

Zakładane cele inwestycyjne Investors TFI na rok 2019

USA: Zachowanie w ostatnich tygodniach 2018 roku zarówno indeksów akcji na Wall Street, jak i rynku obligacji zmusza do rozważenia scenariusza bessy w USA. Póki co jednak, poza sygnałami ostrzegawczymi z rynków akcji i obligacji, trudno jest dostrzec jakieś wyraźne symptomy nadchodzącej ekonomicznej katastrofy. W tej sytuacji bardziej prawdopodobny wydaje się inny scenariusz. Rynek po raz trzeci w ciągu tej dekady może przeprowadzać „twardy reset” systemu, zarówno pod względem wycen, jak i nastrojów oraz oczekiwań. Jego realizacja oznaczałaby, że przy jedynie lekkim spowolnieniu wzrostu PKB, dołka trwającej od października przeceny należałoby oczekiwać jeszcze w pierwszym kwartale tego roku. Potencjalny zasięg takiej korekty można wyznaczyć na poziomie 2200 punktów dla indeksu S&P500 (czyli spadek o 25% od szczytu).

- W ostatnich latach rzeczywistość rynkowa bardzo często rozmięła się z oczekiwaniami inwestorów i analityków, którzy mają naturalną tendencję do zakładania kontynuacji panujących w poprzednich miesiącach trendów. Wzorcowym przykładem takiego rozejścia się ocen i realiów był ubiegły rok, podczas którego praktycznie wszystkie finansowe zakłady poczynione przez inwestorów pod koniec 2017 roku zostały negatywnie zweryfikowane przez rynek.
- Na początku 2018 roku akcje były uznawane za dobrą lokatę kapitału na cały rok, co ostatecznie okazało się błędnym założeniem. Dzisiejsze nastoje są zupełnie inne. Akcje w ostatnich tygodniach stały się jedną z najmniej pożądaných klas aktywów, a główne miejsce na podium zajęła stara, dobra gotówka. Dlatego, przeciwstawiając się opinii większości (co w ubiegłym roku było najlepszą strategią inwestycyjną), należałoby uznać, że rok 2019 może pozytywnie zaskoczyć inwestorów.
- Statystycznie wzrostom giełdowym w bieżącym roku sprzyjają historyczne dokonania indeksów w trzecim roku cyklu prezydenckiego (teoretycznie najlepszy rok w czteroletnim cyklu) oraz dziewiątym roku cyklu dekadowego (zazwyczaj jest to okres odreagowania po słałości, która dotyka siódmy lub ósmy rok dekady). Zachowanie w ostatnich tygodniach 2018 roku zarówno indeksów akcji na Wall Street, jak i rynku obligacji nie pozwala niestety z pełnym przekonaniem przeciwstawić się negatywnym nastrojom, jakie zapanowały na światowych giełdach i zmusza do rozważenia mniej optymistycznych scenariuszy, w tym zakończenia 9-letniej hossy.
- Ubiegłoroczny pokaz słałości w grudniu, teoretycznie najlepszym dla akcji okresie roku, stał się mocnym argumentem za zakończeniem trendu wzrostowego. Intensywność i siła spadków w ostatnim miesiącu 2018 roku (8 spadkowych sesji z rzędu zakończonych 11-proc. spadkiem) była porównywalna jedynie z przeceną z października 2008 roku. W minionych 80 latach na Wall Street tylko dwukrotnie straty czwartego kwartału przekraczały te zanotowane w ostatnich trzech miesiącach minionego roku. Równie niecodziennym zjawiskiem były tak silne, jak ostatnio i tak szybkie (trzy miesiące) spadki mające miejsce tuż po osiągnięciu rekordów hossy.
- Indeks S&P500 zakończył 2018 rok ponad 6-proc. stratą, czyli pierwszą tak dużą przeceną od 2008 roku. Co ważne, stało się to w roku, w którym zysk na akcję spółek wchodzących w skład tego indeksu wzrósł o ponad 20% (kilkanaście procent bez efektu podatkowego), a ich przychody zwiększyły się o 10%. Po raz ostatni z taką rozbieżnością między fundamentami, a rynkiem mieliśmy do czynienia w 2000 roku, który zakończył hossę lat 90-tych. Nic więc dziwnego, że inwestorzy zagłosowali nogami i wycofali w 2018 roku prawie 100 mld dolarów z funduszy amerykańskich akcji, z tego ponad połowę w czwartym kwartale. W ciągu ostatnich 6 tygodni ubiegłego roku ze wszystkich funduszy akcyjnych na świecie wypłacono rekordowe 84 mld dolarów (poprzedni rekord ustanowiono w 2008 roku).
- Równie ważny, choć nie tak spektakularny, sygnał alarmowy w listopadzie i grudniu wystął amerykański rynek obligacji – zarówno tych skarbowych (spadająca rentowność papierów 10-letnich), jak i korporacyjnych (wzrost rentowności i brak nowych emisji we wszystkich segmentach wiarygodności kredytowej emitentów). W ciągu ostatnich 6 tygodni minionego roku inwestorzy wypłacili rekordową sumę z funduszy długu o ratingu inwestycyjnym, a nabyli największą liczbę jednostek funduszy skarbowych w historii, w tak krótkim czasie.
- Oba sygnały, zarówno z rynków akcji, jak i obligacji, spowodowały paniczną reakcję inwestorów i sprowadziły wskaźniki sentymentu rynkowego do poziomu obserwowanego w dołku ze stycznia 2016 roku oraz z sierpniowego krachu z 2011 roku. Po raz pierwszy od lat, w zaledwie 3 miesiące po ustanowieniu szczytów hossy, słowa recesja i besa zaczęły zyskiwać na popularności w wyszukiwarce Google.
- Co prawda rynki finansowe (a tak naprawdę stojący za nimi inwestorzy) bardzo często przesadzają w reakcjach i błędnie oceniają przyszłą sytuację gospodarczą, jednak odczyty wskaźników nastrojów są jednocześnie najlepszym (bo działającym najszybciej) sygnałem ostrzegającym przed potencjalną zmianą fundamentalnych trendów. Z tej właśnie przyczyny są jednym z głównych składników wszelkich wskaźników wyprzedzających wykorzystywanych przez analityków.
- Jeżeli rzeczywiście mieliśmy do czynienia z pierwszą falą bessy na Wall Street, to w drugiej połowie bieżącego roku musiałyby dojść do gospodarczej recesji w USA, pierwszej od lat 2008-2009. Nie trwającego kilka kwartałów spowolnienia, dotyczącego jedną lub dwie branże, jak w latach 2015-2016, ale regularnej recesji z wszystkimi jej konsekwencjami, wśród których najbardziej bolesne są wzrost bezrobocia oraz spadek zysków spółek.

