie najniższych w historii stóp procentowych na poziomie 2,5%. Prezes NBP Marek Belka w swoim ostatnim komunikacie zapowiedział, że ten poziom zostanie utrzymany przynajmniej do połowy 2014r., a ewentualna podwyżka uzależniona będzie od poprawy sytuacji oraz wzrostu cen. Ostatnie odczyty pokazują, że ze strony inflacji presji nie ma, gdyż celem NBP jest jej stabilizacja na poziomie 2,5% (+/- 1%).

Lekką poprawę w gospodarce można już zauważyć, jednak na razie nie jest ona wywołana bezpośrednio obniżką stóp, której celem było pobudzenie akcji kredytowej banków i w ten sposób oddziaływanie na realną gospodarkę. Liczba udzielanych kredytów konsumpcyjnych jak i hipotecznych w ujęciu rocznym maleje, natomiast porównując kwartały to miniony trzeci przyniósł lekkie odbicie. Rośnie natomiast wartość zaciąganych kredytów, chociaż tempo tego wzrostu wciąż nie jest zadowalające. Najczęstszym powodem, nie sięgania po kredyt w 2013 roku była



niepewność o sytuację gospodarczą w przyszłości, co dobrze obrazują indeksy nastrojów, z których najgorzej wypada właśnie ten dla konsumentów.

Nadchodzący rok z kilku powodów może być już pod tym względem dużo lepszy. Pierwszy to wpływ obniżki stóp procentowych, który z reguły objawia się z półrocznym opóźnieniem. Drugą kwestią jest brak programów stymulujących rynek mieszkaniowy w 2013r., a biorąc pod uwagę wpływ „Rodziny Na Swoim” (zakończony w 2012r.) to mijający rok być może przyniósł nawet poprawę. Od stycznia obowiązywać będzie kolejny program stymulujący rynek nieruchomości nazwany „Mieszkanie Dla Młodych”, w oczekiwaniu na który znaczna część ludzi odwleka z zapożyczaniem się do jego rozpoczęcia. Wpływ dofinansowań z tytułu RnS i przyszłego MdM na rynek mieszkaniowy budzi wiele zastrzeżeń i obiekcyj m. in. zarzutem jest redystrybucja majątku niezgodna z założeniami tych programów, czy też zaburzenie koniunktury rynku nieruchomości. Nie bez wpływu pozostanie także wprowadzana przez KNF od stycznia nowa Rekomendacja S wprowadzająca zasadę wkładu własnego na poziomie przynajmniej 5% - efektem tego powinien być wzrost liczby udzielonych kredytów w IV kwartale tego roku. Sentyment na rynku będzie się poprawiać wraz z polepszeniem sytuacji ekonomicznej Polaków. Na to głównie wpływ ma stopa bezrobocia, która powinna się obniżyć powodując przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń.



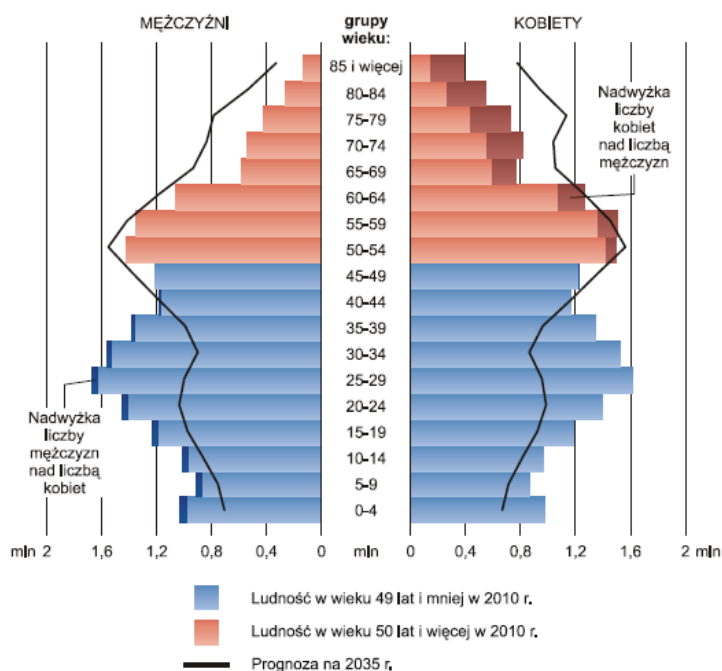
Takie zmiany dadzą szansę spółkom z branży deweloperskiej poprawić wyniki sprzedaży i powrócić do łask inwestorów. Jedną z najlepiej sprawujących się w tym roku spółek z tego sektora był Ronson, ustanawiający swój rekord sprzedaży mieszkań. Również akcje Vantage Development silnie zwyżkowały w tym roku za sprawą rozwoju perspektyw inwestycyjnych na kolejne lata. Obie spółki charakteryzuje niski wskaźnik ogólnego zadłużenia, co poprawia ich bezpieczeństwo finansowe, a obecnie trwająca grudniowa korekta może sprowadzić ceny akcji do atrakcyjnych poziomów. Na uwagę zasługuje także Dom Development i Echo Investment

Polska się starzeje.

