

Marzec 2009

Za nami ostatni miesiąc pierwszego kwartału 2009 roku – kwartału, który okazał się przełomowy w półtorarocznej bessie. Po rozpoczęciu w połowie lutego ruchu wzrostowym, na naszej giełdzie przez cały marzec utrzymywała się bowiem zdecydowana przewaga optymizmu. Dzięki sprzyjającym warunkom, wszystkie polskie akcyjne fundusze inwestycyjne zakończyły miniony miesiąc wzrostami. Tym samym, marzec był najlepszym miesiącem dla inwestujących na rynku akcji począwszy od początku bessy w lipcu 2007 roku. Co ważne, fala zakupów nie ograniczała się tym razem do kilku największych spółek, ale objęła swym zasięgiem także podmioty mniejsze, przez długie miesiące zapomniane przez inwestorów. Także duża skala dokonywanych transakcji jest czynnikiem rzucającym dodatkowy promień optymizmu na pozostałą część roku. Pomimo tego, iż kwiecień rozpoczynamy z impetem, pamiętajmy jednak, że jest jeszcze zbyt wcześnie, aby z całą pewnością mówić o długotrwałym przełamaniu spadków.

I. Podsumowanie minionego miesiąca

1. Wydarzenia gospodarcze:

a) Polska

- Po nerwowym początku roku złoty ustabilizował się. W skali całego miesiąca złoty umocnił się w stosunku do dolara o 3,65 proc., a osłabił w stosunku do euro o 0,9 proc.
- Rada Polityki Pieniężnej ponownie obniżyła stopy procentowe o 25 punktów bazowych do poziomu 3,75%. Decyzja podjęta została po umocnieniu (wciąż jednak nadal słabego) złotego.
- W marcu opublikowano niespodziewane dane deficytu rachunku bieżącego na poziomie 1,08 mld euro (wobec 1,92 mld w lutym). Ustabilizował się natomiast poziom wzrostu płac (5,1% rdr) oraz spadek zatrudnienia (-0,2% rdr). Po silnym wzroście w styczniu, stopa bezrobocia w Polsce w lutym wzrosła, ale nieznacznie – do 10,9 proc. Inflacja wzrosła do 3,3 proc. w lutym, z 2,8% w styczniu 2009. Sprzedaż detaliczna spadła w lutym o 1,6 proc. rdr.
- Marzec był najlepszym miesiącem na rynku akcji od siedmiu kwartałów. Indeks WIG zyskał 10,8 proc., a WIG20 10,2 proc. Przełożyło się to również na wyniki funduszy inwestycyjnych. Wszystkie fundusze akcji polskich zakończyły miesiąc na plusie. Dodatkowo wyniki wypracowała także większość zagranicznych funduszy akcyjnych.
- Planowane zdjęcie obowiązku utrzymywania strategicznych rezerw paliwowych dla Polski z PKN Orlen oraz Lotos wywołało skokowy wzrost cen ich akcji pod koniec marca, a tym samym wpłynęło na dodatkowy wzrost głównych indeksów polskiej giełdy.

b) Świat – kraje rozwinięte

- Rezerwa federalna USA zaskoczyła rynki planem wykupu długoterminowych obligacji skarbowych za kwotę 350 mld dolarów w ciągu kolejnych 6 miesięcy. Dodatkowo, aby stymulować gospodarkę, zdecydowała się również na skup obligacji hipotecznych o wartości 750 mld dolarów. Decyzja została podjęta po ogłoszeniu pesymistycznych danych rządowych, obrazujących skalę recesji. Ogłoszenie planów spotkało się z entuzjastycznym odbiorem inwestorów, choć długoterminowe skutki zapowiedzianych działań nie są oczywiste.
- Przedstawiono plan Timothy Geithnera, który zakłada, że za połączony kapitał federalny (75-100 mld dol.) i prywatny zostaną wykupione z banków tzw. toksyczne aktywa. W ten sposób wy czyszczone zostaną bilanse banków, aby mogły one znowu roz-

wijać akcję kredytową. Rynki kapitałowe przyjęły program z dużym entuzjazmem.

- Publikowane w marcu dane z rynku nieruchomości w USA okazały się być lepsze od oczekiwań analityków. Wzrost sprzedaży domów na rynku wtórnym w lutym (+5,1 proc.) okazał się być najwyższy od 2003 roku. Jednocześnie całoroczne oczekiwania dla rynku nieruchomości zaczęły być coraz bardziej optymistyczne.
- Jednocześnie, publikowane dane makroekonomiczne USA wskazują, iż droga do końca spowolnienia gospodarczego będzie długa. Stopa bezrobocia w USA osiągnęła poziom 8,5 proc., czyli najwyższy od 25 lat.
- Bank AIG odnotował największą kwartalną stratę w historii firmy, a także w historii USA. W IV kwartale ubiegłego roku firma straciła aż 61,7 mld dolarów. Rząd USA zdecydował się przyznać firmie kolejne 30 mld dolarów pomocy (wcześniej udzielił już pomocy w wysokości 150 mld).
- Z kolei prezesi Citigroup oraz Bank of America ogłosili, iż ich spółki były zyskowe w I kwartale 2009 roku i nie będą potrzebowały dodatkowej pomocy rządowej. Ogłoszenie to wywołało falę optymizmu inwestorów wierzących, iż najgorsze chwile dla sektora finansowego mamy już za sobą.
- Dodatkowa fala optymizmu wzbudzona została przez zmiany w sposobie ujmowania w sprawozdaniach instytucji finansowych nie płynnych aktywów. Zmiana ta może przełożyć się na skokowy wzrost raportowanych zysków banków posiadających takie instrumenty.
- Europejski Bank Centralny i Bank Anglii obniżyły stopy procentowe: o 50 pkt. bazowych do poziomu 1,5 proc. w przypadku strefy euro oraz o 50 pkt. bazowych do 0,5 proc. w Anglii (najniższy poziom od 1694 roku). Ponadto Bank Anglii w porozumieniu z rządem podjął decyzję o skupie średnio- i długoterminowych obligacji skarbowych emitowanych przez Wielką Brytanię.
- Bank Szwajcarii zadeklarował zamiar przeprowadzania interwencji walutowych – kupna za wydrukowane przez siebie franki innych walut bezpośrednio na rynku, aby zapobiegać dalszemu umocnieniu się szwajcarskiej waluty wobec euro; zapowiedział także skup obligacji skarbowych i komercyjnych. Bank Szwajcarii obniżył jednocześnie stopy procentowe o 25 pkt. bazowych (obniżył stopę referencyjną do poziomu 0,25 proc.).
- Stopa bezrobocia w strefie euro wzrosła w lutym o 0,2 pkt. proc. do poziomu 8,5 proc. W Hiszpanii stopa bezrobocia sięgnęła 15,5 proc.

