

# Barometr Inwestycyjny Xelion

**34**

Nr 1/2023

styczeń



## AUTORZY:

**Kamil Cisowski, CFA,**  
Dyrektor Analiz  
i Doradztwa Inwestycyjnego

**Patryk Pyka,**  
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Zgodnie z naszymi podejrzeniami, grudzień 2022 r. przyniósł korektę na rynku akcji, głównie amerykańskim. **W wielu miejscach, przede wszystkim w Polsce i Chinach, miała ona jednak bardzo płytki charakter, a miesiąc został zakończony wręcz wzrostami.** Podstawową przyczyną presji spadkowej był „jastrzębi” przebieg posiedzeń głównych banków centralnych. O ile zaskoczeniem nie było dla nas, że swojego stanowiska nie łagodził Jerome Powell, walczący z oczekiwaniami na pierwsze obniżki stóp procentowych w 2H2023, już zdecydowany ton C. Lagarde (zapowiedź zakończenia cyklu później niż w USA), a przede wszystkim niespodziewane zmiany w polityce monetarnej BoJ, musiały wywołać reakcję rynkową. Okazała się ona jednak relatywnie łagodna, a były ku temu powody. Kolejna pozytywna niespodzianka inflacyjna w USA (spadek CPI z 7,7% r/r do 7,1% r/r) finalnie nie miała aż takiego znaczenia jak można było się spodziewać. **Potężne wsparcie przyszło przede wszystkim z Chin, gdzie praktycznie bez zapowiedzi i nagle władze wycofały się z polityki „zero COVID”.** Nawet pomimo dość niefortunnego momentu na podjęcie tej decyzji (najwyższy poziom zakażeń od początku pandemii) i jej znaczących konsekwencji (według nieoficjalnych szacunków zarazonych może być obecnie 200-300 mln Chińczyków) rynek wybiera patrzenie w przyszłość, a w tej widać wzrost PKB nawet o 4,5-5,0% w 2023 r. (wobec około 3% w obecnym). Swoje powody do radości miała też Europa. **Ceny gazu TTF spadły w ciągu miesiąca o niemal połowę, wymazując praktycznie całe ubiegłoroczne wzrosty i powodując silne spadki notowań energii.** W efekcie scenariusz jakichkolwiek deficytów energetycznych i potencjalnej konieczności wstrzymywania aktywności przemysłowej stał się nagle bardzo mało prawdopodobny. Kryzys energetyczny ma zdecydowanie łagodniejszy przebieg od oczekiwań, co jest przede wszystkim zasługą nadzwyczaj dobrej pogody. To stało się też przyczyną, dla której stopa zwrotu z DAX w 4Q2022 była dwukrotnie wyższa niż z S&P500. **Nawet ten wynik wypada jednak błędnie przy trzydziestoprocentowejwyżce WIG20.** Kumulacja taniejącej energii, słabego dolara i podjęcie przez rząd decyzji o walce o środki z KPO sprawiły, że Polska po tragicznych trzech pierwszych kwartałach roku w jego końcówce była jednym z najsilniejszych rynków świata. **Bardzo dobrze na tle zagranicy zachowywał się także krajowy dług skarbowy, którego rentowności rosły, ale nieznacznie.**

## Perspektywy rynkowe na 2023 r.

Drugie półrocze 2022 r. upłynęło pod znakiem dyskusji „kiedy recesja?”. W pierwszych dniach stycznia jej wystąpienie w USA stoi pod coraz większym znakiem zapytania. Twarde dane dotyczące amerykańskiej gospodarki pozostają dobre, pomimo słabości niektórych segmentów (przede wszystkim nieruchomości). Co najważniejsze, silny pozostaje rynek pracy, stopa bezrobocia na koniec 2022 r. wyniosła najprawdopodobniej 3,7%, co oznacza, że była o 0,5 pp niższa niż rok wcześniej. **Naszym zdaniem do „najlepiej zapowiedzianej recesji w historii” zwyczajnie teraz nie dojdzie.** Zapewne zobaczymy spadek PKB w USA w którymś kwartale, natomiast nie przez dwa z rzędu, a wzrost w całym roku będzie dodatni. Powinno to pozwolić nie tylko na obronę październikowych minimów na amerykańskim rynku akcji, ale wręcz wzrosty w najbliższych miesiącach.