- Póki co, poza samymi sygnałami ostrzegawczymi z rynków akcji i obligacji, trudno jest dostrzec jakieś wyraźne symptomy nadchodzącej ekonomicznej katastrofy. Do września wskaźniki wyprzedzające dla amerykańskiej gospodarki nie pokazywały słabości sugerującej zbliżającą się zmianę koniunktury. Ostatnie odczyty wskazują oczywiście na pogorszenie sytuacji, ale jest to bezpośredni wynik silnego tąpnięcia na Wall Street oraz paniki na rynku długu korporacyjnego. Dynamika tych wskaźników spadała już na kilka miesięcy przed drugim szczytem na indeksie S&P500 z września 2000 roku i na wiele miesięcy przed końcem hossy w 2007 roku. Tym razem wyprzedzająca moc tych indeksów nie zadziałała równie dobrze.
- Również krzywa rentowności, jako jeden z podstawowych wskaźników wyprzedzających, nie zdałaby egzaminu, gdyby okazało się, że w czwartym kwartale 2018 roku. zaczęła się bessy, a za chwilę recesja. Wciąż jeszcze nie dokonała się inwersja krzywej, czyli krótkoterminowe stopy procentowe nie są wyższe od długoterminowych, co historycznie z wyprzedzeniem od roku do dwóch lat zapowiadało nadejście recesji.
- Podobnie działanie Fed nie do końca koresponduje z rozpoczęciem bessy już w październiku ubiegłego roku. W poprzednich cyklach bank centralny USA podnosił stopy po raz ostatni (przed obniżką) na rok przed szczytem rynku w 1990 roku, na 4 miesiące przed drugim szczytem indeksu S&P500 we wrześniu 2000 roku i na ponad rok przed ostatecznym rekordem hossy w październiku 2007 roku. Z tej perspektywy wejście w 2018 roku w rynek niedźwiedzia musiałyby oznaczać, że grudniowa podwyżka stóp procentowych w USA była wyjątkiem potwierdzającym regułę.
- Bessy już dziś, a recesja za rogiem, oznaczałaby również, że sektor bankowy, podobnie jak FED, stracił zdolność do prawidłowej oceny sytuacji lub „oślepl” nie dostrzegając nadciągających problemów. Skierowana na rynek przedsiębiorstw w USA akcja kredytowa zaczęła się wyraźnie odbudowywać w ubiegłym roku. Wciąż brak jest oznak zacieśniania polityki kredytowej i ograniczania dostępności kapitału przez sektor finansowy, co było normą i wyprzedzało okresy pogorszenia koniunktury w poprzednich cyklach.
- Napływające z USA dane gospodarcze w dalszym ciągu nie dają podstaw do ogłoszenia rychłego nadejścia recesji. Zarówno produkcja przemysłowa, jak i sprzedaż detaliczna, nie pokazują oznak słabości. Pomimo rozpętania przez Donalda Trumpa wojen handlowych, import towarów do USA wciąż rośnie, odzwierciedlając dobrą kondycję konsumentów. Wolumen przeładunku kontenerów w głównych amerykańskich portach bije rekordy.
- Bardzo optymistyczne sygnały płyną też z rynku pracy w USA. Solidny wzrost zatrudnienia współgra z najniższym od 40 lat bezrobociem. Do tego dochodzi wyraźny wzrost płac. W rezultacie, wskaźniki sentymentu konsumentów utrzymują się blisko rekordów. Choć brak oznak rychłego zakończenia tego pozytywnego trendu, należy pamiętać, że rynek pracy dopiero w drugiej kolejności stanie się ofiarą spowolnienia.
- Uważane za dobre wskaźniki oceny koniunktury indeksy menadżerów logistyki (PMI) w USA dawały do niedawna jednoznaczne świadectwo siły amerykańskiej gospodarki. Dopiero styczniowy odczyt przemysłowego PMI zasiał ziarno wątpliwości, spadając nieoczekiwanie z prawie 60 do 54 punktów. Trzeba przyznać, że spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego, czego przejawem jest właśnie spadek indeksu PMI, musiało w końcu przyjść. Amerykański przemysł nie jest samotną wyspą i musiał w pewnym momencie odczuć globalne spowolnienie, trwające od początku 2018 roku. Jednak od spowolnienia dynamiki wzrostu do recesji droga jest daleka.
- Najważniejszym wskaźnikiem, który powinien interesować inwestorów giełdowych jest poziom generowanych przez firmy zysków. Bez ich nominalnego spadku nie ma prawdziwej bessy, tak jak trudno o hossę bez wzrostu wyników finansowych. W 2019 roku trudno spodziewać się równie wysokiego jak w 2018 r. przyrostu przychodów i marż, co oznacza, że wzrost zysków (już bez efektu podatkowego) może być jedynie kilkuprocentowy. Natomiast faktycznym usprawiedliwieniem bessy w 2019 roku mogłyby być jedynie spadki zysków rządu co najmniej 10%, który dodatkowo objąłby większość sektorów.
- Słabość rynku akcji w końcu 2000 roku, podobna do tej z ubiegłego roku, okazała jedynie przygrzywką przed kolejną falą spadków w 2001 roku tylko dlatego, że gospodarcza recesja wywołała znaczące pogorszenie wyników spółek. W konsekwencji inwestycje w gospodarce załamały się, a na rynku pracy pojawiły się zwolnienia. Dziś trudno jest wyobrazić sobie tak gwałtowne załamanie koniunktury gospodarczej już w najbliższych kwartałach. Jedynie eskalacja wojen handlowych (wprowadzenie wysokich ceł na większość towarów w handlu między USA, a Chinami, wraz z zakazem eksportu określonych wyrobów) miałyby na tyle dużą siłę rażenia, że recesja stałaby się nieunikniona jeszcze w tym roku. Gospodarka Stanów Zjednoczonych mogłaby też zostać zainfekowana wewnętrzną słabością Chin.
- Jeśli miałyby się zrealizować scenariusz recesji już w 2019 roku, a tym samym bessy na rynkach akcji, to dołka rynku niedźwiedzia należałoby oczekiwać raczej w 2020, niż bieżącym roku. Patrząc jak łatwo i szybko Wall Street oddała 20% z 9-letniej hossy, ostateczny zasięg trwających półtora roku spadków mogłby być dość znaczący np. do poziomu szczytów z 2000 i 2007 roku, czyli 1600 punktów na indeksie S&P500.
- Każda recesja ma jakiś temat przewodni, który ją definiuje i napędza oraz odróżnia od poprzedniej. Bohaterami ostatniej recesji były rynek nieruchomości i sektor finansowy, których problemy rozlały się na całą gospodarkę. W następnej recesji (kiedykolwiek nadejdzie) problemem mogą być same przedsiębiorstwa, których wspólnym mianownikiem jest wysokie zadłużenie i kłopoty z jego obsługą. Ostatnia dekada niskich stóp procentowych przyczyniła się do bardzo szybkiego przyrostu długu w firmach. Co gorsza, dług uważany za najbardziej bezpieczny, czyli zaliczany do kategorii inwestycyjnej, może okazać się źródłem ostrego bólu głowy inwestorów. Według agencji Moody's rekordowe 2,8 biliona