- Produkcja przemysłowa w strefie euro spadła w styczniu o 3,5 proc. w stosunku do poprzedniego miesiąca i o 17,3 proc. r/r.
- W Japonii produkcja przemysłowa spadła w lutym w ujęciu rocznym piąty raz z rzędu. Bank Japonii zdecydował o zwiększeniu skali nabywania rządowych obligacji od banków komercyjnych do 18 mld USD miesięcznie.
- Program wspierania rynku motoryzacyjnego w Niemczech (dopłaty 2,5 tys. EUR do zakupu ekologicznych aut pod warunkiem złomowania aut ponad 9-letnich) okazał się bardzo popularny (złożono ponad milion wniosków o dopłaty). Program wzbudził rynek sprzedaży nowych samochodów w Niemczech (wzrost o 12 proc. m/m; program oddziałuje też pozytywnie na sprzedaż wybranych marek u polskich dealerów, sprzedających relatywnie tańsze samochody klientom niemieckim).

c) Świat – kraje rozwijające się, rynki surowcowe

- Akcje rynków wschodzących zyskiwały po informacji, że Międzynarodowy Fundusz Walutowy podwoi środki na pomoc krajom dotkniętym przez światowy kryzys gospodarczy a także poluzuje warunki kredytowe dla krajów rozwijających się. Węgry, które zostały dotknięte recesją w największym stopniu, otrzymały pomoc w wysokości 15,7 mld dolarów.
- Wzrosty na giełdach miały pozytywny wpływ na ceny surowców, w tym także ropy. Duże znaczenie miało również osłabianie się dolara w stosunku do głównych walut światowych. W ujęciu miesięcznym kontrakty terminowe na ropę zdrożały o 6,6 proc. Nieznacznie potaniało natomiast złoto. Pod koniec miesiąca uncja kruszcu kosztowała 920 dolarów, co w porównaniu z końcem lutego oznacza spadek o 2,2 proc.
- W Meksyku produkcja przemysłowa spadła o 11,1 proc. w styczniu w stosunku rocznym, a bank centralny obniżył stopy procentowe o 0,75 pkt. proc. Dane gospodarcze pokazują, jak bardzo szkodzi temu państwu zależność od eksportu do Stanów Zjednoczonych.
- Chiński Bank Centralny domaga się reformy międzynarodowego systemu walutowego i docelowego zastąpienia dolara walutą równoległą o światowym zasięgu.

2. Rynek kapitałowy

a) Fundusze akcji polskich

- Od połowy lutego na polskiej giełdzie kontynuowany jest ruch wzrostowy. Wraz z powstrzymaniem osłabiania złotego i spadkiem awersji do ryzyka światowych inwestorów, na polskim rynku akcji w lutym doszło do odwrócenia tendencji spadkowej i pojawienia się zdecydowanej przewagi kupujących, która utrzymywała się nie tylko w marcu, ale także w pierwszej części kwietnia. Od lutowego dołka warszawska giełda zyskała już około 30%, co jednak nadal wpisuje się w scenariusz tegorocznej zwiększonej zmienności rynku. Co ważne, szczególnie dobrze zachowywały się najmniejsze spółki, a nie tylko wąska grupa spółek o największej kapitalizacji (wartości rynkowej). To, czy mamy do czynienia z długotrwałym przełamaniem tendencji spadkowej, czy też z korektą w bessie, pokażą najbliższe tygodnie.
- Marzec był sprzyjającym miesiącem dla polskich funduszy inwestycyjnych. W większości zakończyły one miesiąc na plusie (80% wszystkich funduszy), przy czym zarobić dały wszystkie fundusze

akcyjne. W przeciwieństwie do lutego, kiedy to żaden z otwartych funduszy inwestujących na polskim rynku akcji nie wypracował dodatniej stopy zwrotu, w marcu klienci tych funduszy liczyli zyski.

- Pomimo, iż główne indeksy warszawskiej giełdy w marcu zanotowały wzrosty powyżej 10% i w całości odrobiły straty z lutego, to na koniec marca znajdowały się poniżej poziomu z początku 2009 roku. Na początku kwietnia kontynuowany był jednak ruch wzrostowy, dominujący przez cały marzec, który pozwolił na osiągnięcie przez indeks WIG poziomów z początku roku. Szerokość wzrostów (rosła nie tylko wąska grupa najważniejszych spółek, ale silnie zyskiwały także całe dziesiątki spółek średnich i małych) sugeruje, iż ponowne przebicie dołków z połowy lutego jest coraz mniej prawdopodobne.
- Saldo wpłat/umorzeń klientów do krajowych funduszy inwestycyjnych w marcu nadal było ujemne, choć jego poziom (-0,8 mld zł) jest relatywnie niski, nawet w porównaniu z niskim saldem zanotowanym w lutym (ok. -1,1 mld zł). Pomimo zatem, iż generalnie wciąż mało jest chętnych do zakupu jednostek funduszy, także umorzenia spadły do bardzo niskiego poziomu. W przypadku wybranych TFI w marcu odnotowano jednak niespotykaną od długich miesięcy wyraźną przewagę wpłat klientów nad wypłatami.
- Wraz z odbiciem na warszawskiej giełdzie, w marcu agresywni klienci TFI przenosili pieniądze z funduszy bezpiecznych (obligacji, rynku pieniężnego) do funduszy akcyjnych. Poskutkowało to dodatnim saldem napływów do funduszy akcyjnych (ok. +150 mln zł). We wszystkich innych głównych grupach funduszy inwestycyjnych zarejestrowany został odpływ kapitału.
- Wyjątkowo wysokie straty ponieśli w „dobrym” miesiącu klienci trzech teoretycznie bezpiecznych funduszy DWS TFI, co mogło stanowić katalizator dodatkowego odpływu pieniędzy z grupy funduszy bezpiecznych.
- Marcowe wzrosty na warszawskiej giełdzie w największym stopniu przypadły w udziale spółkom (branżom) najsilniej przecenionym podczas półtorarocznych spadków. Jednocześnie, brak jest oznak poprawy sytuacji makroekonomicznej – w szczególności prognozy dotyczące tempa wzrostu PKB Polski w 2009 roku są coraz niższe.

