

Zakładane cele inwestycyjne Investors TFI na rok 2020

USA: Biorąc pod uwagę stopy zwrotu z różnych klas aktywów, rok 2019 okazał się przeciwieństwem poprzedniego. W minionych dwunastu miesiącach (podobnie, jak w 2017 r.) inwestorzy mogli zarobić niemal „wszędzie i na wszystkim” – od miedzi, ropy i złota, przez obligacje korporacyjne i skarbowe, po akcje przedsiębiorstw na rynkach wschodzących, w Europie i oczywiście w USA. W 2018 r. wszystkie te klasy aktywów przyniosły straty. Rok 2020 powinien przynieść zmianę tendencji do popadania ze skrajności w skrajność (jak zarabiamy, to na wszystkim, jak tracimy, to wszędzie). Dokonania poszczególnych instrumentów finansowych powinny być zdecydowanie bardziej zróżnicowane. Amerykańska (i światowa) gospodarka, po długiej fazie przemysłowo-handlowego spowolnienia, może wejść w okres ożywienia. Będzie ono wsparte luźniejszą polityką monetarną Fed, kolejną odstoną „druku pieniądza”, słabnącym dolarem oraz deeskalacją konfliktu handlowego między USA, a Chinami.

- W 2018 roku czwarty kwartał z nadatkiem zniwelował wzrosty z poprzednich miesięcy – indeks S&P500 stracił ponad 13%, czyli najwięcej od 2008 roku. Końcówka ubiegłego roku na rynkach akcji była z kolei dla inwestorów najlepsza od 2013 roku, stając się ukoronowaniem całorocznej hossy. Tę rozbieżność w zachowaniu amerykańskich indeksów dobrze obrazuje fakt, że pod koniec grudnia 2018 roku wskaźnik S&P500 znalazł się 10% poniżej swojej 200-sesyjnej średniej, a dziś jest 10% powyżej niej. W obu przypadkach jest to poziom historycznie niemal ekstremalny. Jednak największą rozbieżność pomiędzy końcówką ostatnich dwóch lat można dostrzec porównując nastroje panujące wśród inwestorów. Po wigilijnej sesji z 2018 roku wszelkie wskaźniki rynkowego sentymentu świadczyły o szerzącej się panice. Rok później po strachu nie ma nawet śladu, a wśród inwestorów zapanowała niemal euforia.
- Dziś przejawem rynkowej chciwości jest gremialne obstawianie dalszego spadku zmienności (oczekiwanie kontynuacji wzrostów indeksów akcji, bez żadnych bolesnych niespodzianek). Rok wcześniej większość rynku obstawiała dalszy wzrost zmienności, co okazało się błędem. Jak będzie teraz? Przypuszczamy, że znaczna część inwestorów oczekuje powtórki z gospodarczego ożywienia lat 2016-2017. Dostrzegają oni też podobieństwo w zachowaniu światowego indeksu akcji. W listopadzie ubiegłego roku ustanowił on nowy szczyt, kończąc trwającą 21 miesięcy korektę. Była ona tak samo długa, jak poprzednia, z lat 2015-2016. Konkluzja nasuwa się sama – rok 2020 ma być powtórką 2017. Wtedy, przy zanikającej zmienności (na 251 sesji jedynie na 8 zanotowano wzrost lub spadek o ponad 1%), indeks S&P500 zyskał prawie 20%. Naszym zdaniem taka sytuacja się już jednak nie powtórzy. Wzrost indeksów akcji w 2020 roku, którego (mimo coraz bardziej powszechnego optymizmu) nadal oczekujemy, będzie okupiony znacznie większą zmiennością niż ocenia to rynek.
- Z technicznego i strukturalnego punktu widzenia trudno polemizować z siłą trendu wzrostowego. Większość indeksów na Wall Street odnotowuje nowe rekordy, a nawet gdy któremuś jeszcze trochę brakuje do maksimum (jak wskaźnikowi małych spółek Russell 2000), to nadrabia to rosnącą liczbą spółek uczestniczących we wzrostach. Hossa jest powszechna, nie ogranicza się do garstki giełdowych tuzów, czy sektora technologii. Dalsze zachowanie głównych indeksów akcji na świecie będzie jednak uzależnione od siły faktycznego ożywienia w globalnej gospodarce, w które zdają się wierzyć wszyscy, ale którego w gruncie rzeczy jeszcze nikt nie widział. Od tego też zależeć będzie rozstrzygnięcie toczzonego przez ubiegły rok pojedynku między rynkami akcji i obligacji.
- Przez większość 2019 roku rosnącym indeksom akcji towarzyszył nieprzerwany spadek rentowności obligacji. Apogeum tego procesu nastąpiło w drugiej połowie sierpnia, gdy rentowność europejskich papierów skarbowych osiągnęła historyczne minimum, a dochodowość papierów amerykańskich spadła do poziomu widzianego jedynie podczas paniki po ogłoszeniu decyzji o Brexicie. Wyglądało to tak, jakby rynki akcji i obligacji obstawiały przeciwstawne scenariusze dla światowej gospodarki (odpowiednio ożywienie i recesję). Od tego czasu niewiele się zmieniło. Nadal akcje oraz obligacje korporacyjne nie wyceniają praktycznie żadnego ryzyka recesji, podczas gdy rynki surowców oraz obligacji skarbowych wciąż uznają gospodarcze załamanie za bardzo prawdopodobny scenariusz.
- Jeszcze na przełomie sierpnia i września ubiegłego roku nadejście w 2020 roku recesji (a tym samym końca hossy na akcjach) było powszechnie artykułowaną obawą, wzmacnianą przez inwersję krzywej rentowności oraz pierwszą od lat obniżką stóp procentowych przez Fed. Oba te zjawiska w 9 na 10 przypadków były dobrym prognostykiem nadciągającej recesji. Jednak w 1 na 10 przypadków sygnał był fałszywy. Tak było m.in. w 1995 oraz 1998 roku, a także w odległym, ale w pewnym względzie porównywalnym 1966 roku. Wszystko wskazuje na to, że z takim właśnie scenariuszem mieliśmy do czynienia również w minionym roku.
- Dziś o ryzyku gospodarczego załamania w 2020 roku już się praktycznie nie wspomina. Wręcz przeciwnie, dziś zarówno zarządzający, jak i stratedzy banków inwestycyjnych oczekują nadejścia gospodarczego ożywienia na wzór tego z lat 2013-14 lub 2016-17. Złagodzenie napięć handlowych na linii USA Chiny oraz łagodniejsza polityka monetarna prawie wszystkich banków na świecie (zmasowane obniżanie stóp w 2019 roku) plus powrót do „drukowania pieniądza” w USA oraz Europie, a także rosnące nadzieje na rozpoczęcie impulsu fiskalnego (szczególnie w Europie) wspierają te oczekiwania.
- Zgodnie z obecnym rynkowym konsensusem na 2020 rok, globalne ożywienie gospodarcze, które powinno być szczególnie widoczne poza Stanami Zjednoczonymi, ma przede wszystkim wspierać inwestorów na rynkach wschodzących, w Japonii oraz Europie, a w mniejszym stopniu na drogiej nowojorskiej giełdzie. Towarzyszyć temu ma osłabienie dolara oraz wzrost rentowności obligacji. W takich warunkach całkiem dobrze powinny radzić sobie także surowce.