dolarów obligacji znalazło się na najniższych szczeblach drabinki ratingowej (Baa) dla segmentu investment grade. W razie silnego spowolnienia gospodarczego papiery te mogą spaść do statusu obligacji śmieciowych. Ponieważ 30% rynku tych, teoretycznie bezpiecznych kredytowo, obligacji korporacyjnych znajduje się w portfelach funduszy pasywnych o nieograniczonej zbywalności, panika wśród inwestorów (jej przedsmak widzieliśmy w grudniu) może wywołać lawinę na rynku długu korporacyjnego.

- Na razie jednak wystąpienie recesji i tym samym bessy nie jest bazowym scenariuszem na ten rok. Istnieje jeszcze jedna możliwość interpretacji zadziwiającej słabości rynku akcji i obligacji korporacyjnych w końcu 2018 roku. Rynek po raz trzeci w ciągu tej dekady może przeprowadzać „twardy reset” systemu, zarówno pod względem wycen, jak i nastrojów oraz oczekiwań. Z podobnym zachowaniem mieliśmy od czynienia w latach 2011-2012 oraz 2015-2016, kiedy następowało przywrócenie „ustawień fabrycznych”, umożliwiające rynkom kontynuowanie hossy niejako od nowa, z czystą kartą.
- W scenariuszu „twardego resetu”, przy jedynie lekkim spowolnieniu wzrostu PKB, dołka trwającej od października przeceny należałoby oczekiwać jeszcze w pierwszym kwartale tego roku. Potencjalny zasięg takiej korekty można wyznaczyć na poziomie 2200 punktów dla indeksu S&P500 (czyli spadek o 25% od szczytu), co oznaczałoby zniwelowanie praktycznie całych powyborczych zysków na Wall Street.
- Choć inwestorzy z USA na serio zaczęli traktować scenariusz bessy i recesji, patrząc na zadziwiającą siłę rynków wschodzących (w tym Polski) w końcu ubiegłego roku lokujący tam swe środki inwestorzy raczej nie wzięli tej możliwości na poważnie. W momentach przelomowych, kończących hossę w 2000 i 2007 roku, rynki wschodzące nie przeciwstawiły się panującej na Wall Street słabości tak, jak zrobiły to ostatnio. Takie zachowanie było do tej pory zarezerwowane raczej dla rynkowych dołków, jak w połowie 2002, w marcu 2009 oraz w lutym 2016 roku.