**W tym momencie na rynku panuje niezwykle silne przekonanie, że czeka nas trudny 1Q2023, a później będzie już tylko lepiej.** Takie konsensusowe prognozy mają to do siebie, że niezwykle rzadko się sprawdzają. **Nasze modele wskazują, że wbrew obiegowej opinii najbliższe 3 miesiące mogą okazać się bardzo dobre, przede wszystkim na amerykańskim rynku akcji.** Wzrost gospodarczy w minionym kwartale okaże się zapewne wyższy od oczekiwań. Silne osłabienie dolara z bardzo wysokich poziomów sprawia, że jedno z najważniejszych ryzyk, wymuszające silne rewizje prognoz wynikowych po 3Q2022 w dół, nie zmaterializowało się. Oczekujemy zatem, że nie wystąpi na dużą skalę powszechnie spodziewany efekt obniżek prognoz na 1Q2023 w trakcie sezonu wynikowego za 4Q2022, a grudniowa korekta w USA najprawdopodobniej wyczerpie swój potencjał już w styczniu. **Realizacja takiego scenariusza będzie miała jedną poważną konsekwencję – będzie oznaczać, że Fed nie będzie miał silnej motywacji, by szybko zakończyć podwyżki stóp procentowych.** W tym momencie rynek wycenia, że czekają nas dwa kolejne ruchy po 25 pb (w lutym i marcu). Obawiamy się, że finalnie może okazać się, że będzie miała jeszcze miejsce trzecia podwyżka, w maju, co sprawi, że cykl zamkniemy na poziomie 5,00-5,25%.

**Wciąż niezwykle często powtarzany zdaniem jest, że „aby rosły akcje, muszą spaść rentowności obligacji”.** Cóż, zachowanie giełd od października pokazuje, że to nieprawda. Niemieckie 2-latki kończyły wrzesień z rentownością 1,78%, amerykańskie 4,28%. Pierwsze były kwotowane 31.12. niemal 100 pb wyżej, drugie 15 pb wyżej. Mimo to S&P500 zyskało od tamtej pory 7%, a DAX ponad 15%. Nawet jastrzębi ton EBC nie zatrzymał europejskich rynków, przede wszystkim dlatego, że wspomniane powyżej załamanie cen gazu i energii bardzo ograniczyło ryzyko długiej i bardzo poważnej recesji w Europie.

### Europejskie akcje w końcówce roku przestały wyceniać scenariusz głębokiej recesji



Źródło: Bloomberg (02.01.2023 r.)

### Ceny gazu w Europie powróciły do poziomów sprzed wybuchu wojny w Ukrainie



**Uważamy, że w kolejnych miesiącach możemy zobaczyć kontynuację tego otoczenia w mniejszej skali – lekką presję na rentownościach długu i wzrosty cen akcji.** Nawet delikatna rewizja oczekiwań co do działań Fed nie spowoduje naszym zdaniem silnej reakcji – przy tak olbrzymim zacieśnieniu jak ubiegłoroczne 25pb w którąkolwiek ze stron ma marginalne znaczenie.