b) Fundusze akcji zagranicznych

- W początkowej części marca za oceanem miało miejsce pogłębienie spadków z początku roku, jednak po kilku dniach nastroje uległy zdecydowanej poprawie. Pozwoliło to na wypracowanie dodatnich stóp zwrotu przez znaczącą grupę funduszy denominowanych w USD i EUR. Wyniki funduszy zagranicznych w marcu, po ich przeliczeniu na PLN, nie były jednak wspomagane przez silne osłabienie złotego, tak jak to miało miejsce szczególnie w styczniu, a także w lutym tego roku. Osłabienie polskiej waluty nastąpiło jedynie w nieznacznym stopniu w stosunku do EUR, przez co nieznaczny, pozytywny „efekt walutowy” obserwowany jest wyłącznie w wynikach osiągniętych przez fundusze rozliczane w EUR. W przypadku funduszy rozliczanych w USD, efekt walutowy w marcu zadziałał w drugą stronę (złoty umiarkowanie umocnił się do USD), czyli obniżał stopę zwrotu liczoną w PLN.
- Dla amerykańskich indeksów akcyjnych marzec, pomimo począt-

kowej słabości, był miesiącem najlepszym od 6 lat (indeks S&P500 zyskał 8,5 proc.). Kluczem do tak dobrego zachowania indeksów były pierwsze od długiego czasu publikacje danych makroekonomicznych lepszych od pesymistycznych oczekiwań (w szczególności z rynku nieruchomości; fakt ten dał inwestorom nadzieję, iż najgorsze mają już za sobą) a także ogłoszenie planu pomocowego dla sektora finansowego zakładającego wykup „toksycznych aktywów” z sektora. Publikowane dane makroekonomiczne są wciąż jednak rekordowo słabe. Oczekiwania związane z poprawą sytuacji w sektorze finansowym USA wzbudzone po ogłoszeniu zyskowego I kwartału 2009 roku przez prezesów Citigroup i BoA, spowodowały spadek awersji do ryzyka i stopniowy powrót inwestorów do inwestycji w ryzykowne aktywa.

- Fala optymizmu z USA natychmiast przełożyła się na zachowanie indeksów akcji w Europie Zachodniej, które w marcu zyskiwały (choć słabiej, niż amerykańskie). Podobnie, na wartości zyskiwały rynki azjatyckie.
- Powrót optymizmu inwestorów przełożył się na silne wzrosty na tych rynkach, które wcześniej silnie traciły. Do bardzo udanych zaliczą więc marzec inwestujący w Europie Środkowo-Wschodniej. Szczególnie wyraźne wzrosty wystąpiły na rynku rosyjskim (giełda w Moskwie zyskała blisko 27 proc.) oraz czeskim (+17 proc.). Tłumaczy to bardzo dobre marcowe wyniki funduszy akcji krajów rozwijających się.

c) Fundusze obligacji, waluty

- W marcu 2009 roku, wraz ze stabilizacją na rynku walutowym, nastąpiło wyraźne uspokojenie na rynku obligacji. Przy braku zawirowań kursu złotego oraz zgodnej z oczekiwaniami obniżce stóp procentowych przez RPP, otoczenie dla zarządzających funduszami obligacji polskich było stabilne. Oczekiwana obniżka stóp procentowych nie spowodowała obniżenia rentowności obligacji długoterminowych (czyli wzrostu ich cen), zaś indeks rynku skarbowych papierów dłużnych zanotował w całym miesiącu umiarkowany wzrost (ok. 0,5 proc.). W tych warunkach większość funduszy obligacji polskich zakończyła miesiąc niewielkimi zwyżkami. Wyjątkiem na tle grupy jest fundusz DWS Dłużnych Papierów Wartościowych (DWS2 w ofercie Skandii), który w marcu stracił 3,25% ze względu na utratę wartości inwestycji w instrumenty strukturyzowane.
- Ogłoszenie planów skupu obligacji przez FED przełożyło się na wzrosty cen obligacji amerykańskich i umiarkowanie dobre wyniki funduszy inwestycyjnych obligacji USA (wyrażone w dolarze).
- Spadek awersji do ryzyka w marcu pozwolił na osiągnięcie dobrych wyników przez fundusze inwestycyjne obligacji krajów rozwijających się. W przypadku funduszy rozliczanych w dolarze amerykańskim (np. SKAN3), stopy zwrotu po przeliczeniu na polski złoty jednak były niższe, niż w USD, ze względu na negatywny efekt walutowy (umocnienie się złotego wobec USD).

3. Wyniki funduszy

z aktualnej oferty Skandii – za miesiąc marzec 2009

I. Fundusze akcji krajów rozwijających się

kod	waluta wewnętrzna	stopa zwrotu w walucie		
		wewnętrznej	w PLN	
Fundusze akcji polskich – dużych spółek				
DWS Polska FIO Akcji	DWS3	PLN	8,16%	8,16%
SKARBIEC FIO Subfundusz Akcji SKARBIEC-AKCJA	SKAR3	PLN	8,35%	8,35%
Fundusze wszelkich akcji polskich				
Arka Akcji FIO	ARKA3	PLN	12,02%	12,02%
Commercial Union FIO subfundusz CU Polskich Akcji	CU3	PLN	9,34%	9,34%
ING FIO Akcji	ING3	PLN	6,11%	6,11%
Legg Mason Akcji FIO	KAHA2	PLN	10,77%	10,77%
Noble Funds FIO Subfundusz Noble Fund Akcji	NB3	PLN	10,50%	10,50%
Pioneer Akcji Polskich FIO	PIO3	PLN	14,91%	14,91%
SEB FIO Subfundusz SEB Akcji	SEB3	PLN	10,82%	10,82%
UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Akcje	UNK3	PLN	7,43%	7,43%
Fundusze akcji – Europa – kraje rozwijające się				
BlackRock Global Funds - Emerging Europe Fund	ML3	EUR	15,11%	16,18%
Fundusze akcji – Świat – kraje rozwijające się				
BlackRock Global Funds - Latin American Fund	ML7	USD	12,35%	8,25%
Schroder International Selection Fund Emerging Markets	SCH3	USD	13,27%	9,13%
Templeton Emerging Markets Fund	TEMP1	USD	11,07%	7,01%
Templeton Asian Growth Fund	TEMP3	USD	13,37%	9,23%
Templeton BRIC Fund	TEMP4	USD	12,25%	8,15%