Europa: Europejskie indeksy akcji w ostatnich latach, zarówno w okresach lepszej, jak i gorszej koniunktury gospodarczej, przegrywały zarówno z wskaźnikami giełd amerykańskich, jak i z indeksami rynków wschodzących. Trudno oczekiwać, że sytuacja ta zmieni się i w 2019 roku europejskie parkiety zdeklasują rywali. W przypadku spełnienia się scenariusza „twardego resetu” na Wall Street, ewentualne dalsze spadki w przypadku indeksu DAX powinny zakończyć się w pierwszym kwartale na poziomie silnych poziomów wsparcia budowanych w latach 2014-2015, czyli 9,5-10 tys. punktów (oznacza to ok. 5-10% potencjału spadkowego).

- Europejskie indeksy, wbrew konsensusowi z początku 2018 roku, okazały się praktycznie najstabszą klasą aktywów inwestycyjnych ubiegłego roku. Co prawda paryski indeks CAC40 spadł „jedynie” o 11%, ale już francuski segment małych i średnich spółek stracił 20%. W Niemczech wszystkie segmenty rynku (od małych, po duże spółki z indeksu DAX) zanotowały spadki rzędu 18%. W rezultacie, po silnych napływach do funduszy akcyjnych w 2017 roku, przez cały ubiegły rok następował coraz szybszy exodus inwestorów z Europy. Dziś nikt już nie przeważa w portfelach spółek z Niemiec, Francji, czy Hiszpanii. Europejskie akcje w wyścigu o zainteresowanie i pieniądze inwestorów przegrywają obecnie nawet z rynkami wschodzącymi.
- Główną przyczyną trwającej od pierwszego kwartału 2018 roku słabości głównych indeksów ze Starego Kontynentu była nagła i wyraźna zmiana trendu w unijnej gospodarce. Po silnym odraęgowaniu z 2017 roku nie pozostał ślad. Od początku ubiegłego roku nastąpiło gwałtowne schłodzenie koniunktury, co najlepiej obrazują spadające z wysokich poziomów wskaźniki PMI w całej strefie euro. Spadek dynamiki wzrostu gospodarczego najbardziej widoczny był w przemyśle i związanym z nim eksporcie. To nie USA, czy nawet Chiny, tylko właśnie szeroko rozumiany europejski przemysł stał się jak na razie główną ofiarą wojen handlowych rozlewających się po świecie. Do tego doszła jeszcze globalna słabość rynku motoryzacyjnego (szczególnie w Chinach), głównego towaru eksportowego Niemiec, czyli najsilniejszej gospodarki Starego Kontynentu.
- Do słabości europejskich parkietów przyczyniły się także kwestie polityczne, czy to związane z wciąż nierozstrzygniętą kwestią sposobu przeprowadzenia Brexitu, czy też z wysiłkami nowego włoskiego rządu zmierzającymi do wymuszenia na Europie zgody na poluzowanie fiskalnych ograniczeń. W drugiej połowie roku doszła do tego gwałtowna i długa fala protestów społecznych rozlewająca się po całej Francji.
- Jak na razie żadna z powyższych kwestii nie znalazła swojego rozstrzygnięcia. Natomiast inwestorzy mieli wystarczająco dużo czasu, żeby przetrwać te negatywne czynniki i ująć je w cenach akcji. Dlatego, bez jeszcze głębszej zapaści w Chinach, której wizja może zostać na jakiś czas odsunięta dzięki stymulacji fiskalno-monetarnej zaordynowanej przez Pekin i bez nowych gróźb rychłego upadku strefy euro, trudno jest zakładać jeszcze bardziej bolesną przecenę na giełdach, niż ta z minionego roku.
- W przeciwieństwie do początku 2018 roku, gdy powszechne były oczekiwania co do kontynuowania gospodarczej ekspansji w Europie, dziś prognozuje się dalsze schładzanie koniunktury. Możliwe, że większość i tym razem pomyli się w ocenie sytuacji. Poza słabością przemysłu i eksportu, z rynku pracy i konsumpcji w Europie nie płyną jeszcze jakieś negatywne sygnały sugerujące zbliżającą się recesję. Sytuacja przypomina raczej ochłodzenie z 2012 czy 2015 roku.

- Europejskie indeksy akcji w ostatnich latach, zarówno w okresach lepszej, jak i gorszej koniunktury gospodarczej, przegrywały zarówno z wskaźnikami giełd amerykańskich, jak i z indeksami rynków wschodzących. Tak było w 2017 roku, przy świetnej koniunkturze w strefie euro. Tak też stało się w ubiegłym roku, w trakcie spowolnienia. Trudno jest oczekiwać, że sytuacja ta zmieni się i w 2019 roku europejskie parkiety zdeklasują rywali (czy to pod względem największych wzrostów czy najniższych spadków). Gdyby tak się stało, byłoby to chyba największe zaskoczenie 2019 roku.
- W przypadku spełnienia się scenariusza „twardego resetu” na Wall Street, ewentualne dalsze spadki w przypadku indeksu DAX powinny zakończyć się w pierwszym kwartale na poziomie silnych poziomów wsparcia budowanych w latach 2014-2015, czyli 9,5- 10 tys. punktów (oznacza to ok. 5-10% potencjału spadkowego).