- Przyznając, że trudno się oprzeć dyktatowi większości zgadzamy się z reflacyjnym (ożywienie i inflacja) scenariuszem, który pojawił się ostatnio jako alternatywa dla niemal pewnej recesji. W trwającym już rok pojedynku między akcjami a obligacjami powinno w końcu dojść do jednoznacznego rozstrzygnięcia – albo raczej mają akcje, których wzrosty są zapowiedzią gospodarczej ekspansji, albo obligacje, które nie wierzą w żaden reflacyjny scenariusz. Od dłuższego czasu zakładaliśmy, że rękami rzucają inwestorzy na rynku papierów skarbowych, na którym można było dostrzec znamiona spekulacyjnej bańki (gigantyczne napływy i niecodzienne stopy zwrotu). Co mogłoby oznaczać kapitulacja na rynku obligacji w USA w 2020 roku? Naszym zdaniem rentowność amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych mogłaby wzrosnąć do 2,5-2,7%, czyli oddać ponad połowę zysków jakie stały się ich udziałem licząc od listopada 2018 roku.
- Z drugiej jednak strony scenariusz reflacji, którego nie dostrzega jeszcze rynek obligacji, został już zdyskontowany przez rynek akcji, który wręcz nieco przeholował w wycenie szybkości nadejścia i skali potencjalnego wciąż ożywienia. Od października 2019 roku dynamika globalnej produkcji przemysłowej oraz wymiany handlowej, czyli procesów gospodarczych stojących za światowym spowolnieniem minionych dwóch lat, wciąż jeszcze nie wskazywała na zakończenie ekonomicznej słabości, nie wspominając o rozpoczęciu fazy ożywienia. W samych Stanach Zjednoczonych, analizując nieco sprzeczne wskazania indeksów menadżerów logistyki tworzonych przez instytut ISM oraz firmę Markit, trudno o jednoznaczną ocenę sytuacji. Przemysłowy indeks ISM wciąż spada, a styczniowy odczyt był najniższy od dekady. W tym samym czasie indeks PMI firmy Markit wskazuje na postępujące ożywienie w przemyśle USA (i to już od września). Tak duża różnica to rzadkość. Który z nich jest bliższy prawdziwemu obrazowi stanu gospodarki? Biorąc pod uwagę różnice metodologiczne (inne wagi przypisywane składnikom, więcej spółek, w tym tych mniejszych, bardziej krajowy zakres badania w ankiecie firmy Markit) można przypisać większe prawdopodobieństwo wizji postępującego powoli ożywienia. To jednak wciąż większe prawdopodobieństwo, a nie pewność. Tradycyjny indeks ISM musi w końcu zacząć kroczyć śladem „młodszego brata”, podobnie jak inne wskaźniki (dynamika produkcji przemysłowej, wskaźników wyprzedzających itd.), które jeszcze nie potwierdziły rozpoczęcia fali gospodarczej ekspansji.
- Możliwe jednak, że ożywienie w 2020 roku będzie miało inny charakter niż przyjmowany obecnie za wzór rozwój wypadków w 2017 roku. Wtedy ożywienie objęło swym zasięgiem większość branż przemysłowych i usługowych. Teraz jest zdecydowanie bardziej wybiórcze. Po pierwsze, póki co, w większym stopniu widoczne jest w Azji niż na innych rynkach. Po drugie, opiera się na sektorze technologicznym, pozostawiając resztę przemysłu w tyle. Widać to m.in. na rynku półprzewodników. Ich globalna sprzedaż w drugiej połowie ubiegłego roku zdecydowanie się poprawiła, a zachowanie tego rynku do tej pory było mocno zdeterminowane stanem światowego przemysłu. Wygląda na to, że technologie, będące koniem pociągowym 11 letniej hossy na Wall Street, wciąż nie powiedziały ostatniego słowa i pomogą w wyciągnięciu globalnej gospodarki z dołka.
- Jednym z chwytliwych tematów stojących częściowo za ostatnim wzrostem sprzedaży półprzewodników (a w 2020 r. mogących jeszcze bardziej podgrzewać nastroje inwestorów) jest rozpoczynający się właśnie cykl technologiczny związany z wprowadzeniem technologii 5G. Wszystko wskazuje na to, że Chiny i kraje azjatyckie znajdują się w awangardzie wykorzystania tej nowinki technologicznej. Patrząc z tej perspektywy, technologiczne ożywienie z azjatyckim rodowodem może nie być ani przypadkowe, ani incydentalne.
- Trzeba też brać pod uwagę scenariusz, w którym ożywienie może być słabsze, płytsze lub krótsze od tego, jakie zakładają dziś inwestorzy i jakiego doświadczyliśmy w latach 2016-17. Patrząc na to, jak zachowują się nie tylko główne indeksy giełdowe, ale też poszczególne sektory przeżywające fundamentalne spowolnienie, potencjalne rozczarowanie skalą poprawy w gospodarce może okazać się bolesną lekcją pokory dla inwestorów. Zbliżające się do maksimów indeksy spółek deweloperskich, z branży inwestycyjno-budowlanej, czy też transportu kolejowego za nic sobie mają pogorszenie fundamentalnej sytuacji poszczególnych sektorów. Dlatego tak ważne jest rozpoczęcie faktycznego ożywienia widocznego w większej liczbie branż, a nie tylko w sektorze technologicznym. Tym bardziej, że ostatnia szarża byków na Wall Street zdaje się wskazywać, że to wciąż iluzoryczne ożywienie zostało już uwzględnione w kursach akcji wielu spółek.
- Kontynuacja trendu wzrostowego na Wall Street w 2020 roku zależy od spełnienia dwóch powiązanych ze sobą warunków. Zyski w amerykańskich spółkach nie mogą nominalnie spadać (na co się na razie nie zanosi), a firmy nie mogą rozpocząć cięcia zatrudnienia (czego również póki co nie widać). Dotychczasowa siła konsumenta, będąca motorem gospodarczego wzrostu ostatniej dekady (nie tylko w USA zresztą), bazuje zarówno na nieprzerwanym wzroście zatrudnienia i płac, jak i na wysokim poziomie zaufania wśród konsumentów. Przedłużające się spowolnienie może w końcu zmusić przedsiębiorstwa do podjęcia bolesnych decyzji dostosowawczych takich jak redukcja zatrudniania. W pewnej mierze już w ubiegłym roku firmy w USA zaczęły przygotowywać grunt pod tego typu decyzje – ograniczono liczę nadgodzin i godzin pracy w tygodniu. W 2015 roku podobne środki zaradcze nie okazały się zwiastunem fali zwolnień ponieważ ożywienie (surowcowo-przemysłowe) przyszło dość szybko. Oby tym razem było podobnie.
- Przyspieszeniu ożywienia może pomóc osiągnięcie niedawno zawieszenie broni w sporze handlowym między USA, a Chinami. Co prawda nie kończy ono długoterminowego konfliktu na polu technologicznej supremacji, ale dzięki złagodzeniu taryfowego uścisku może pobudzić wymianę handlową. W grudniu ubiegłego roku Chiny ogłosiły zwolnienie z taryf celnych importu kilku kluczowych produktów chemicznych, trzody chlewnej i soi. Biorąc pod uwagę zbliżającą się kampanię wyborczą w USA, można zakładać, że Prezydent Trump powstrzyma się od gestów mogących się przyczynić do ponownej eskalacji konfliktu.