II. Fundusze akcji krajów rozwiniętych

Fundusze akcji – Europa Zachodnia				
Credit Suisse MultiFund (Lux) Equity Europe	CS2	EUR	-0,92%	0,00%
JPMorgan funds - Europe Equity Fund	JPM1	EUR	0,16%	1,10%
JPMorgan Funds - Europe Dynamic Fund	JPM2	EUR	-1,25%	-0,32%
Skandia European Best Ideas Fund	SKAN7	EUR	3,58%	4,54%
Fundusze akcji – USA				
BlackRock Global Funds - Global Opportunities Fund	ML1	USD	5,77%	1,91%
BlackRock Global Funds - US Basic Value Fund	ML2	USD	6,91%	3,01%
Skandia US All Cap Value Fund	SKAN5	USD	3,97%	0,17%
Fundusze akcji – Świat rozwinięty				
Alliance Bernstein - Global Growth Trends Portfolio	ACM1	USD	7,80%	3,86%
BlackRock Global Funds - Japan Opportunities Fund	ML4	USD	3,64%	-0,14%
Schroder International Selection Fund Japanese Equity	SCH4	USD	3,44%	-0,34%
Skandia Pacific Equity Fund	SKAN4	USD	10,24%	6,22%
Templeton Growth (Euro) Fund	TEMP2	EUR	2,95%	3,91%

III. Fundusze mieszane

Noble Funds FIO Subfundusz Noble Fund Mieszany	NB1	PLN	6,29%	6,29%
--	-----	-----	-------	-------

IV. Fundusze rynku pieniężnego

Fundusze polskiego rynku pieniężnego				
ING FIO Gotówkowy	ING4	PLN	0,44%	0,44%
Legg Mason Pieniężny FIO	KAHA4	PLN	-0,01%	-0,01%
Noble Funds FIO Subfundusz Noble Fund Skarbowy	NB2	PLN	0,29%	0,29%
Pioneer Pieniężny FIO	PIO6	PLN	0,17%	0,17%
SKARBIEC FIO Subfundusz Pieniężny SKARBIEC-KASA	SKAR4	PLN	0,47%	0,47%
UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Pieniężny	UNK4	PLN	0,46%	0,46%
Fundusze rynku pieniężnego USA				
JPMorgan Investment Funds - Highbridge Statistical Market Neutral Fund	JPM3	USD	3,38%	-0,39%

V. Fundusze obligacji

Fundusze obligacji polskich				
Arka BZ WBK Obligacji FIO	ARKA2	PLN	0,21%	0,21%
Commercial Union FIO subfundusz CU Obligacji	CU2	PLN	-0,05%	-0,05%
DWS Polska FIO Dłużnych Papierów Wartościowych	DWS2	PLN	-3,25%	-3,25%
ING FIO Obligacji	ING2	PLN	0,30%	0,30%
Legg Mason Obligacji FIO	KAHA3	PLN	0,35%	0,35%
Pioneer Obligacji Plus FIO	PIO2	PLN	0,50%	0,50%
UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Obligacje	UNK2	PLN	-0,20%	-0,20%
Fundusze obligacji europejskich				
Templeton European Total Return Fund	TEMP5	EUR	-0,79%	0,14%

Fundusze obligacji USA

Skandia Total Return USD Bond Fund	SKAN2	USD	0,51%	-3,16%
------------------------------------	-------	-----	-------	--------

Fundusze obligacji – Świat rozwijający się

Skandia Emerging Market Debt Fund	SKAN3	USD	4,12%	0,32%
-----------------------------------	-------	-----	-------	-------

VI. Fundusze - metale szlachetne

BlackRock Global Funds - World Gold Fund	ML5	USD	10,64%	6,60%
--	-----	-----	--------	-------

VII. Fundusze surowcowe

BlackRock Global Funds - World Mining Fund	ML6	USD	17,87%	13,57%
Schroder Alternative Solutions Commodity Fund	SCH1	EUR	3,24%	4,21%
Skandia Alternative Investments Fund	SKAN6	USD	0,46%	-3,20%

VIII. Fundusze nieruchomości

Schroder International Selection Fund Global Property SecuritiesSCH2	EUR	3,79%	4,76%
--	-----	-------	-------

IX. Fundusze globalnej dywersyfikacji

Credit Suisse MultiFund (Lux) Constellation Global	CS1	EUR	0,81%	1,75%
--	-----	-----	-------	-------

X. Fundusze „gwarantowane”

Fundusz Skandia Euro Gwarantowany 2020	SEG2020	EUR	-1,44%	-3,63%
Fundusz Skandia Euro Gwarantowany 2021	SEG2021	EUR	-1,54%	-3,73%
Fundusz Skandia Euro Gwarantowany 2022	SEG2022	EUR	-1,56%	-3,75%
Fundusz Skandia Euro Gwarantowany 2023	SEG2023	EUR	-1,75%	-3,93%
Fundusz Skandia Euro Gwarantowany 2024	SEG2024	EUR	-1,88%	-4,06%

XI. Fundusze lokacyjne

Gwarancja na Nobla 2	GWN 3	PLN	0,68%	0,68%
Gwarancja na Nobla 3	GWN 4	PLN	0,60%	0,60%

XII. Portfele modelowe

Portfel Modelowy Zrównoważony	PM1	PLN	4,33%	4,33%
Portfel Modelowy Stabilnego Wzrostu	PM2	PLN	1,58%	1,58%
Portfel Modelowy Aktywny	PM3	PLN	8,15%	8,15%
Portfel Modelowy Aktywnej Alokaacji	PM4	PLN	3,89%	3,89%

XIII. Zmiany kursów walut

USD/PLN	-3,65%
EUR/PLN	0,93%

Źródło: Analizy OnLine, TFI, Skandia.

Prezentowana klasyfikacja funduszy do poszczególnych grup jest jedynie pomocnicza i została dokonana w oparciu o subiektywne kryteria zastosowane przez Skandia Życie TU SA.