Rynki wschodzące: W 2019 roku wiele z czynników obniżających atrakcyjność rynków wschodzących w ubiegłym roku nie będzie już obecnych w takim natężeniu jak wcześniej. Zakładając scenariusz „twardego resetu”, rok 2019 powinien być dla rynków wschodzących łaskawszy, niż miniony. Istnieje szansa na wygenerowanie dodatnich, choć zapewne niewielkich stóp zwrotu. Nie powinny też one odbiegać (w dół) od dokonań indeksów z Wall Street. Natomiast w przypadku recesji i bessy w USA, nie należy oczekiwać pokazu siły na rynkach wschodzących, jak w końcówce ubiegłego roku, a straty na indeksach mają prawo być wyższe, niż w 2018 roku.

- Rynki wschodzące, będące w latach 2016-2017 źródłem zysków wielu inwestorów, okazały się jednym z większych rozczarowań ubiegłego roku. Indeks MSCI Emerging Markets spadł o prawie 17%, niwelując większość wzrostów z 2017 roku. Jak na złość, wszystkie czynniki wpływające wcześniej na atrakcyjność tej klasy aktywów tym razem zadziałały na jej niekorzyść.
- Trwający do października wzrost rentowności obligacji skarbowych w USA, wraz z przeświadczeniem o nieuchronności kolejnych podwyżek stóp procentowych przez Fed, wymuszał wzrost premii, jaką inwestorzy powinni płacić za ryzyko inwestowania na emerging markets. Do tego doszło umocnienie dolara, które, oprócz obniżenia rentowności inwestycji w lokalnych walutach, uderzyło w rynek surowców od zawsze wpływający na siłę rynków wschodzących. Sytuację pogorszyły decyzje Prezydenta Donalda Trumpa wprowadzające cła na wiele towarów, szczególnie w relacjach z Chinami oraz spowolnienie wzrostu gospodarczego w Państwie Środka.
- W 2019 roku wiele z czynników obniżających atrakcyjność rynków wschodzących w ubiegłym roku nie będzie już obecnych w takim natężeniu, jak wcześniej. Ze względu na możliwe obniżenie dynamiki wzrostu w USA (ale jeszcze nie recesję) dalsze zacieśnianie polityki monetarnej przez Fed (przynajmniej w dotychczasowym tempie) zaczęło być kwestionowane przez inwestorów. Również trwające już dość długo umocnienie amerykańskiego dolara może zostać zakończone lub przerwane na pewien czas (w dalszym ciągu przy założeniu braku recesji), co pozwoliłoby rynkom wschodzącym odzyskać siłę. Jest to o tyle prawdopodobne, że pod koniec 2018 roku obstawianie dalszego wzrostu amerykańskiego dolara stało się głównym zakładem rynkowym większości inwestorów (tak samo, jak niechęć do dolara była powszechna jeszcze rok temu).
- Biorąc za dobrą monetę ostatnie deklaracje Donalda Trumpa (który chyba też wpadł w panikę po krachu na Wall Street) i chińskiego rządu w kwestii uzgodnienia nowej umowy handlowej, można mieć nadzieję, że oddalenie wizji dalszej eskalacji wojny taryfowej pomogłoby rynkom wschodzącym w odreagowaniu ubiegłorocznej słabości.
- Kluczową kwestią pozostaje jednak długość i głębokość trwającego wciąż spowolnienia w chińskiej gospodarce. Zgodnie z przewidzianym już kilkakrotnie scenariuszem, rząd w Pekinie rozpoczął stymulację gospodarki wykorzystując zarówno politykę monetarną (obniżanie stopy rezerw obowiązkowych, zwiększenie płynności banków kredytujących przedsiębiorstwa itd.), jak i fiskalną (obniżki podatków i finansowanie nowych inwestycji). Jeśli ma ona zadziałać, to jej efektów powinniśmy oczekiwać już w pierwszej połowie bieżącego roku.
- Teoretycznie, jeśli Stany Zjednoczone i Chiny miałyby wejść w 2019 roku w recesję (spadki na Wall Street w czwartym kwartale 2018 r. miałyby być tego zapowiedzią), to indeks rynków wschodzących nie powinien pokazywać swojej siły w listopadzie i grudniu 2018 roku. Co prawda brazylijski indeks akcji już raz dokonał rzeczy niemożliwej, odnotowując nowe szczyty hossy w pierwszej połowie 2008 roku, przy wyraźnej słabości nowojorskiej giełdy, jednak wtedy stał za tym 50-proc. wzrost ceny ropy (miała dojść do 200 dolarów za baryłkę). Teraz indeks Bovespa, bez wyraźnego powodu, ustanowił nowy rekord podczas pierwszej sesji nowego roku. Można ten fakt odczytywać jako wsparcie dla koncepcji „twardego resetu”, a nie rozpoczęcia bessy na Wall Street.

Polska: W scenariuszu „twardego resetu” polska giełda powinna zakończyć rok 2019 lepszymi rezultatami, niż w ubiegłym roku i to w przypadku wszystkich indeksów. Trzeba się jednak przygotować na dużą zmienność i możliwość pogłębienia ubiegłorocznych dołków w pierwszych miesiącach roku. Odrabianie strat w drugiej połowie roku pozwoli zbliżyć się indeksom do poziomów z końca 2018 roku lub nawet nieznacznie je przekroczyć.