- Niestety, nawet jeśli póki co Ameryce uda się (po raz trzeci w ciągu dekady) uniknąć rozpoczęcia recesji, to problem zostanie jedynie odłożony w czasie. Przeznaczenia nie da się oszukać. Obecny, trwający już ponad dekadę, cykl koniunkturalny w USA jest zaawansowany. Następstwem boomu konsumpcyjnego związanego z pełnym zatrudnieniem był znaczący wzrost kosztów pracy w firmach i spadek ich marżowości. Poprzednie dwa spowolnienia w ramach mini cykli ostatniej dekady następowały przy znacznie wyższym niż obecnie poziomie dochodowości biznesu. Ostatnie spowolnienie, które miejmy nadzieję skończyło się w czwartym kwartale 2019 roku, jak na razie nie wywołało fali zwolnień, ale obawiam się, że przy obecnych marżach potencjalnego czwartego spowolnienia firmy już nie wytrzymają i zacznie się wzrost bezrobocia. Jeśli tak się stanie, recesji nie da się już uniknąć, a na giełdzie zapanuje bessą.
- Żeby uzmysłowić sobie jak taki proces może wyglądać i kiedy może nastąpić warto posłużyć się przykładami długich trendów gospodarczo-giełdowych, które w pewnej mierze są porównywalne z dokonaniem ostatniej dekady w USA. Miały one miejsce w latach 60-tych i 90-tych ubiegłego stulecia. W obu przypadkach, podobnie jak dziś, motorem wzrostów na Wall Street był sektor nowych technologii oraz dynamiczny wzrost rynku startupów. Zaufanie konsumentów było rekordowo wysokie, a stopa bezrobocia biła historyczne minima. Za każdym razem w ostatnich latach cyklu mieliśmy też do czynienia ze spadającą rentownością amerykańskich firm. Zarówno w latach 60-tych, jak i 90-tych były okresy spowolnienia, które nie kończyły się falą zwolnień i recesją, ale nadejściem ożywienia. Jednak w obu przypadkach podczas kolejnego okresu pogorszenia koniunktury (w roku 1970 oraz 2001) firmy przystąpiły do ograniczania zatrudnienia, bezrobocie gwałtownie rosnęło, gospodarka wpadała w recesję, a giełdowa korekta przeradzała się w bessę (krótką w 1970 i długą w latach 2001-2003).
- Jeśli przećwiczony już scenariusz powtórzy się, rok 2020 rzeczywiście będzie okresem odreagowania po słabości przemysłu i handlu ostatnich kilku kwartałów. Jednak następujące po nim spowolnienie przypadające na rok 2021 oznaczałoby, że przedsiębiorstwa zaczną ograniczać koszty pracy. W wyniku wzrostu bezrobocia zatarciu ulegnie dotychczasowy motor wzrostu gospodarczego, czyli konsumpcja i w latach 2022-23 dojdzie do niewidzianej od lat 2008-09 recesji w amerykańskiej gospodarce. Rynek akcji, z wyprzedzeniem reagując na pogorszenie się fundamentów spółek, powinien w takim scenariuszu odnotować szczyt (wtedy już 12 letniej) hossy w połowie 2021 roku.
- Podobny scenariusz można też nakreślić wykorzystując cykl prezydencki, zgodnie z którym drugi rok prezydentury jest teoretycznie najszabszy na rynku akcji w całym cyklu. Oznaczałoby to, że okres pogorszenia koniunktury na Wall Street może rozpocząć się właśnie w połowie 2021 roku i potrwać nieco ponad rok.
- Podsumowując, w 2020 roku amerykańska (i światowa) gospodarka może wejść w okres ożywienia po długiej fazie przemysłowo-handlowego spowolnienia. Będzie ono wsparte luźną polityką Fed, kolejną odsłoną „druku pieniądza”, słabnącym dolarem oraz deeskalacją konfliktu handlowego między USA a Chinami. Bardziej jednoznaczne sygnały odrodzenia w przemyśle powinny też przyspieszyć rozstrzygnięcie pojedynku między rynkiem akcji i obligacji, na korzyść tych pierwszych. Jednak zbyt duża pewność siebie inwestorów z Wall Street może zostać niejednokrotnie ukarana, ponieważ tegoroczne wzrosty mogą być okupione większą zmiennością niż zakładana obecnie przez rynek.