II. Widoki na przyszłość:

a) Fundusze akcji:

- Ruch wzrostowy na polskiej giełdzie, zapoczątkowany w połowie lutego i kontynuowany w marcu oraz w pierwszych dniach kwietnia, jest potwierdzany wysokimi obrotami zawieranych transakcji. Czynniki ten sugeruje, iż obecna wyżka ma szansę utrzymania się przez pewien okres czasu, zwłaszcza iż następuje z bardzo niskich poziomów, osiągniętych po bolesnych, półtorarocznych spadkach. Wciąż jednak jest za wcześnie na stwierdzenie, iż doszło do przełamania długoterminowego trendu spadkowego.
- Do gry na polskiej giełdzie, po długiej przerwie, włączyli się inwestorzy indywidualni (co sugerują wzrosty cen akcji małych spółek oraz ostatnie napływy środków do funduszy inwestycyjnych akcji polskich). Tym samym, za część ostatnich wzrostów odpowiada „gorący kapitał”, który w przypadku odwrócenia tendencji wzrostowej może oddziaływać na pogłębienie spadków.
- Duże obniżki stóp procentowych przez RPP nie mają realnego przełożenia na sytuację na rynku kredytowym (przede wszystkim dostęp przedsiębiorstw do kredytu). Banki podnoszą marże kredytowe i zapowiadają rewizję portfeli udzielonych kredytów. Ze względu na ograniczoną skłonność banków do rozwijania akcji kredytowej oraz spadek popytu (wzrost bezrobocia, negatywny sentyment konsumentów), polskie przedsiębiorstwa funkcjonują w niekorzystnym otoczeniu gospodarczym. Oczekiwane słabe wyniki spółek stanowią element oddziałujący negatywnie na rynek akcji.
- Zgodnie z prognozami Międzynarodowego Funduszu Walutowego, w 2009 roku gospodarka światowa skurczy się o 0,6%, przy czym tempo kurczenia się gospodarki USA ma sięgnąć 2,6 proc., zaś strefy euro 3,2 proc. Szczególnie silnie ma skurczyć się gospodarka Niemiec (prognozy instytutu IWH mówią o spadku PKB Niemiec o 4,8 proc. w 2009 roku). Ostatnie wzrosty na giełdach są wyrazem oczekiwań, iż najbardziej pesymistyczny scenariusz został już uwzględniony w cenach akcji i kolejne publikowane dane makroekonomiczne nie będą gorsze od obecnie spodziewanych. To, czy gospodarka światowa rzeczywiście osiągnie w dającym się przewidzieć terminie punkt zwrotny, zadecyduje o trwałości ruchu wzrostowego.
- Wyniki marca pokazały, iż po długotrwałych i silnych spadkach, rynek akcji gotowy jest na pojawienie się silnej korekty. Obecnie nawet drobne sygnały świadczące o poprawie sytuacji (szczególnie w niewrażliwych segmentach gospodarki, takich jak np., sektor finansowy), mogą wywoływać falę euforii i dynamicznych ruchów wzrostowych. Tym bardziej, iż publikacja negatywnych informacji nie powoduje już tak dramatycznych wyprzedzi, jakie obserwowaliśmy jeszcze niedawno. Do tego dochodzą przypadki publikacji danych lepszych od pesymistycznych oczekiwań. Dla agresywnych inwestorów wahania te stwarzają możliwość krótkoterminowego zarabiania na rynku akcji.
- Dodatkowymi czynnikami przemawiającymi za wzrostami na rynku akcji są niskie wyceny spółek w wielu branżach oraz bardzo niskie zaangażowanie w akcje przez otwarte fundusze emerytalne (OFE mają zatem miejsce na dokupywanie akcji), przełom na rynku surowców (pojawienie się wzrostów) czy też malejące saldo odpływów z krajowych funduszy inwestycyjnych, połączone z napływami do funduszy akcyjnych.

- W 2009 roku bardzo prawdopodobna jest zwiększona zmienność rynku, która skutkować będzie naprzemiennymi okresami wzrostów i spadków, sięgających nawet 20-30%. Z jednej strony bowiem mamy do czynienia z euforycznym odbiciem po długotrwałych spadkach oraz oczekiwaniami, iż dno kryzysu zostało już wyznaczone, z drugiej strony napływające dane makroekonomiczne oraz wyniki spółek nadal będą złe. Zwiększone wahania indeksów akcji mogą być neutralne dla inwestorów o długim horyzoncie inwestycyjnym, pomimo iż w krótkim terminie wartość ich portfela może naprzemiennie rosnąć i spadać. Dla inwestorów o niższej skłonności do podejmowania ryzyka nadal wskazane jest ostrożne podejście do inwestycji w fundusze akcji. Natomiast agresywni inwestorzy, skłonni do podejmowania zwiększonego ryzyka mogą podejmować próby wykorzystywania wspomnianych ruchów cenowych do osiągania krótkoterminowych zysków.
- W chwili obecnej jest jeszcze za wcześnie na długoterminowe, silne zaangażowanie w fundusze akcyjne. Sygnały płynące ze światowych gospodarek są wciąż w większości negatywne i dopóki nie okaże się, iż punkt zwrotny w kryzysie rzeczywiście został osiągnięty, dopóty agresywne zaangażowanie w fundusze akcyjne będzie obciążone zwiększonym ryzykiem.

b) Fundusze obligacji, waluty:

- W sytuacji oczekiwanego spowolnienia gospodarczego w Polsce, miejscem dającym inwestorom ochronę przed spadkami powinien być rynek instrumentów dłużnych. W szczególności pozytywnie na rynek obligacji polskich mogą oddziaływać zapowiedzi przez RPP dalszych obniżek stóp procentowych. Na skalę ewentualnych obniżek stóp procentowych przez RPP w znaczącym stopniu może wpływać zachowanie naszej waluty (obniżanie stóp wpływa osłabiająco na kurs złotego, czego RPP chciałaby uniknąć). Ostatnia, marcowa decyzja RPP o obniżce stóp procentowych pokazuje jednak, iż obawa o możliwe osłabienie złotego obniżkami stóp jest wśród członków Rady coraz mniejsza. Ograniczenie skali obniżek stóp lub ich odroczenie, byłoby czynnikiem negatywnie oddziałującym na ceny polskich obligacji. Jednakże, podstawowy wpływ na ceny polskich papierów skarbowych w dalszym ciągu może mieć poziom awersji do ryzyka wśród inwestorów zagranicznych i zachowanie kursu złotego. Stabilizacja nastrojów na światowych rynkach i zanikanie objawów paniki będzie czynnikiem sprzyjającym umocnieniu polskiej waluty oraz wzrostom cen obligacji.
- Od połowy 2008 roku Skarb Państwa finansuje deficyt w dużej mierze za pomocą krótkoterminowych bonów skarbowych, wymagalnych do spłaty w tym roku. Polityka ta może skomplikować sytuację budżetu państwa w 2009 roku. Inwestorzy obawiają się zatem o skalę emisji obligacji przez polski rząd, co może oddziaływać negatywnie na rynek obligacji polskich a tym samym wyniki funduszy obligacji polskich w drugiej połowie roku.
- Pomimo niejednoznaczności poszczególnych sygnałów, otoczenie, w jakim funkcjonować będą zarządzający funduszami polskich obligacji skarbowych, wraz z upływem czasu może stopniowo się pogarszać. Sytuacja uległaby natomiast pozytywnej zmianie w przypadku skokowego spadku awersji do ryzyka wśród inwestorów lub pojawienia się nieoczekiwanych informacji związanych np. z szybszą akcesją Polski do strefy euro i wpływających na umocnienie złotego.