W drugim półroczu 2022 r. byliśmy dużymi optymistami, jeśli chodzi o tempo spadku inflacji na świecie. Po rewelacyjnych odczytach CPI z USA za październik i listopad w tej kwestii zapanowała jednak prawdziwa euforia, **prognozy spadku wskaźnika Core PCE do poziomów poniżej 2,5% r/r w grudniu 2023 r., które zaczęły w ostatnim czasie się pojawiać, są naszym zdaniem mało prawdopodobne.** Uważamy, że perspektywa otwarcia chińskiej gospodarki po zakończeniu obecnej fali COVID, spowolnienie zamiast recesji w USA oraz zaskakująca odporność Europy na ekstremalnie wysokie ceny energii w drugim półroczu oznaczają, że ceny surowców ponownie zaczną rosnąć. Nie oznacza to, że inflacja CPI nie będzie silnie spadać przez pierwszych 9 miesięcy roku (przede wszystkim w 2Q2023). Efekty bazy i wskaźniki wyprzedzające nie pozostawiają co do tego dużych wątpliwości. Otwartym pytaniem pozostaje jednak, czy skala ruchu faktycznie uzasadni obniżki stóp w 4Q2023, jak przewidują niektórzy. **Jest to możliwe, ale tylko, gdyby okazało się, że zacieśnienie polityki pieniężnej w głównych gospodarkach, którego skutki poznamy w pełni właśnie w 2H2023, będzie powodowało zagrożenie recesją (lub jej wydłużeniem) w końcu roku lub w 2024 r.**

Tu dochodzimy do jednego z największych źródeł obaw inwestorów – wciąż utrzymującej się inwersji krzywych rentowności obligacji skarbowych. Faktycznie jest to sygnał, który dobrze przewiduje wystąpienie recesji. **Znacznie gorzej wygląda jego skuteczność w pokazywaniu, kiedy do recesji faktycznie dojdzie.** Niemal wszyscy zakładają, że teraz, bo m.in. z powodu efektów bazy wzrost w 1Q2023 zapewne będzie niski lub ujemny. Ale jeżeli miałyby to być 4Q2023 lub 1Q2024, post factum również będzie to widziane jako dowód jego nieomyślności.

**Poniżej chcielibyśmy zaproponować 10 prognoz rynkowych na 2023 r.:**

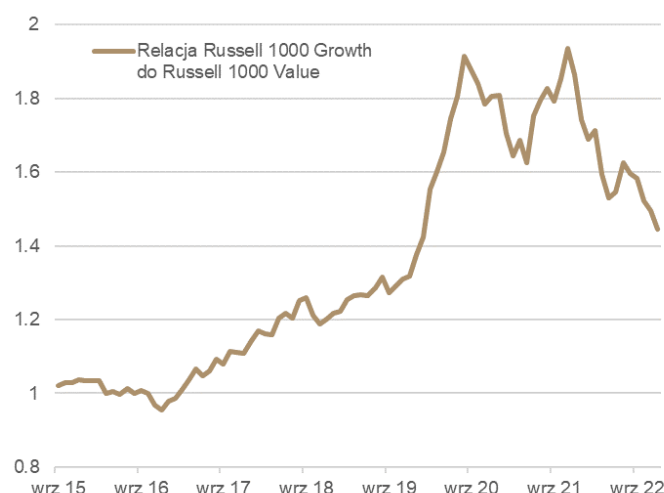
- 1) „Najlepiej zapowiedziana recesja w historii” w USA nie będzie recesją rozumianą jako dwa kwartały spadku PKB z rządu. **Amerykański wzrost gospodarczy w całym roku będzie dodatni.**
- 2) Wbrew powszechnym oczekiwaniom, **pierwsza połowa 2023 r. okaże się dla globalnego rynku akcji (MSCI All Countries World Index) lepsza niż druga.**
- 3) Spółki wzrostowe wyznaczą dołki relatywnej słabości w 1Q2023. **W ujęciu całego roku Russel 1000 Growth okaże się lepszy niż Russel 1000 Value.**
- 4) Spadki cen surowców zbliżają się ku końcowi. **Ich szeroki indeks (CRB Commodity Index) osiągnie w 2023 r. dwucyfrowy wzrost.**
- 5) Pomimo możliwych turbulencji i przejściowego wzrostu rentowności w 1Q2023, **najbliższy rok będzie dla funduszy polskich obligacji skarbowych długoterminowych najlepszym od co najmniej dekady.** Jeszcze więcej mogą zarobić fundusze obligacji rynków wschodzących.
- 6) Nawet jeżeli relatywna siła WIG20 utrzyma się jeszcze kilka miesięcy, **SWIG80 będzie miał wyższą stopę zwrotu w całym roku.**
- 7) Po świetnej końcówce ubiegłego roku akcje europejskie będą się wyróżniały negatywnie w 2023 r. **Stoxx 600 będzie gorszy od S&P500 i MSCI Emerging Markets.**
- 8) MSCI India będzie w tym roku słabszy niż MSCI Emerging Markets. **Akcje indyjskie stały się zwyczajnie zbyt drogie.**
- 9) **Kurs dolara względem złotego (USDPLN) zakończy rok poniżej 4,25, ale najpierw może przekroczyć 4,60.**
- 10) Słabszy dolar, ożywienie na rynku chińskim i oczekiwania obniżek stóp procentowych w 2024 r. sprawią, że **złoto zamknie rok powyżej 2000 \$/ou.**