- Polski rynek akcji wykonał postawione przed nim zadanie na 2018 rok – indeks WIG zdołał pobić rekord z 2007 roku. Problem w tym, że stało się to już w styczniu, a związany z tym wydarzeniem optymizm utrzymał się zaledwie przez parę godzin. Reszta roku przyniosła prawie same rozczarowania (wyjątkiem była siła WIG20 w 4 kwartale). Największym z nich było (podobnie jak w 2017 roku) zachowanie akcji małych i średnich spółek. Ich indeksy dzielnie walczyły o miano najgorszych wskaźników akcji na świecie w 2018 roku. Posiłkując się zestawieniami Bloomberga (w lokalnej walucie) wskaźnikowi sWIG80, z prawie 28-proc. stratą, udało się ostatecznie pokonać prawie 100 rywali i zdobyć palmę pierwszeństwa w tym niezbyt chlubnym rankingu.
- Słabość małych spółek trwa już od połowy 2017 roku i jest efektem fundamentalnych problemów, związanych ze wzrostem cen surowców i kosztów pracy. Krajowe firmy stały się ofiarami silnego wzrostu gospodarczego w Polsce, ponieważ, ze względu na niską inflację, nie były w stanie przenieść rosnących kosztów na konsumenta. W 2019 roku, poza uspokojeniem sytuacji na rynku surowców (znaczący wzrost cen prądu dla firm został jak na razie wstrzymany przez rząd), trudno liczyć na jakiś przełom związany z obniżeniem presji kosztowej (choć wzrost zatrudnienia i płac już nie przyspiesza).
- Po stronie przychodowej również nie ma co oczekiwać szybkiej i znaczącej poprawy sytuacji. Inflacji na razie nie widać, szczyt dynamiki inwestycji i konsumpcji mamy już za sobą, a przemysłowo-eksportowe spowolnienie związane z pogorszeniem wzrostu w strefie euro jest już widoczne od pewnego czasu (np. we wskaźniku PMI, czy dynamice polskiego eksportu).
- Jeszcze jednym, specyficznym dla naszego kraju, problemem ciążącym segmentowi mniejszych i średnich firm był w ubiegłym roku nawis podaży wygenerowany przez część zmagających się z falą umorzeń funduszy inwestycyjnych, których strategię bazowały na inwestycjach w tego rodzaju mniej płynne (ze swej natury) spółki. Wydaje się jednak, że w cenach akcji wielu firm skutki tej podaży zostały już zdyskontowane.
- Niestety, w przeciwieństwie do 2017 roku, gdy jedynie polskie małe spółki pokazywały słabość (niezgodnie z cyklem), podczas gdy ich odpowiedniki na rynkach wschodzących, w USA czy w Europie były relatywnie silne (co było zgodne z fazą cyklu), w ubiegłym roku silnie traciły indeksy mniejszych i średnich przedsiębiorstw na całym świecie. Dlatego z ich strony nie możemy dziś liczyć na wsparcie. W scenariuszu „twardego resetu” w USA (bez recesji) ta sytuacja może się zmienić w drugiej połowie roku.
- Cykl gospodarczo-giełdowy (trwający średnio trzy i pół roku), który przez wiele lat dość dobrze wyznaczał momenty przełomowe w relacji kursów akcji małych spółek do dużych firm notowanych na warszawskiej giełdzie, a który został w ostatnich latach nieco zaburzony przez różne czynniki (gospodarcze i polityczne), wskazywałby na możliwość zakończenia ostatniej fali słabości małych spółek w drugiej połowie bieżącego roku (poprzednie dołki tego cyklu to lata 1995, 1998/99, 2002, 2005, 2009, 2012, 2015/16). W teorii lepsze zachowanie spółek o mniejszej kapitalizacji powinno wyprzedzić o kilka miesięcy rozpoczęcie wzrostowej fazy cyklu gospodarczego. Ponieważ w ostatnich latach w Polsce konsumpcja i inwestycje zaczęły chodzić własnymi drogami (związanymi np. z wydatkowaniem środków unijnych, programami socjalnymi jak 500+ itp.), elementem cyklicznym łączącym nas ze światem jest eksport i nakierowany na niego przemysł. Jeśli USA unikną recesji, a Chinom uda się pobudzić gospodarkę kredytem, spadające od roku wskaźniki PMI (czy to w Europie, czy w Polsce) mają szansę na odreagowanie właśnie w drugiej połowie 2019 roku.
- Zupełnie przypadkowo powinno się to zbiec ze startem Pracowniczych Planów Kapitałowych, które jeszcze nie w 2019 roku, ale w latach kolejnych mają szansę wesprzeć popytowo polską giełdę. Nadzieje pokładane w PPK mogą poprawić nastawienie inwestorów jeszcze przed tym, jak jakieś większe środki trafią na warszawski parkiet.
- Do połowy ubiegłego roku wydawało się, że obok słabości mniejszych i średnich spółek, sporym rozczarowaniem okażą się duże firmy z indeksu WIG20. Druga połowa roku (a szczególnie ostatni kwartał) pokazała jednak zadziwiająco moc tego segmentu krajowego rynku. Nasze duże spółki zdeklasowały zarówno firmy z Niemiec, jak i z rynków wschodzących, a w listopadzie i grudniu nawet spółki z Wall Street. W rezultacie cały ubiegły rok indeks WIG20 zakończył niewiele gorszym rezultatem, niż indeks S&P500. Na razie trudno jest znaleźć jakieś mocne argumenty za dalszym pokazem względnej siły krajowych blue chips (może poza tym, że w PPK to firmy z WIG20 będą głównym przedmiotem inwestycji), ale w ostatnim półroczu też tych przesłanek nie było zbyt dużo.
- W scenariuszu „twardego resetu” polska giełda powinna zakończyć rok 2019 lepszymi rezultatami, niż w ubiegłym roku i to w przypadku wszystkich indeksów. Trzeba się jednak przygotować na dużą zmienność i możliwość pogłębienia ubiegłorocznych dołków w pierwszych miesiącach roku. Odrabianie strat w drugiej połowie roku pozwoli zbliżyć się indeksom do poziomów z końca 2018 roku lub nawet nieznacznie je przekroczyć. W scenariuszu recesji obawiam się, że relatywnie silny dotąd indeks dużych spółek, zanotuje wyniki zbliżone do ubiegłorocznych strat indeksów małych i średnich spółek.