Europa: Biorąc pod uwagę skalę przemysłowego spowolnienia, jakie nieprzerwanie od dwóch lat trwa na Starym Kontynencie, ubiegły rok okazał się zadziwiająco dobry dla wielu europejskich parkietów, czego dowodem jest fakt, że indeks paryskiej giełdy zdołał zbliżyć się do szczytu z 2007 roku, a niemiecki DAX flirtuje właśnie z rekordem ze stycznia 2018 roku. Zadziwiająca siła indeksów akcji jest kredytem zaciągniętym przez inwestorów na europejskich giełdach pod zastaw oczekiwanego powszechnie gospodarczego ożywienia. Jeśli to zabezpieczenie (ożywienie) okaże się marnej jakości, to inwestorzy nie będą mogli długo cieszyć się nowymi rekordami. Jednak póki co nic nie wskazuje, że to właśnie w 2020 roku zakończy się długoletnia hossą w Europie.

- Przez większość 2019 roku inwestorzy byli sceptycznie nastawieni do wzrostów na europejskich giełdach, co przejawiało się zarówno bardzo wysokimi umorzeniami w funduszach inwestujących w akcje na Starym Kontynencie, jak i znaczącym niedowierzaniem w portfelach akcji ze strefy euro. Wszystko zmieniło się w ostatnich dwóch miesiącach ubiegłego roku, kiedy inwestorzy przepuścili szturm na giełdy w Europie, po tym jak na Wall Street świętowano ustanowienie nowych rekordów hossy. Po raz kolejny okazało się, że warto przeciwstawiać się opinii większości, która w grudniu 2018 roku traktowała zarówno akcje w strefie euro, jak i giełdę w Wielkiej Brytanii jako aktywa najmniej warte uwagi. Rok później pozycjonowanie inwestorów jest zdecydowanie bardziej wyważone, a europejskie giełdy zyskały na popularności i są przeważane w portfelach. Mogłoby to być niepokojącym sygnałem na 2020 rok, ale trzeba pamiętać, że to docenienie Europy jest zaledwie krótkim, dwumiesięcznym epizodem. Jeszcze nie czas na wszczynanie alarmu.
- Na tegoroczne zachowanie się europejskich parkietów, podobnie jak w przypadku amerykańskiej giełdy, największy wpływ będzie miała skala oraz struktura ożywienia gospodarczego, które według samych rynków akcji jest już pewne, ale, opierając się na realnych danych, póki co mało przekonujące. Na pewno nie przypomina ono jeszcze gospodarczego odbicia z lat 2016-17, które jest bazą rozbudzonych oczekiwań inwestorów.
- W poprzednim mini cyklu prowadzona od 2015 roku znacząca stymulacja fiskalno-monetarna w Chinach dość szybko zaczęła dawać rezultaty. Wraz z wyraźnym osłabieniem dolara i gwałtownym odbiciem cen surowców przełożyło się to na gospodarczy

wzrost, którego pozytywne skutki odczuł cały świat. W Europie, a szczególnie w Niemczech, najbardziej widoczną reakcją było silne pobudzenie eksportu, m.in. w segmencie motoryzacyjnym oraz przemysłu (znaczące i długotrwałe wzrosty wskaźnika PMI). W obecnym mini cyklu chińska stymulacja, choć porównywalna pod względem wartości w relacji do PKB do poprzedniej, nie wywołała równie spektakularnych efektów. Tym razem ani niemiecki przemysł, ani eksport nie należą do beneficjentów rozwijającego się powoli w Azji ożywienia. Tym razem ma ono bardziej wąski, technologiczny charakter. Póki co.

- Na szczęście (tak jak w USA) przemysłowe spowolnienie ostatnich dwóch lat nie przeniosło się w wyraźny sposób na sektor usług i konsumpcji strefy euro. Poza nielicznymi wyjątkami (sektor bankowy, motoryzacyjny), rynek pracy pozostał silny w całej Unii Europejskiej, czego przejawem jest spadająca nieprzerwanie od 2013 roku stopa bezrobocia. Pogorszenie koniunktury w przemyśle nie spowolniło też przyrostu płac. Co prawda sektor bankowy wciąż boryka się z problemem niskich marż, ale nie z wielkością niespłaconego zadłużenia. Akcja kredytowa rozwija się we wszystkich głównych segmentach. Europejskie banki cały czas nie dostrzegają konieczności istotnego zacieśnienia polityki kredytowej, co jest przecież normą w recesyjnym środowisku. Co więcej, rynek nieruchomości w strefie euro wciąż znajduje się na wzrostowej ścieżce i wydaje się odporny na przemysłowo-handlowe załamanie ostatnich dwóch lat.
- Natomiast polityka monetarna EBC nim zdążyła się na dobre zacieśnić (czego oczekiwano jeszcze pod koniec 2018 roku), została rozluźniona, zarówno pod względem poziomu stopy procentowej, jak i „dodruku pieniądza” poprzez zwiększanie bilansu banku centralnego. Jednak w ubiegłym roku to nie wizja kontynuacji ekspansywnej polityki monetarnej przez EBC wywołała największe poruszenie wśród inwestorów. Spore nadzieje zaczęto przypisywać potencjalnej zmianie w nastawieniu rządów strefy euro do poluzowania polityki fiskalnej, szczególnie w Niemczech. Oczywiście nie nastąpi to w 2020 roku, ale już samo rozważanie większego zaangażowania budżetów państwa w pobudzenie inwestycji w gospodarce europejskiej może wesprzeć tegoroczną hossę na rynku akcji.
- Chociaż faktyczny Brexit rozpocznie się z końcem stycznia tego roku, to trudno jednak zakładać, że będzie on miał w tym roku jakiegoś istotnego przełożenie na zachowanie indeksów akcji. Przez cały rok, czyli w okresie przejściowym, będą trwały kolejne negocjacje, więc z praktycznego punktu widzenia niewiele się zmieni. Przez ostatnie trzy lata ostrze zagrożenia (niekontrolowany Brexit) zostało na tyle stępione, że inwestorzy raczej nie będą się ekscytować tym tematem. Chyba, że na horyzoncie pojawi się jakaś zupełnie nowa rozgrywka.
- Podsumowując, podobnie jak w przypadku USA, gospodarcze cierpienie Europy ogranicza się jak na razie do przemysłu i handlu, pozostawiając segment usług, nieruchomości oraz konsumpcję w dobrej formie. Zaskakująca siła indeksów akcji, które nic sobie nie robią z trwającego już dwa lata spowolnienia, jest kredytem zaciągniętym przez inwestorów na europejskich giełdach pod zastaw oczekiwanego powszechnie gospodarczego ożywienia. Jeśli to zabezpieczenie (ożywienie) okaże się marnej jakości, to inwestorzy nie będą mogli długo cieszyć się nowymi rekordami. Jednak póki co nic nie wskazuje, że to właśnie w 2020 roku zakończy się długoletnia hossą w Europie.