### Oczekiwania inflacyjne w USA powróciły do średniej



Źródło: Bloomberg (02.01.2023 r.)

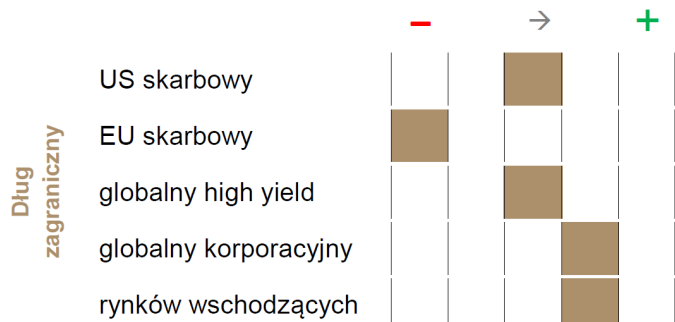
### Spółki „growth” na tle „value”



## Pogląd na segmenty rynkowe

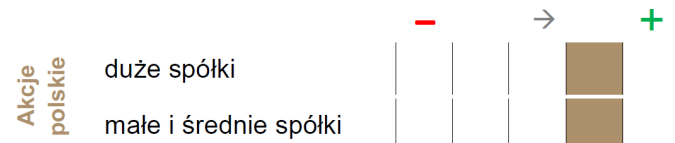


Zakładamy, że ten rok będzie dla funduszy opartych na polskich obligacjach skarbowych historycznie dobry. **Czas podwyższonej zmienności wycen może potrwać jeszcze do końca bieżącego kwartału, natomiast po wyznaczeniu szczytu inflacji, sytuacja na polskim rynku długu trwale ustabilizuje się.** O ile jeszcze na początku 4Q2022 zakładaliśmy dokonanie dwóch podwyżek „dostrajających”, o tyle wydzwięk dwóch ostatnich konferencji prezesa NBP sugeruje, że cykl podwyżek w Polsce najprawdopodobniej został zakończony. Uruchomienie się od 2Q2023 silnych trendów deflacyjnych utwierdzi członków RPP w tym, że skala dokonanego zacieśnienia w całym 2022 r. była wystarczająca. Wraz z oddalaniem się scenariusza głębokiej recesji w Europie zmniejsza się również prawdopodobieństwo twardego lądowania polskiej gospodarki. **Pozwala to utrzymywać lekko pozytywne nastawienie do długu korporacyjnego, choć zaznaczamy, że najwyższy stosunek oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka znajdziemy w kategorii długu skarbowego.**