Obligacje: Krajowy rynek obligacji skarbowych nadal będzie wspierany przez dobre wykonanie budżetu i tym samym ograniczoną podaż na rynku pierwotnym. Powinno to być wsparciem dla obligacji skarbowych o zmiennym kuponie. Silny popyt ze strony lokalnych banków, przy nadal rosnących bilansach, z dużym prawdopodobieństwem będzie oznaczał, że rentowność krótkoterminowych obligacji nie zmieni się znacząco.

- Globalna gospodarka będzie dalej spowalniać w 2018 r. Szczyt koniunktury mamy za sobą co oznacza, że należy ostrożnie podchodzić do możliwości prowadzenia restrykcyjnej polityki monetarnej przez najważniejsze banki centralne. Niemniej jednak mediana prognoz przedstawicieli Komitetu Operacji Otwartego Rynku (FOMC) sugeruje w USA dwie podwyżki stóp procentowych w 2019 r. Tymczasem rynek częściowo wycenia obniżkę stóp procentowych w tym roku. Oznacza to, że znaczna część potencjału do wzrostu cen obligacji została już skonsumowana.
- Biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia na rynku akcji i obligacji korporacyjnych, które de facto wyręczyły Fed w jednej/dwóch podwyżkach stóp procentowych, na ten moment bardziej prawdopodobne wydaje się wstrzymanie amerykańskiego banku centralnego z podwyżkami i oczekiwanie na dalsze sygnały wysyłane z gospodarki, w tym przede wszystkim na skalę przełożenia się sentymentu z rynków finansowych na realne procesy w gospodarce. W sytuacji trwalszego uspokojenia nastrojów rynek powróci pewnie do dyskontowania potencjalnie jeszcze jednej, maksymalnie dwóch podwyżek stóp procentowych przez Fed, co powinno być głównym tegorocznym źródłem zmienności oraz przełożyć się na ograniczony wzrost rentowności obligacji skarbowych.
- Jednym z kluczowych czynników wpływających na rynkowe nastroje w tym roku wydaje się być geopolityka. Jeżeli Prezydent Trump postanowi zadowolnić się przejściowym kompromisem z Chinami dotyczącym wymiany handlowej, zabezpieczając przy tym amerykańskim przedsiębiorstwom dostęp do chińskiego rynku, może to pozytywnie wpłynąć na ryzykowne aktywa oraz tym samym umożliwić Fed dokonanie kolejnej podwyżki w drugiej połowie bieżącego roku. Dalsze zaognianie konfliktu, który póki co nie ma aż tak istotnego bezpośredniego przełożenia na amerykańską gospodarkę, może wpłynąć na wzrost prawdopodobieństwa recesji, w efekcie czego rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji szybko wróci do 2,5%. W takim scenariuszu należałoby się spodziewać również wzrostu cen polskich obligacji przy jednoczesnym rozszerzeniu spreadów, w stosunku do rynków bazowych.
- Krajowy rynek obligacji skarbowych nadal będzie wspierany przez dobre wykonanie budżetu i tym samym ograniczoną podaż na rynku pierwotnym. Spowolnienie gospodarcze i potencjalnie niższa dynamika wzrostu ściągalności podatków to tematy, które prawdopodobnie pojawią się dopiero na przelocie roku. Powyższe czynniki powinny być wsparciem dla obligacji skarbowych o zmiennym kuponie. Silny popyt ze strony lokalnych banków, przy nadal rosnących bilansach, z dużym prawdopodobieństwem będzie oznaczał, że rentowność krótkoterminowych obligacji nie zmieni się znacząco.
- Ze strony NBP nie ma co liczyć w tym roku na wiele zaskoczeń. Rynek jednomyślnie wycenia brak podwyżek stóp procentowych. Po tym, jak rząd postanowił w roku wyborczym utrzymać ceny energii, brakuje raczej przesłanek do gwałtownego przyspieszenia inflacji. Warunkiem, w którym NBP zaczęłoby rozważać powrót do sugerowanych jeszcze niedawno podwyżek stóp procentowych byłoby w zasadzie wyłączenie zaostrenie polityki monetarnej przez EBC. Scenariuszowi temu rynek przypisuje pewne prawdopodobieństwo, jednak w sytuacji obecnych danych ze strefy euro, podwyżki stóp procentowych EBC (poza mającym bardziej techniczny charakter podniesieniem stopy depozytowej) wydają się na ten moment wątpliwe.
- Zaawansowana faza cyklu koniunkturalnego nie będzie sprzyjać rynkowi obligacji korporacyjnych w Polsce. Trudności obserwowane na tym rynku prawdopodobnie pogłębią się w 2019 r., co wiąże się z dalszym oczekiwanym wzrostem marż dla przedsiębiorstw (spadkiem cen obligacji) oraz większą liczbą restrukturyzacji zadłużenia. Ten sam trend będzie miał miejsce na rynkach rozwiniętych, gdzie, podobnie jak w Polsce, dominuje silny wzrost awersji do ryzyka. Rynek obligacji korporacyjnych w USA i strefie euro ucierpiał relatywnie niewiele w stosunku do skali przeceny na rynku akcji, stąd wydaje się, że trudno liczyć na trwałe zawężenie się spreadów kredytowych.