Rynki wschodzące: W 2020 emerging markets z powodzeniem mogą powalczyć o palmę pierwszeństwa wśród najlepszych rynków akcji na świecie, ale to czy otrzymają szansę na wykazanie się zależy od skali naciągającego, ale póki co dość mglistego ożywienia. Problem w tym, że hossą na rynkach wschodzących jest traktowana dziś niemal jak pewnik, a w wielu krajach (np. Indiach) stan gospodarki usprawiedliwiałby dziś raczej regularną bessę. Dlatego, żeby sprostać rozbudowanym oczekiwaniom rynkowym globalna gospodarka musi dopiero pokazać co to znaczy ożywienie.

- Rynki wschodzące, które nie poddały się panice wywołanej silną przeceną akcji na Wall Street w czwartym kwartale 2018 r., w minionym roku okazały się mniej odporne na gospodarcze spowolnienie niż rynki rozwinięte. Choć ostatecznie dolarowy indeks emerging markets zyskał ponad 15%, to jeszcze po pierwszych ośmiu miesiącach roku znajdował się zaledwie w punkcie startu, a siła względna tych rynków do światowych indeksów spadła w sierpniu do najniższego poziomu od 15 lat.
- Niejednoznaczność sytuacji giełd akcji na rynkach wschodzących w ubiegłym roku obrazują spore różnice w zachowaniu indeksów poszczególnych parkietów. Niektóre odnotowały istotne straty, jak Chile (-10%) i Maleszja (-6%). Inne, jak Polska, Indonezja, czy Meksyk, generalnie stanęły w miejscu. Było też jednak kilka giełd, których indeksy urosły o około 40% (Rosja, Argentyna, Brazylia), o 50-proc. zysku na giełdzie w Atenach nawet nie wspominając.
- Nastawienie inwestorów względem emerging markets zmieniało się w ubiegłym roku jak w kalejdoskopie. Od ekscytacji i silnych napływów w pierwszym kwartale, przez trwającą ponad pół roku ucieczkę zarówno zarządzających funduszami, jak i ich klientów, po mini euforię w ostatnich tygodniach roku. Jeszcze w sierpniu inwestorzy byli pełni obaw o spowolnienie w Chinach, eskalację wojen handlowych, silnego dolara i słabnące surowce, czyli czynniki, które zniechęcały do przeważania rynków wschodzących. Teraz nastawienie inwestorów jest diametralnie inne. Dzięki płynnemu przejściu z recesyjnych oczekiwań do nadziei na gospodarcze ożywienie, rynki wschodzące zostały okrzyknięte głównym beneficjentem poprawy w światowej koniunkturze zapowiadanej na 2020 rok. To one mają w tym roku stanąć na pierwszym miejscu podium w rankingach stóp zwrotu, wyprzedzając Japonię, Europę, a także przewartościowane akcje w USA (tak można podsumować rynkowy konsensus).