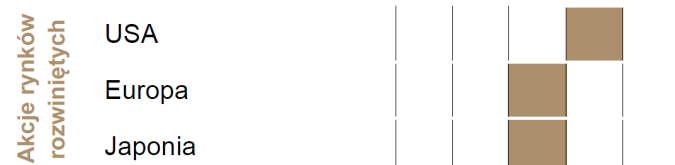


**W przypadku USA aktualne wyceny rynkowe wskazują na dwie podwyżki o 25 pb w lutym oraz marcu.** W przypadku spełnienia się scenariusza uniknięcia recesji zakładamy, że może znaleźć się jeszcze miejsce na ruch kończący cykl w maju. Nie oznacza to jednak, że nastroje na amerykańskim rynku długu muszą z tego powodu ulec wyraźnemu pogorszeniu. Biorąc pod uwagę skalę zacieśnienia, która została dokonana w 2022 r., **zakończenie całego cyklu o 25 pb niżej lub wyżej nie ma z punktu widzenia rynkowego większego znaczenia.**

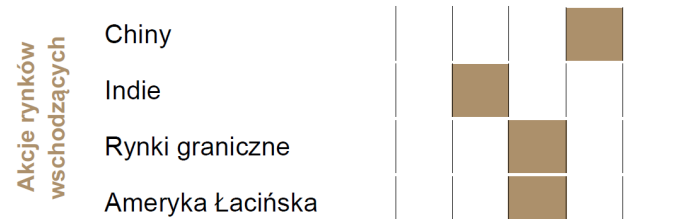
Poprawa atmosfery na rynkach akcyjnych, której towarzyszyć będzie wycofywanie się z zakładów dotyczących realizacji scenariuszy recesyjnych, powinna przywrócić zainteresowanie obligacjami high-yield. Największy potencjał tkwi jednak naszym zdaniem w segmencie obligacji emerging markets, które po dwóch trudnych latach stały się nisko wycenianą klasą aktywów. **Kraje EM w wielu przypadkach wcześniej rozpoczęły i zakończyły cykl podwyżek. Zatrzymanie trendu aprecjacji dolara wraz z perspektywą zakończenia cyklu podwyżek w USA istotnie zwiększa atrakcyjność tej klasy aktywów.**



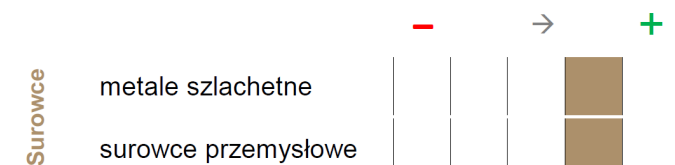
**Grudzień i pierwsze sesje stycznia są wciąż rewelacyjne dla GPW.** W obliczu kontynuacji spadków cen energii i wraz z wchodzeniem w bardziej zaawansowaną falę wzrostów oczekujemy, że po okresie relatywnej słabości spółki małe i średnie będą stawały się silniejsze na tle dużych. Na razie obie grupy wyglądają atrakcyjnie.



**Powoli konsensusowym poglądem staje się, że ten rok może należeć do rynków wschodzących, a nie rozwiniętych.** Zobaczymy, czy faktycznie tak będzie. Po jastrzębich zwrotach banków centralnych w Europie i Japonii oraz ich bardzo silnych wzrostach w 4Q2022 zaczynamy jednak wyraźnie preferować rynek amerykański. Wzrost gospodarczy w USA okaże się naszym zdaniem w tym roku silniejszy od oczekiwań, a słabszy dolar daje szansę na udany sezon wynikowy. W dalszej części roku spodziewamy się również trwającego co najmniej 2-3 kwartały odbicia spółek wzrostowych na tle value.