- Przy inwestycjach w fundusze denominowane w walutach obcych należy brać pod uwagę dodatkowy czynnik, ważny z punktu widzenia polskiego inwestora, jakim jest zachowanie kursu złotego w stosunku do walut „wewnętrznych” zagranicznych funduszy. Po silnej, a zarazem szybkiej przecenie złotego na początku 2009 roku, znacząco wzrosło ryzyko korekty, a więc rozpoczęcia fali umacniania się złotego. Tym samym, inwestycja w fundusze denominowane w walutach obcych, dotychczas wspomagana przez umacnianie się tych walut, w przypadku umacniania się złotego, będzie tym razem przez czynnik walutowy obciążana.

III. Alokacja aktywów

Na podstawie analizy scenariuszy rozwoju sytuacji nakreślonych w punkcie II, uzasadnione jest rozważenie poniższych decyzji inwestycyjnych w stosunku do poszczególnych kategorii instrumentów finansowych:

1. Akcje:

Utrzymywanie agresywnej (wysokiej) alokacji w fundusze akcyjne, pomimo ostatnich wzrostów jest wciąż strategią bardzo ryzykowną. W 2009 roku wycena funduszy akcyjnych, w ślad za rynkiem akcji, może podlegać podwyższonej zmienności, czyli silnym wahaniom.

a) Polska

Fundusze akcji nabywane stopniowo, przez inwestorów o największej skłonności do podejmowania ryzyka bądź o długim horyzoncie inwestycyjnym. Alokacja budowana stopniowo wraz z upływem czasu. Pomimo ostatnich silniejszych wzrostów w segmencie małych i średnich spółek, w pierwszej kolejności nabywane fundusze akcji inwestujące w największe spółki, dopiero później stopniowo nabywane fundusze inwestujące w akcje mniejszych podmiotów. Szczególnie w I półroczu 2009 roku inwestycja w fundusze akcji obciążona jest wysokim ryzykiem zwiększonej zmienności (wartość portfela podlegać może silnym, naprzemiennym wahaniom).

Inwestorom agresywnym, o wysokiej skłonności do podejmowania ryzyka, oczekiwana wysoka zmienność rynku (czyli oczekiwane, nawet kilkutygodniowe naprzemienne ruchy wzrostowe i spadkowe) stwarza jednak możliwość do osiągnięcia krótkoterminowych zysków.

b) Świat

Podobnie jak w przypadku funduszy akcji polskich, zalecane ostrożne podejście do inwestycji w fundusze akcji zagranicznych. Alokacja w fundusze akcji światowych prowadzona stopniowo, najpierw na wybranych rynkach rozwiniętych (w fundusze akcji USA, Wielkiej Brytanii), w pierwszej kolejności w fundusze inwestujące w duże spółki. W dalszym etapie stopniowe budowanie ekspozycji na fundusze akcji rynków rozwijających się (Emerging Markets).

2. Instrumenty dłużne

Utrzymywanie zwiększonej alokacji w fundusze dłużne (obligacji, rynku pieniężnego) powinno pozwolić na stabilizację osiąganych wyników i ochronę wartości portfela do czasu potwierdzonej zmiany długoterminowego trendu spadkowego na rynkach akcji.

a) Polska

Pomimo spowolnienia gospodarczego, sytuacja na rynku obligacji nie jest oczywista. Wraz z upływem kolejnych miesięcy 2009 roku, warunki panujące na rynku obligacji polskich mogą się stawać co-

raz mniej korzystne. Z tego powodu alokacja w fundusze obligacji stopniowo zastępowana alokacją w fundusze rynku pieniężnego (szczególnie w przypadku inwestorów o mniejszej skłonności do ryzyka), zaś w dłuższej perspektywie – w przypadku pojawienia się oznak trwałości poprawy sentymentu na rynkach kapitałowych, stopniowo (częściowo) zastępowana funduszami akcji. Także w segmencie funduszy dłużnych (teoretycznie bezpieczniejszych od funduszy akcji), a więc zarówno funduszy obligacji jak i rynku pieniężnego, niezbędne jest utrzymywanie odpowiedniej dywersyfikacji (zróżnicowania składu portfela).

Inwestorzy o większej awersji do ryzyka powinni wciąż z dużą dozą ostrożności podchodzić do inwestycji w fundusze obligacji lub rynku pieniężnego, których znaczącą część portfela stanowią instrumenty korporacyjne (emitowane przez przedsiębiorstwa).

b) Świat

Wraz ze stabilizacją nastrojów na rynkach finansowych i spadkiem globalnej awersji do ryzyka, zadowalające efekty inwestycji mogą przynosić fundusze obligacji krajów rozwijających się. W przypadku instrumentów dłużnych i oferowanych przez nie stóp zwrotu, elementem znacznie zwiększającym ryzyko inwestycji i w dużym stopniu wpływającym na jej ostateczny wynik liczony w złotym polskim, są wahania kursów walutowych.

Przy inwestycji w fundusze rozliczane w EUR i USD należy brać pod uwagę wpływ czynnika walutowego. Przez pierwsze 1,5 miesiąca 2009 roku był to element wydatnie zwiększający atrakcyjność inwestycji w fundusze zagraniczne, jednak wraz ze spadkiem globalnej awersji do ryzyka możliwe jest, iż efekt walutowy będzie działał na niekorzyść polskiego inwestora, (szczególnie w przypadku inwestycji w fundusze rozliczane w USD, w sytuacji oczekiwanego osłabiania się dolara).