- Podpisując się pod scenariuszem reflacyjnym (choć w skromniejszej postaci niż w latach 2016-17) musimy przyznać, że rynki wschodzące mają prawo lepiej sobie radzić niż rynki rozwinięte, biorąc pod uwagę wyraźnie wyższe prognozy zysków i wyraźnie niższe poziomy wycen. Nie sądzimy jednak, żeby różnica była aż tak znacząca jak w 2017 roku (35% na MSCI EM vs 20% S&P500).
- Powrót w 2020 roku siły rynków wschodzących oraz powiązanych z nimi surowców będzie uzależniony zarówno od skali gospodarczego odreagowania na świecie, jak i od stopnia oczekiwanego osłabienia amerykańskiej waluty, której siła przeszkadzała emerging markets w ostatnich kilkunastu miesiącach. Jednym z argumentów stojących za taką zmianą trendu kursu dolara jest utrzymujący się od dłuższego czasu wysoki poziom długich pozycji spekulacyjnych na rynku dolarowych kontraktów terminowych. Dodatkowo, poluzowanie polityki monetarnej Fed (zarówno obniżki stóp procentowych, jak i powrót do skupu aktywów) powinno zmniejszyć aprecjacyjną presję na amerykańską walutę (wrześniowy kryzys na rynku REPO w USA, nie był przejawem panicznej ucieczki inwestorów do bezpiecznej przystani, a jedynie niedocenionym przez Fed efektem przeregulowania rynku bankowego). Dotychczasowym falom zwiększania rezerw w bilansie banku centralnego USA (dodrukowi pieniądza) towarzyszyło właśnie osłabianie dolara. W tym samym kierunku może zadziałać Donald Trump. Po deeskalacji wojny handlowej z Chinami, a w obliczu zbliżających się wyborów, może on skierować ostrze swojej polemiki ze światem na kwestię walutową, słusznie podnosząc długotrwałe przewartościowanie dolara (szczególnie względem euro). Większość walut rynków wschodzących (od Ameryki Łacińskiej po Turcję) znajdowała się w ciągu ostatnich dwóch lat pod olbrzymią presją, która może nieco zelżeć w sprzyjających okolicznościach. Również same władze w Pekinie mogą wspierać umocnienie własnej waluty kosztem dolara, próbując wciąż zwiększyć znaczenie juana na arenie międzynarodowej.
- Złagodzenie polityki monetarnej w 2019 roku przez większość banków centralnych na świecie (w tym na wielu rynkach wschodzących), dzięki impulsowi monetarnemu, powinno być kolejnym elementem wspierającym powrót akcji emerging markets na inwestycyjne salony.
- Podobnie jak w USA, czy Europie, także na niektórych rynkach wschodzących inwestorów może niepokoić brak wyraźnej korelacji między rynkami akcji a gospodarką. W przypadku Indii ubiegłoroczny wzrost indeksu Sensex o prawie 15% stał w sprzeczności z gwałtownym pogorszeniem danych gospodarczych. Osłabienie inwestycji, konsumpcji i eksportu przełożyło się na spadek z 8% do 4,5% tempa wzrostu PKB Indii. Zachowanie gospodarki tego kraju bardziej niż spowolnienie przypomina regularną recesję, z dynamicznie rosnącym bezrobociem (z 3 do 8%) czy zwieszającym się wyraźnie odsetkiem niespłacalnych zobowiązań w bankach. Załamanie akcji kredytowej (w wyniku kryzysu pozabankowego sektora pożyczkowego) wpłynęło na pogorszenie koniunktury na rynkach nieruchomości oraz motoryzacyjnym (sprzedaż aut spadła o ponad 30%). Rząd usiłował ratować sytuację obniżkami podatków i zwiększaniem wydatków budżetowych, a bank centralny obniżał stopy procentowe. Póki co jednak w gospodarce wciąż trwa załamanie, które na rynku widać jedynie w segmencie małych spółek. Duże firmy (i tym samym indeks Sensex) zdają się być na nie odporne.
- W przypadku brazylijskiej giełdy, która w ubiegłym roku mogła poszczycić się 36-proc. wzrostem (i kolejnymi rekordami), fundamenty gospodarcze są co prawda mocniejsze niż w Indiach, ale i tak w latach 2018-19 wzrost PKB był dość mizerny, przez co stopa bezrobocia jest nadal wysoka (12%). Z drugiej strony, w miarę niska inflacja umożliwiła łagodzenie polityki monetarnej przez bank centralny (stopy są najniższe w historii), co w Brazylii zawsze sprzyjało hossie na rynku akcji. Udana reforma emerytalna przeforsowana przez prezydenta Bolsonaro, może i przywróciła inwestorom zaufanie i wiarę w możliwości władz Brazylii, ale do zmniejszenia wciąż wysokiego deficytu budżetowego droga daleka. Natomiast kolejne reformy proponowane przez ministra finansów dotyczące podatków, prywatyzacji i redukcji skali państwowego interwencjonizmu napotykają na silny opór w rozdrobnionym parlamencie.
- W 2020 emerging markets z powodzeniem mogą powalczyć o palmę pierwszeństwa wśród najlepszych rynków akcji na świecie, ale to czy otrzymają szansę na wykazanie się zależy od skali nadciągającego, ale póki co dość mglistego ożywienia. Poprawie stanu gospodarek powinny w tym roku sprzyjać luźna polityka banków centralnych, słabszy dolar oraz rozejm w konflikcie handlowym między USA a Chinami. Problem w tym, że hossa na rynkach wschodzących jest traktowana dziś niemal jak pewnik, a w wielu krajach (np. Indiach) stan gospodarki usprawiedliwiłaby dziś raczej regularną bessę. Dlatego, żeby sprostać rozbudowanym oczekiwaniom rynkowym globalna gospodarka musi dopiero pokazać co to znaczy ożywienie.

Polska: Slabsze tempo wzrostu polskiej gospodarki w 2020 roku nie powinno przeszkodzić krajowemu parkietowi w podążaniu za giełdami rynków wschodzących, których wzrosty mają odzwierciedlać ożywienie w globalnej gospodarce. Pierwszy od lat dodatni bilans napływu środków na GPW może pobudzić do życia zapomniany już niemal segment mniejszych i średnich spółek. Zakładamy, że w 2020 roku największymi zyskami będą mogli pochwalić się akcjonariusze średnich spółek, choć kursy małych firm będą się starały dotrzymać im kroku. W przypadku WIG20 trudno liczyć na powtórkę z 2017 roku (+26% i miejsce lidera wśród indeksów na GPW), ale duże spółki nie powinny zbyt mocno odstawać od segmentu małych i średnich firm.