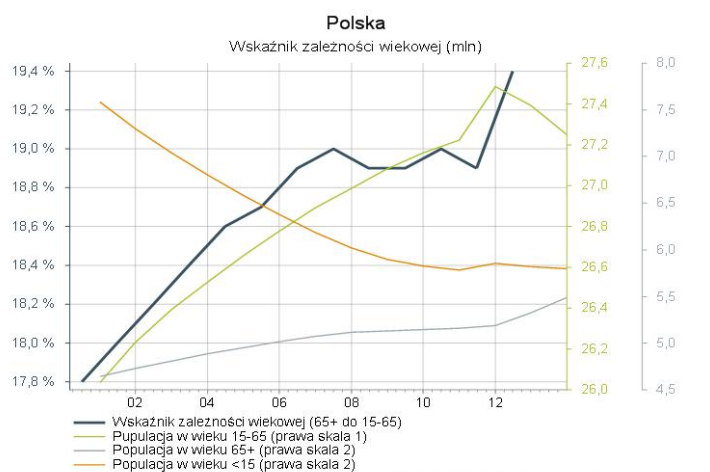
Największy wpływ na to, co będzie za 20 lat mają podjęte już teraz działania. W Polsce mało kto o tym myśli i to jest najpoważniejszym problemem. To co dzisiaj wydaje się być oznaką poprawy już w niedalekiej przyszłości może okazać się największym zagrożeniem dla polskich obywateli.



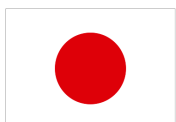
Publikowana przez GUS stopa bezrobocia spadła w okolice 13%, a roczna dynamika jego wzrostu maleje i zbliża się do zera, a zatem niedługo obserwować będzie można jej realne obniżanie się. Jest to jak najbardziej pozytywne zjawisko, które niestety wywołane jest tylko w nieznacznym stopniu rozwojem gospodarki i przyrostem nowych miejsc pracy. Główny udział ma tutaj struktura demograficzna polskiego społeczeństwa. Okres, w którym Polska była tzw. „zieloną wyspą”, na rynek pracy wchodziło liczne młode pokolenie, a schodziło z niego na emeryturę jeszcze nie tak wiele osób. Sytuacja ta zmienia się i za 20 lat przybędzie aż milion osób w wieku emerytalnym, a pół miliona osób zniknie z rynku pracy. Taki stan rzeczy sprawi, że wydatki na świadczenia socjalne dramatycznie wzrosną, na co pracować będzie musiała znacznie mniejsza liczba osób. Dobrze ilustruje to wskaźnik zależności wiekowej, który ukazuje procentowy stosunek ludzi po 65 roku życia do grupy wiekowej w przedziale 15-65 lat. Jest to główna przyczyna zmniejszającego się bezrobocia i bynajmniej nie wynika ona ze skutecznych działań rządu. Tak niekorzystna struktura wymagać będzie zdecydowanych działań na poziomie państwa. Daleko sięgające restrukturyzacje i nastawianie się na wzrost wydajności (nawet o kilkadziesiąt procent) będą jedyną szansą na uniknięcie gospodarczego krachu. Zadbaj tutaj szczególnie należy o ludzi młodych, którzy opuszczają kraj i już 75% z nich przebywa za granicą ponad rok! Finanse publiczne zatem skierowane powinny być w stronę polityki prorodzinnej, aby nasza „zielona wyspa” nie zamieniła się w przyszłości w „bezludną wyspę”.



Wydanki na świadczenia socjalne dramatycznie wzrosną, na co pracować będzie musiała znacznie mniejsza liczba osób. Dobrze ilustruje to wskaźnik zależności wiekowej, który ukazuje procentowy stosunek ludzi po 65 roku życia do grupy wiekowej w przedziale 15-65 lat. Jest to główna przyczyna zmniejszającego się bezrobocia i bynajmniej nie wynika ona ze skutecznych działań rządu.



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

Zobacz również ostatnie raporty z:

W opracowaniu wykorzystano materiały pochodzące z następujących źródeł:

- <http://www.knf.gov.pl/index.html>
- <http://www.nbp.pl/>
- <http://www.stat.gov.pl/gus>
- <http://www.euromoney.com/>
- <http://www.rp.pl/>
- <http://www.obserwatorfinansowy.pl/>
- <http://www.michalstopka.pl/>

Wykresy zostały sporządzone przy wykorzystaniu Reuters DataStream.

Treści przedstawione w niniejszym raporcie zostały przygotowane dla osób prywatnych, z należytą starannością i w oparciu o najlepszą wiedzę ich autorów. Mają one charakter informacyjny i nie stanowią rekomendacji ani porady inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Ich autorzy i serwis Investio.pl nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie wyżej wymienionych treści, a w szczególności za straty z nich wynikłe. Jeżeli jesteś zainteresowany wykorzystaniem naszych raportów w celach komercyjnych skontaktuj się z naszym [Działem Analiz](#).