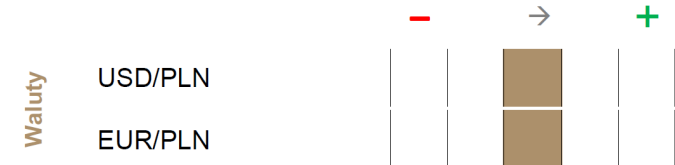


**Rezygnacja z polityki „zero COVID” jest w naszej opinii najważniejszym wydarzeniem grudnia,** w ostatnich tygodniach wciąż słyszymy o kolejnych prorynkowych działaniach chińskich władz, a także inicjatywach z ich strony, które mogą poprawić relacje ze Stanami Zjednoczonymi i przyciągnąć inwestorów zagranicznych. Akcje w Hong Kongu odbiły już bardzo silnie, ale wciąż wycenowo są niezwykle atrakcyjne i w lepszym otoczeniu regulacyjnym może się okazać, że **staną się „czarnym koniem” całego roku.** Negatywnie zmieniamy nasze nastawienie do Indii, które z kolei stały się na tle reszty koszyka bardzo drogie. Nastawienie do rynków granicznych i Ameryki Łacińskiej jest neutralne, w drugim przypadku głównie za sprawą obaw o kolejne działania prezydenta Luli da Silvy. Jego rezygnacja z prywatyzacji Petrobras i głęboka przecena najważniejszej spółki kontynentu jest sygnałem ostrzegawczym.



**Zachowanie złota na przełomie roku jest zbieżne ze statystyką - jest to dla niego tradycyjnie dobry okres.** Pierwsza tegoroczna sesja wydaje się dość symptomatyczna - ok. 1-proc. wzrost kruszcu przy korekcie dolara w górę jest zjawiskiem, które jeszcze dwa miesiące temu byłoby nie do wyobrażenia. Pozytywne nastawienie rynku do złota jest jednak w ostatnich tygodniach zauważalne i zakładamy, że stan ten utrzyma się w kolejnych miesiącach 2023 r.

**Z uwagi na oddalające się widmo głębokiej recesji w największych gospodarkach na świecie, wiele surowców przemysłowych może powrócić do trajektorii wzrostowej,** która została przerwana w czerwcu. Kluczową rolę odegra w tym przypadku m.in. otwarcie gospodarki Chin.



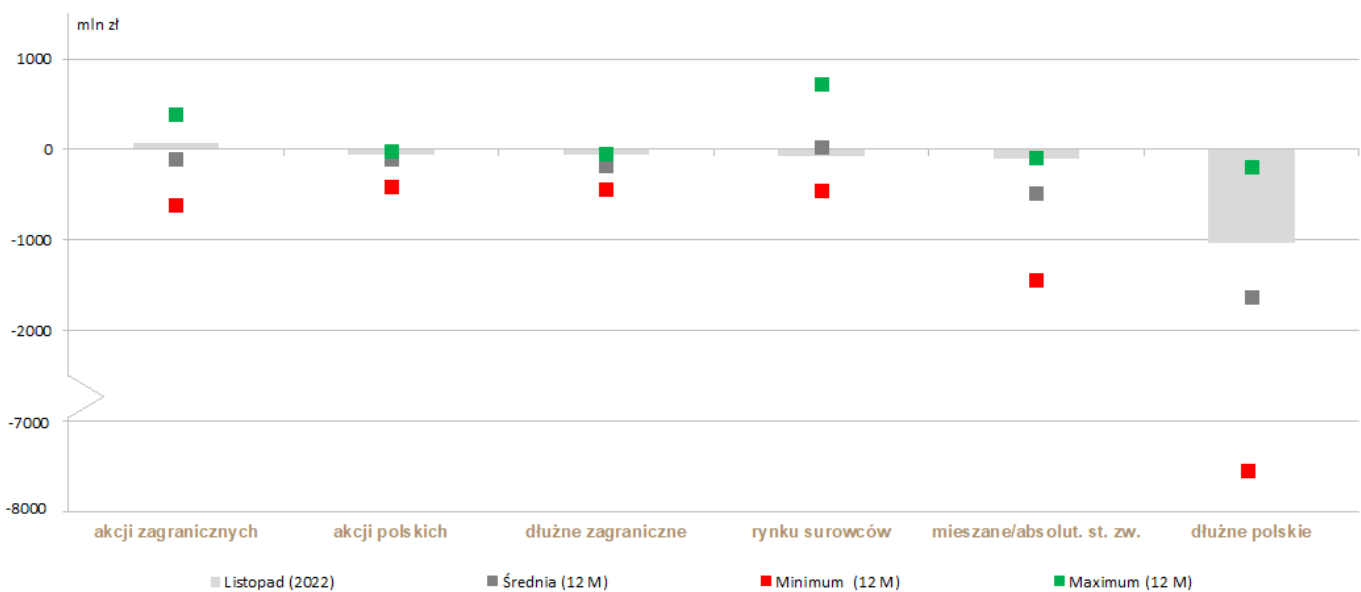
**Spodziewamy się, że kurs EUR/PLN może zakończyć rok na poziomie 4,60 lub niższym, a kurs USD/PLN na poziomie 4,20 lub niższym.** Żeby tak się stało muszą jednak potwierdzić się oczekiwania, że przełom 2023/24 wyznaczy w USA początek cyklu obniżek stóp procentowych. Na razie przedstawiciele Fed raczej skupią się na zakończeniu cyklu podwyżek, co może oznaczać, że dolar wymaże w 1Q2023 część strat z końcówki roku.