- Polska giełda w 2019 roku rozczarowała swoją względną słabością wobec i tak relatywnie słabych rynków wschodzących, ale raczej nie zaskoczyła tym inwestorów, którzy już dawno przestali liczyć na to, że bezapelacyjna siła naszej gospodarki z ostatnich lat przełoży się na zdrową (szeroką) hossę na krajowym parkiecie. Na utrzymanie wartości indeksu WIG w ubiegłym roku na niezmiennym poziomie zapracowały spadek indeksu WIG20 (-5,5%), stabilizacja mWIG-u oraz nieco zaskakująca siła małych spółek (indeks sWIG80 zyskał 14%). Co ciekawe, kolejność tych indeksów według stopy zwrotu była odwrótta niż w 2018 roku.
- Niewielka zmiana głównego indeksu polskiej giełdy w ubiegłym roku nie oznaczała braku wewnętrznej zmienności. Wręcz przeciwnie, warszawski parkiet pokazał sporą niejednorodność, premiując selekcyjne i aktywne podejście do inwestycji. W ramach samego indeksu WIG20 były zarówno spółki notujące spore zniżki, jak JSW (prawie -70%), jak i gigantyczne zwyżki kursów, jak w przypadku CD Projekt (wzrost o prawie 100%). Słabość sektora bankowego (Alior - 46%, Santander - 15%) związana z kolejną odstoną problemów wokół kredytów walutowych, można było przeciwstawić zaskakującej sile sektora telekomunikacyjnego (Orange +50%, Play +65%), korzystającego z zapowiedzi zakończenia wyniszczającej branżę wojny cenowej. Rok 2020 powinien charakteryzować się mniejszym zróżnicowaniem stóp zwrotu poszczególnych spółek, szczególnie tych o większej kapitalizacji).
- Ostatnie dwa miesiące ubiegłego roku to spora zmiana zarówno w globalnym sentymencie do rynków akcji i gospodarki (szczególnie w odniesieniu do rynków wschodzących), jak i w nastrojach panujących na warszawskim parkiecie. Siła indeksów małych i średnich spółek w końcówce 2020 roku oraz równoległy start programu PPK wywołały falę optymizmu, jakiego trudno było szukać w minionych dwóch latach wśród uczestników polskiego rynku akcji. Coraz więcej inwestorów oczekuje, że odrodzenie segmentu firm o mniejszej kapitalizacji może potrwać dłużej niż kilka miesięcy, do czego przyczynia się wyraźna poprawa szerokości rynku (liczby spółek uczestniczących we wzrostach) jaką obserwujemy od kilku tygodni.
- Trzeba pamiętać, że minione dwa lata to dla akcjonariuszy mniejszych i średnich firm prawdziwa gehenna. Firmy te zamiast być beneficjentem 5-proc. wzrostu PKB w Polsce stały się jego ofiarą. Przyczyniły się do tego wzrost kosztów i spadające marże, silna presja podażowa związana z falą umorzeń w funduszach inwestycyjnych oraz spowolnienie gospodarcze w Europie Zachodniej. Wszystko to spowodowało, że inwestorzy odwrócili się od tego segmentu rynku. W rezultacie mnożniki wycen dla sWIG80 i mWIG40 spadły w ubiegłym roku do poziomu najniższego od dołka światowej recesji z 2009 roku. Dodając do tego słabe i również względnie tanie firmy z indeksu WIG20, można wykazać, że polska giełda znalazła się w gronie najniższej wycenianych parkietów, nawet w gronie rynków wschodzących. Poza tym, nasza siła względem indeksu emerging markets była ostatnio rekordowo niska, a inwestorzy zagraniczni z konsekwencją niedoważali nasze akcje w portfelach. Przy tak zdołowanych nastrojach, do rozpoczęcia odreagowania potrzebny był tylko dobry pretekst.
- W ostatnim czasie pojawiły się trzy argumenty wspierające możliwość rozpoczęcia takiej zmiany trendu. Po pierwsze, rynki wschodzące ponownie stały się przedmiotem zainteresowania globalnych inwestorów liczących na ożywienie gospodarcze, osłabienie dolara i silniejsze surowce. W czasie poprzedniego okresu powrotu emerging markets do gry Polsce udało się uszczknąć nieco ze środków jakie przepłynęły na giełdy rynków rozwijających się. To wystarczyło aby indeks WIG20 wyrażony w dolarze wzrósł w 2017 roku aż o 50%. Po drugie, czynniki takie jak dodanie do indeksu MSCI rynków wschodzących Arabii Saudyjskiej i zwiększenie w nim udziału chińskich spółek z Szanghaju oraz IPO największej spółki świata (Aramco) w minionym roku spowodowały wydrenowanie środków z innych rynków. W 2020 roku już się to nie powtórzy na podobną skalę. Po trzecie, ze względu na rozpoczęcie programu PPK oraz zmianę formuły funkcjonowania OFE, polska giełda po raz pierwszy od kilku lat może liczyć na dodatni bilans napływów w najbliższych latach, co dla naszego dość płytkiego rynku stanowi jakościową zmianę.
- Co prawda o 5-proc. tempie wzrostu gospodarczego możemy już zapomnieć, a już tegoroczna dynamika PKB będzie zapewne bliżej 3 niż 4 %, ale póki co rynek akcji nie powinien odczuć tego spowolnienia. Największym źródłem niepokoju są inwestycje, których spadek wiąże się z ograniczeniem wydatków samorządowych oraz cyklicznością unijnych wydatków infrastrukturalnych. Natomiast konsumpcja, czyli dotychczasowy motor naszego wzrostu, pozostanie silna, choć i tu tempo nieco osłabnie.
- Podsumowując, slabsze tempo wzrostu polskiej gospodarki w 2020 roku nie powinno przeszkodzić krajowemu parkietowi w podążaniu za giełdami rynków wschodzących, których wzrosty mają odzwierciedlać ożywienie w globalnej gospodarce. Pierwszy od lat dodatni bilans napływu środków na GPW może pobudzić do życia zapomniany już niemal segment mniejszych i średnich spółek, gdzie limit plag dołączających rynkowy sentyment został już chyba wyczerpany.

Obligacje: Krajowy rynek obligacji skarbowych będzie wspierany przez niskie tegoroczne potrzeby pożyczkowe wynikające z zasilenia budżetu jednorazowymi wpłatami przede wszystkim z transferu środków z OFE. W rezultacie w 2020 r. będziemy mieli niewielki deficyt budżetowy, a potrzeby pożyczkowe netto rzędu 15-20 mld zł, w świetle rosnącego popytu na obligacje detaliczne, będą mogły być sfinansowane niemal wyłącznie przez inwestorów indywidualnych. W sytuacji utrzymującego się wysokiego popytu na obligacje ze strony banków, kwestia podażowa pozostanie wobec tego czynnikiem sprzyjającym zawężaniu różnicy rentowności obligacji do poziomu stawek IRS. To z kolei korzystnie wpłynęłoby na zachowanie obligacji o zmiennym kuponie.