IV. Wwiał z Dyrektorem Inwestycyjnym Union Investment TFI S.A.



Odpowiada Dariusz Lasek, Dyrektor Inwestycyjny ds. Papierów Dłużnych

Jaka Pana zdaniem jest obecnie najbardziej atrakcyjna dla inwestorów klasa aktywów?

Inwestorom, którzy posiadają maksymalnie roczny horyzont inwestycyjny oraz preferują stabilne zyski z inwestycji polecam fundusze pieniężne.

Dlaczego właśnie taka rekomendacja? Ostatnie dni na GPW wyglądają bardzo obiecująco i wielu inwestorów oczekuje już początku hossy.

Faktycznie, na warszawskim parkiecie sporo się ostatnio dzieje. Jednak mimo zdecydowanej poprawy nastrojów, na rynku akcji w najbliższym czasie możemy nadal spodziewać się dużej zmienności. Dlatego zalecamy ostrożne podejście do inwestycji w fundusze akcyjne rekomendując je wyłącznie osobom o kilkuletnim horyzoncie inwestycyjnym. W tym przypadku należy zwrócić szczególną uwagę na profil inwestora oraz preferowany przez niego okres inwestycji.

W tym kontekście, krótkoterminowo, rynek dłużny wygląda zdecydowanie bardziej interesująco. Proszę zwrócić uwagę na dość cieka-

wą zależność. Obecnie, z powodu spowolnienia gospodarczego oraz panującej na świecie recesji, wśród inwestorów instytucjonalnych występuje ogólna awersja do ryzyka, więc niechętnie inwestują oni w obligacje rządowe np. krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Kraje te, aby sfinansować swój deficyt budżetowy, w takiej sytuacji pożyczają pieniądze z Międzynarodowego Funduszu Walutowego lub decydują się na przesunięcie finansowania deficytu na drugą połowę roku. W przypadku polskich obligacji, inwestorzy zagraniczni są jeszcze skłonni do kupowania papierów dłużnych rządu polskiego, czyli obligacji 2-letnich oraz bonów skarbowych. Polska zwiększyła więc emisję w tej części krzywej rentowności, co doprowadziło do nietypowej sytuacji, gdy rentowność krótkoterminowych papierów rządowych jest wyższa od oprocentowania na rynku międzybankowym. Nie często się zdarza, aby instrumenty podmiotu bardziej wiarygodnego – jakim jest państwo – miały wyższą rentowność niż depozyty międzybankowe.

Jak ta sytuacja wpływa na zysk z funduszy pieniężnych Union Investment?

UniKorona Pieniężny, inwestując głównie w bony i obligacje skarbowe, korzysta z czasowej przewagi wyższych rentowności papierów skarbowych nad komercyjnymi i przy relatywnie niskim poziomie ryzyka może wypracować bardzo korzystną stopę zwrotu.

V. Biuro Obsługi Klienta Skandii zaprasza do kontaktu!

Informujemy, że Skandia prowadzi Biuro Obsługi Klienta w swojej siedzibie przy ulicy Cybernetyki 7.

Zapraszamy wszystkich klientów, którzy chcą uzyskać informacje o swojej polisie. Pracownicy Biura udzielają informacji o ofercie Skandii, produktach i serwisach oraz przyjmują dyspozycje.

Do naszego Biura zapraszamy w dni robocze w godz. 9⁰⁰–17⁰⁰

VI. Czy warto już teraz dodatkowo zadbać o swoją emeryturę?

Pojawiające w ostatnim czasie informacje uświadamiają Polakom, iż w celu godnego spędzenia lat swojej starości, powinni oni sami zażyczyć się o wysokość przyszłych świadczeń emerytalnych. Niestety, system obowiązkowego odkładania na własną starość nie zapewni zdecydowanej większości z nas takiej stopy życia po zakończeniu aktywności zawodowej, na jaką liczymy.

Po pierwsze, po latach prosperity na giełdzie przyszedł czas bolesnych spadków, który zweryfikował zdolność OFE (Otwartych Funduszy Emerytalnych) do stałego generowania wysokich stóp zwrotu, co dla wielu osób może być pewnym zaskoczeniem. Trzyletnia stopa zwrotu OFE (średnia) publikowana po okresie zakończonym w marcu 2009 roku po raz pierwszy w historii naszego rynku kapitałowego okazała się ujemna (wyniosła -2,9%). Ta sama stopa publikowana pół roku temu (po wrześniu 2008 roku) sięgała +12,6%, zaś publikowana rok temu (po marcu 2008 roku) sięgała jeszcze +31,5%. Warto przypomnieć, iż publikowana w przeszłości średnia stopa zwrotu OFE przekraczała nawet +50%! Tak dobre historyczne wyniki otwartych funduszy emerytalnych osłabiały skłonność do samodzielnego, dodatkowego odkładania na emeryturę. Po co bowiem ponosić bieżące wyrzeczenia finansowe z myślą o dość odległej i mglistej przyszłości, skoro system oparty w dużej mierze na zinstytucjonalizowanych inwestycjach na rynku kapitałowym tak dobrze o nią zadba sam? Cóż, okazało się, iż nie będzie tak różowo.

Po drugie, do świadomości Polaków za sprawą doniesień medialnych zaczyna docierać fakt, iż oczekiwana wysokość uzyskiwanych w przyszłości świadczeń emerytalnych będzie znacznie niższa zarówno od ostatniego wynagrodzenia, jak i poziomu przez większość z nas uznawanego za satysfakcjonujący.

Jaka zatem będzie wysokość naszej emerytury?

Wysokość naszych emerytur w nowym systemie w uproszczeniu zależy będzie od dwóch elementów: od wysokości naszych zarobków (od których odprowadzane są składki emerytalne) oraz długość okresu aktywności zawodowej. Jeżeli zatem pracujemy krótko, nasza emerytura będzie po prostu niska. W skrajnych przypadkach bardzo niska. Problem dotyczy w szczególności osób, które z różnych względów przechodzą na emeryturę w wieku wcześniejszym od wieku „domyślnie” założonego przez ustawodawcę. Podobnie, niższą emeryturę będą mieli także Ci, którzy pracę rozpoczęli dość późno (np. w 25-tym roku życia) lub mieli kilkuletnie przerwy w okresie zatrudnienia. Na koniec, uprzywilejowana pozycja kobiet (osiągają wiek emerytalny w wieku 60 lat, a więc 5 lat wcześniej, niż mężczyźni) w nowym systemie emerytalnym po prostu skraca ich okres odkładania składek, a zatem ogranicza możliwości odkładania na emeryturę.