\*Rynki graniczne z reguły są mniejsze, mniej rozwinięte i trudniej dostępne niż rynki wschodzące, ale niejednokrotnie charakteryzują się wysokim potencjałem długoterminowym. Do krajów granicznych można zaliczyć m.in.: =Bahrajn, Kazachstan, Nigerię, Pakistan, Wietnam.

## Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	1.72%	2.47%	0.65%	-0.30%	0.66%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	1.11%	2.29%	-0.38%	0.37%	-0.36%
papierów dłużnych polskich skarbowych	2.10%	2.66%	0.98%	-0.40%	0.98%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	0.86%	4.32%	-5.81%	-10.34%	-5.81%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-2.24%	-8.33%	-4.60%	2.67%	-4.60%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-1.05%	-1.83%	-13.35%	-6.54%	-13.35%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.35%	5.00%	-9.65%	-6.61%	-9.65%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.12%	1.82%	-5.71%	-3.65%	-5.71%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.06%	3.43%	-8.17%	-8.83%	-8.17%
papierów dłużnych rynków wschodzących	1.25%	8.35%	-11.75%	-16.23%	-11.75%
akcji polskich uniwersalne	1.46%	18.10%	-15.91%	2.55%	-15.91%
akcji polskich małych i średnich spółek	0.26%	12.46%	-16.73%	23.20%	-16.73%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-3.67%	5.73%	-20.45%	1.08%	-20.41%
akcji amerykańskich	-4.74%	1.83%	-19.69%	10.22%	-19.69%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-2.31%	9.09%	-12.04%	1.72%	-12.04%
akcji europejskich rynków wschodzących	3.31%	24.34%	-2.15%	15.37%	-2.15%
akcji globalnych rynków wschodzących	-2.00%	5.83%	-18.62%	-12.98%	-18.62%
akcji azjatyckich bez Japonii	0.39%	3.09%	-20.59%	-4.71%	-20.59%
akcji tureckich	7.68%	45.61%	108.16%	44.36%	108.16%
rynku surowców - metale szlachetne	4.08%	12.63%	-7.00%	0.33%	-7.00%
rynku surowców pozostałe	-1.85%	9.00%	14.21%	39.99%	14.21%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	1.06%	5.03%	-6.74%	0.04%	-6.68%
mieszane polskie	1.23%	7.97%	-7.32%	-2.00%	-7.33%
mieszane zagraniczne	-0.87%	4.54%	-9.13%	1.22%	-9.06%

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 30.12.2022 r.)

## Istotne informacje

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) oraz za pośrednictwem systemu Platforma;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta.

Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.