- Obserwowany w ubiegłym roku spadek dynamiki wzrostu gospodarczego na świecie powinien wyhamować w 2020 r. Spodziewamy się pewnej stabilizacji w sferze makro. Adekwatnej reakcji należy spodziewać się ze strony najważniejszych banków centralnych. Po trzech obniżkach ze strony Fed w minionym roku oraz powrocie do skupu aktywów przez EBC, przestrzeń do dalszego luzowania polityki pieniężnej wydaje się ograniczona. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się przyjęcie pozycji wait and see, przy zachowaniu opcji do właściwej reakcji w sytuacji słabszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego bądź wzrostu protekcjonizmu i napięć w globalnym handlu. Tym samym po okresie silnych spadków rentowności w 2019 r., kolejny rok może przynieść stabilizację rentowności na bieżącym bądź nieznacznie wyższym poziomie.
- Akomodacyjna polityka banków centralnych i relatywnie ostrożna wycena ich dalszych działań będzie sprzyjać bocznemu trendowi kursów obligacji. Brak wyraźnego odbicia w strefie euro podtrzyma łagodną retorykę ze strony EBC. W świetle wycenianego scenariusza braku dalszego luzowania polityki pieniężnej, perspektywa gwałtownego wzrostu rentowności (podobnie jak ich istotnego spadku) pozostanie raczej odległą. Podobnie sytuacja wygląda w USA, gdzie rynek częściowo wycenia jedynie jedną obniżkę stóp procentowych. Większa przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej pozostaje na rynkach wschodzących, na których odbicie wzrostu gospodarczego przy umiarkowanej inflacji i słabszym dolarze może sprzyjać dalszej konwergencji stóp procentowych do rynków rozwiniętych.
- Wzrost inflacji powyżej celu NBP w pierwszym kwartale 2020 r. będzie negatywnie oddziaływał na ceny obligacji skarbowych oraz będzie pewnym wyzwaniem dla banku centralnego. Niemniej jednak przekaz ze strony RPP jest bardzo czytelny: nie będzie zmian stóp procentowych w 2020 r. W pierwszych miesiącach roku inflacja może przekroczyć 4% i znaleźć się powyżej celu NBP powiększonego o dopuszczone przez bank odchylenie. Nie spodziewamy się jednak reakcji ze strony RPP. W kolejnych kwartałach inflacja będzie wracać do celu m.in. ze względu na wygaszenie szoków podażowych po stronie cen żywności. W warunkach niższej dynamiki wzrostu PKB, łagodnej polityki pieniężnej najważniejszych banków centralnych oraz jednorazowego charakteru wielu komponentów wpływających na podbicie odczytów inflacji, brak reakcji może wydawać się uzasadniony, a przejściowe oczekiwania na wywołane tym ewentualne podwyżki stóp procentowych w Polsce odczytujemy jako potencjalnie atrakcyjne momenty do podejmowania większego ryzyka na krajowym rynku obligacji.
- Spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce oraz prawdopodobny wzrost liczby restrukturyzacji zadłużenia powinien sprzyjać tendencji do odmiennego zachowywania się cen dla obligacji przedsiębiorstw typu high yield oraz tych najbardziej wiarygodnych kredytowo, z korzyścią dla tych ostatnich. W przypadku największych i najbardziej płynnych emisji możemy spodziewać się utrzymania wysokiego popytu ze strony inwestorów w 2020 r.

Złoto: W minionym roku kurs złota przebił silny opór w okolicach 1350-1370 USD/oz (od którego wcześniej się już kilka razy odbijał), co zgodnie z naszymi oczekiwaniami przełożyło się na silny wzrost zainteresowania kruszcem ze strony inwestorów. Wynikająca z tego znacząca zwyżka ceny złota zaowocowała tym, że znalazła się ona w szerokim obszarze oporu wyznaczonym przez podwójny szczyt z 2011-2012 r. W dłuższym terminie cena złota powinna zmierzać w kierunku oporu wyznaczonego przez podwójny szczyt z 2011-2012 r., w szerokim obszarze 1700-1900USD/oz.

- Czwarty kwartał 2019 stał pod znakiem korekty po mocnych wzrostach, które wcześniej wyniosły kurs złota powyżej kluczowych oporów w strefie 1360-1380 USD/oz. Mimo dużego zaangażowania kapitału spekulacyjnego po długiej stronie rynku, miała ona płaski przebieg i zatrzymała się na poziomie 1450USD/oz, czyli dużo powyżej wsparcia. Dowodzi to siły rynku wynikającej, jak można przypuszczać, z popytu ze strony długoterminowych graczy, którzy czekali na wyraźny sygnał techniczny potwierdzający odwrócenie trendu. Jak dotąd wysoki udział managed money w długich pozycjach netto na rynku COMEX miał głównie ten skutek, że zniechęcał kapitał czekający na możliwość kupna złota po atrakcyjnej cenie wizją, wydawałoby się, nieuchronnej silnej korekty. W międzyczasie złoto pokonywało kolejne przeszkody, a jedyna dłuższa korekta w ostatnim kwartale 2019 r. nie dostarczyła łatwego łupu łowcom cenowych okazji.
- Patrząc z punktu widzenia analizy technicznej, mocne wzrosty z ostatnich kilkunastu miesięcy doprowadziły cenę złota w szeroki obszar oporu, wyznaczony przez podwójny szczyt z 2011-2012 r. Sytuacja złota jest bardzo korzystna, co potwierdzają również wykresy w tygodniowych i dłuższych interwałach. W dłuższym terminie cena złota powinna zmierzać w kierunku oporu wyznaczonego przez podwójny szczyt z 2011-2012 r., w szerokim obszarze 1700-1900USD/oz.

- W ostatnim kwartale 2019 r. o około 20 punktów bazowych wzrosły oczekiwania inflacyjne w USA na następne 10 lat, podobnie jak rentowności 10-letnich obligacji. Alternatywny koszt kupna i trzymania złota nie zmienił się więc istotnie i wynosi ok 0,1% rocznie, co jest dla złota pozytywną przesłanką.
- Niskie rynkowe stopy procentowe w połączeniu z wysokim zadłużeniem części państw strefy euro oraz USA (w tym ostatnim przypadku problem wysokiego zadłużenia dotyczy nie tylko sfery budżetowej, ale również prywatnej) powodują, że nawet niewielki nominalny wzrost kosztu pieniądza przekłada się na bardzo znaczący wzrost kosztów odsetkowych. Sytuacja najważniejszych gospodarek powoduje, że zachowanie realnych stóp procentowych powinno wspierać trend wzrostowy kursu złota.
- Fundamentalnym wsparciem dla notowań złota może być zaawansowana faza cyklu koniunkturalnego, która docelowo może przełożyć się na obawy o koniunkturę na rynkach akcji i poszukiwanie bezpiecznych przystani.

Tabela 1: Prognozowane na 2020 rok stopy zwrotu z funduszy Investors w zależności od kategorii.

Fundusze Investors	Prognoza stopy zwrotu 2020
Fundusze Akcji (szeroki rynek)	od 8% do 14%
Fundusze Akcji MIŚS	od 10% do 18%
Fundusz Zrównoważony	od 5,5% do 7,5%
Fundusz Zabezpieczenia Emerytalnego	od 4% do 6%
Fundusz Obligacji	od 1,9% do 2,5%
Fundusz Dochodowy	od 1,5% do 1,8%
Fundusz Oszczędnościowy	od 2% do 2,2%
Fundusz Bezpiecznego Wzrostu	od 2,1% do 2,5%
Fundusze Rynków Wschodzących	od 9% do 17%
Fundusze Rynków Rozwiniętych	od 7% do 13%
Fundusze Złota	od 8% do 12%

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 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.