Poniższe zestawienie obrazuje szacunkową wysokość przyszłej emerytury w wybranych przypadkach:

pleć	wiek obecny	obecne zarobki (brutto)	wiek rozpoczęcia pracy	wiek emerytalny	emerytura netto (ZUS+ OFE) na dziś	stopa zastąpienia (netto)
Kobieta	40	5000	25	60	1430	41,0%
Kobieta	30	2500	25	58	755	43,2%
Mężczyzna	40	5000	25	65	2034	58,3%
Mężczyzna	30	2500	25	63	1127	64,6%
Kobieta	35	3500	20	60	1367	56,0%
Mężczyzna	35	3500	20	65	1963	80,4%
Kobieta	30	4000	22	60	1478	52,9%
Mężczyzna	30	4000	22	65	2168	77,7%
Kobieta	28	2800	24	60	1047	53,6%
Mężczyzna	28	2800	24	65	1580	80,9%

Źródło:

Skandia Życie TU SA. Prezentowane dane są szacunkowe. Tabela została sporządzona przy dokonaniu szeregu założeń. Dokonywanie obszerniejszych symulacji emerytalnych Skandia umożliwi wkrótce na swoich stronach internetowych.

Stopa zastąpienia netto – stosunek oczekiwanej emerytury netto do szacowanych, ostatnich przed emeryturą zarobków netto.

Emerytura netto (ZUS + OFE) na dziś – emerytura łączna z ZUS oraz OFE wyrażona w dzisiejszej wartości pieniądza (zdyskontowana na początek 2009 roku wg założonych wskaźników inflacji).

Jak widać na powyższych przykładach, oczekiwane świadczenia emerytalne są relatywnie niskie zarówno w odniesieniu do oczekiwanej ostatniej pensji, jak i w przeliczeniu na dzisiejsze pieniądze.

Jak zatem zadbać o godne warunki finansowe na emeryturze?

Trudno być optymistą po analizie informacji przedstawionych w tabeli. Czterdziestoletnia kobieta zarabiająca dziś 5.000 zł brutto, nawet przy założeniu przeciętnego, corocznego wzrostu wynagrodze-

Marzec 2009

nia i osiągnięciu ustawowego wieku emerytalnego, otrzyma emeryturę netto stanowiącą jedynie 41% swojego oczekiwanego ostatniego wynagrodzenia netto. Po przeliczeniu tej emerytury na dzisiejszą wartość pieniądza (a więc na wartość porównywalną z dzisiejszymi zarobkami i wydatkami), otrzyma ona nieco ponad 1,4 tys. zł netto. Czy dla tej osoby uzyskiwane kwoty zapewnią utrzymanie standardu życia na poziomie zbliżonym do obecnego? Wątpliwe.

Dla wszystkich tych, których przedstawione w wyczeniu wysokości świadczeń nie satysfakcjonują, konieczne będzie dodatkowe budowanie własnej przyszłości finansowej, w uzupełnieniu do systemu obowiązkowego. Narzędziem stworzonym specjalnie do tego celu jest „Multiportfel Złoty Wiek”. Z jego pomocą możliwe jest efektywne tworzenie dodatkowych świadczeń, w przyszłości uzupełniających „podstawową” emeryturę. Program oszczędzania na stare lata „Multiportfel Złoty Wiek” wykorzystuje zalety rozwiązań ubezpieczeniowych oraz długoterminowych rozwiązań inwestycyjnych. Daje przy tym możliwość budowania zabezpieczenia finansowego przy wykorzystywaniu regularnego odkładania nawet niewielkich kwot.

Szczegółowe informacje na temat programu budowania zabezpieczenia emerytalnego „Multiportfel Złoty Wiek” dostępne są na stronie internetowej Skandii.

Aktualne informacje dotyczące oferty Towarzystwa dostępne są na stronie internetowej www.skandia.pl

Ewentualne uwagi i pytania dotyczące miesięcznika prosimy kierować na adres: miesiecznik@skandia.pl

Zastrzeżenia prawne:

Niniejszy dokument został przygotowany przez Skandia Życie Towarzystwo Ubezpieczeń S.A. (Skandia) zgodnie ze stanem na dzień 31.01.2009 r. i jest przeznaczony wyłącznie dla pracowników Skandii, Agentów Ubezpieczeniowych wykonujących czynności agencyjne na rzecz Skandii oraz Klientów Skandii.

Publikowanie w jakiegokolwiek formie oraz udostępnianie niniejszego opracowania w części lub całości innym osobom lub podmiotom wymaga zgody ze strony Towarzystwa. Materiał został przygotowany na podstawie informacji publicznie dostępnych i źródeł uznanych przez Towarzystwo za wiarygodne, ale Towarzystwo nie gwarantuje i nie może zapewnić o ich dokładności, kompletności i wiarygodności. Niniejszy dokument ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Towarzystwo rekomenduje zapoznanie się ze szczegółowymi zasadami zawarcia i wykonywania poszczególnych umów ubezpieczenia oferowanych przez Towarzystwo, określonymi w odpowiednich Ogólnych Warunkach Ubezpieczenia oraz w innych dokumentach związanych z umową ubezpieczenia, w tym z opisem ryzyk związanych z inwestowaniem środków oraz wysokościami opłat pobieranych przez Towarzystwo.

Wyniki inwestycyjne uzależnione są od sytuacji na rynkach finansowych i skłonności do podejmowania ryzyka. Ubezpieczający musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków, zwłaszcza w przypadku inwestowania środków w instrumenty o wysokim poziomie ryzyka.

Niniejsze opracowanie nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Wszystkie prezentowane opinie są opiniami własnymi Towarzystwa. Pomimo dołożenia należytej staranności przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Towarzystwo nie może zapewnić, że prezentowane opinie okażą się trafne, a sytuacja na rynku nie ulegnie zmianie, w szczególności w stosunku do określonych instrumentów finansowych. Opinie Towarzystwa mogą się zmieniać bez obowiązku każdorazowego informowania o tym fakcie.

Towarzystwo, jego pracownicy, członkowie władz ani podmioty dominujące i stowarzyszone z Towarzystwem nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za działania lub zaniechania podjęte na podstawie niniejszego dokumentu, w szczególności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego komentarza ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.