Złoto: W 2019 roku mogą zaistnieć dla złota sprzyjające okoliczności, które pozwolą na przeprowadzenie próby ataku na szczyty z ostatnich lat. Dopóki jednak rynek sam nie pokaże siły pokonując silny opór w okolicach 1350-1370 USD/oz (od którego się już kilka razy odbijał), dopóty nie zakładamy silniejszej fali wzrostów jeszcze w tym roku.

- Czwarty kwartał 2018 r. przyniósł wyraźną zmianę sytuacji na rynku złota. O ile przez większą część roku traciło ono na wartości, to w ostatnich trzech miesiącach kurs kruszcu zyskał ponad 7%. Wzrostom sprzyjały znaczący wzrost zmienności oraz spadki na amerykańskich rynkach akcji oraz obligacji korporacyjnych. Indeks S&P500 stracił w ostatnim kwartale 14%. W minionych 80 latach na Wall Street tylko dwukrotnie straty czwartego kwartału przekraczały te zanotowane w ostatnich trzech miesiącach 2018 r.
- Tak silne spadki na amerykańskim rynku akcji, w połączeniu z obawami o wyhamowanie trwającej już ponad 9 lat ekspansji gospodarczej w USA, spowodowały, że wśród inwestorów coraz częściej zaczęły się pojawiać opinie o konieczności ponownego złagodzenia polityki monetarnej przez Fed. To z kolei przełożyło się na spekulacje odnośnie możliwego osłabienia amerykańskiej waluty. Wszystkie te czynniki zaowocowały wzrostem popytu na złoto.
- Kruszcem stał się beneficjentem lęku i niepewności, które obecnie dominują nie tylko na rynku akcji, ale także na rynku długu

korporacyjnego, który w segmencie emisji o podwyższonym ryzyku praktycznie zamarł. Jego siła wyróżnia się też na tle surowców, z których słabość pokazała zwłaszcza ropa naftowa.

- Warto wspomnieć również o oczekiwaniach inflacyjnych w USA na następne 10 lat, które odnotowały spadek podobny do tego, który dotknął rentowność 10-letnich obligacji. W efekcie oczekiwany realny koszt alternatywny utrzymywania złota na dłuższy czas (10 lat) pozostał na poziomie około 1% rocznie. Obecne niskie realne stopy procentowe nie są dla złota zagrożeniem, choć historycznie odnotowywało ono najsilniejsze wzrosty gdy realne rentowności schodziły poniżej zera.
- Z punktu widzenia analizy technicznej złoto cały czas porusza się w długoterminowym szerokim kanale horyzontalnym ze wsparciem na poziomie 1050-1060 USD/oz i oporem w przedziale 1350-1370 USD/oz. Sytuacja krótkoterminowa faworyzuje byki, dla których pierwszą poważniejszą przeszkodą powinien być poziom 1300USD/oz.
- W 2019 roku mogą zaistnieć dla złota sprzyjające okoliczności, które pozwolą na przeprowadzenie próby ataku na szczyty z ostatnich lat. Dopóki jednak rynek sam nie pokaże siły pokonując silny opór w okolicach 1350-1370 USD/oz (od którego się już kilka razy odbijał), dopóty nie zakładamy silniejszej fali wzrostów jeszcze w tym roku.

Tabela 1: Prognozowane na 2019 rok stopy zwrotu z funduszy Investors w zależności od kategorii.

Fundusze Investors	Prognoza stopy zwrotu 2019
Fundusze Akcji (szeroki rynek)	od -1% do 5%
Fundusze Akcji MIŚS	od 0% do 7%
Fundusz Zrównoważony	od 1% do 3,8%
Fundusz Zabezpieczenia Emerytalnego	od 1,6% do 3,1%
Fundusz Obligacji	od 2,5% do 3%
Fundusz Dochodowy	od 1,5% do 1,7%
Fundusz Oszczędnościowy	od 2% do 2,3%
Fundusz Bezpiecznego Wzrostu	od 2% do 2,5%
Fundusze Rynków Wschodzących	od -1% do 8%
Fundusze Rynków Rozwiniętych	od -2% do 5%
Fundusze Złota	od 2% do 6%

źródło: obliczenia własne.

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji Investors TFI

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny. Nie stanowi również rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej. Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne co do inwestowania w fundusz powinny być podejmowane w oparciu o informacje obejmujące w szczególności: opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa, tabelę opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte w Prospekcie Informacyjnym funduszu oraz informacje zawarte w dokumencie Kluczowe informacje dla inwestorów. Prospekt Informacyjny funduszu oraz Kluczowe informacje dla inwestorów, dostępne są w punktach dystrybucji funduszu, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie internetowej www.investors.pl. Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Wartość jednostek uczestnictwa może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Prezentowane stopy zwrotu funduszu nie są tożsame ze stopą zwrotu z inwestycji osiągniętą przez uczestnika funduszu, gdyż nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa i podatków. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym funduszu. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych. Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. jest podmiotem prowadzącym działalność na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego udzielonego decyzją nr DFI/W/4030-30-1-3431/05 z dnia 12 lipca 2005 r. w zakresie tworzenia funduszy inwestycyjnych i zarządzania nimi, w tym pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, reprezentowania ich wobec osób trzecich oraz zarządzaniu zbiorczym portfelem papierów wartościowych.