



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Styczeń 2016



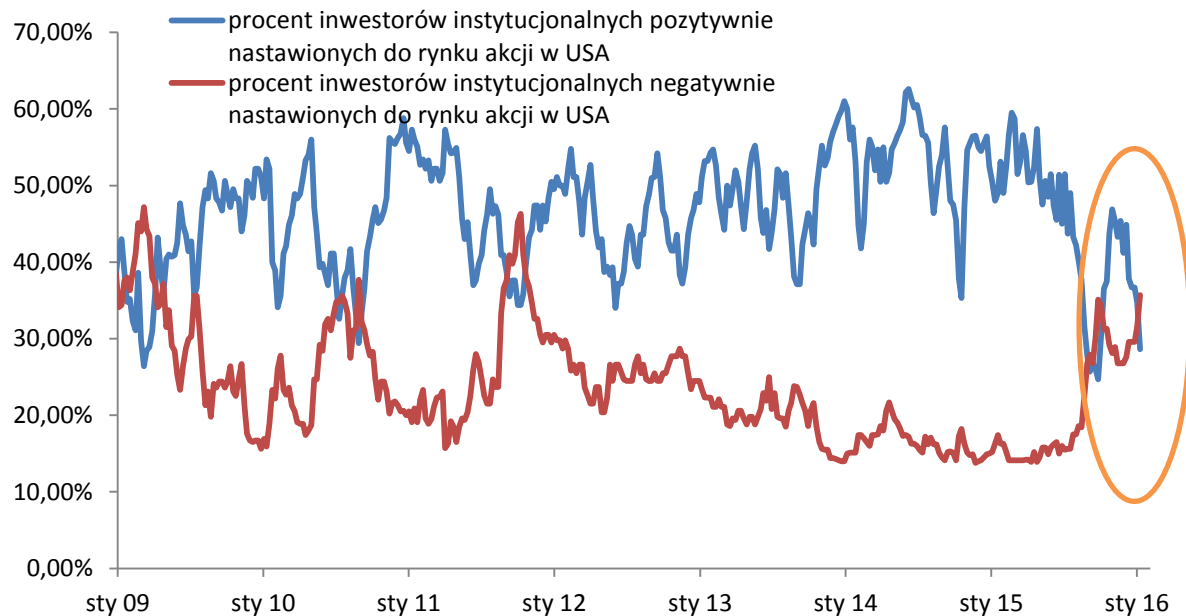
Podsumowanie

- Wystarczyło kilka pierwszych sesji nowego roku, żeby istotnie zmienić nie tylko nastroje, ale i zapatrywania inwestorów co do dalszej koniunktury na światowych giełdach. Mroczne widmo bessy i recesji ponownie zagościło na pierwszych stronach gazet. Oficjalna wersja głosi, że to tąpnięcie na chińskim parkiecie wywołało giełdową lawinę. Być może spadki w Szanghaju rzeczywiście były detonatorem, ale na pewno nie stanowiły materiału wybuchowego, który rozsadził rynki akcji na początku roku.
- Uważam, że choć dalsze zniżki na chińskich parkietach są bardzo prawdopodobne, to nie traktowałbym ich jeszcze jako dowodu na rozpoczęcie „chinageddonu”, czyli recesji w Państwie Środka, która niewątpliwie mogłaby stać się powodem bessy na światowych rynkach. Trzeba pamiętać, że szalone wzrosty na tamtejszej giełdzie nie miały żadnego fundamentalnego uzasadnienia. Wpływ na realną gospodarkę zarówno wcześniejszych wzrostów, jak i późniejszych spadków powinien być marginalny.
- Jeśli założymy, że wydarzenia w Azji były jedynie katalizatorem dla noworocznej wyprzedaży na globalnych parkietach, to muszą istnieć znacznie bardziej istotne argumenty stojące za wyraźną słabością akcji notowanych na Wall Street. Jeszcze pod koniec 2014 roku nie było żadnych przesłanek sugerujących nadejście recesji w Stanach Zjednoczonych i zakończenie trwającego od lat trendu wzrostowego na Wall Street. Niestety w ubiegłym roku ten stan rzeczy zaczął powoli się zmieniać.
- Żółtą kartkę amerykańskiej hossie pokazuje od pewnego czasu rynek obligacji korporacyjnych. Gwałtowny wzrost rentowności oraz marż obligacji typu *high yield* względem papierów skarbowych był nieodłącznym elementem każdej bessy i recesji. W przypadku amerykańskiej gospodarki coraz bardziej wyraźna jest słabość przemysłu. Jej przyczyn należy szukać w trwającej od połowy 2014 roku słabości sektora energetycznego. Odnotowane ostatnio w Stanach ujemne dynamiki produkcji przemysłowej oraz wskaźnik PMI dla przemysłu poniżej 50 punktów towarzyszyły pierwszym fazom obu rynków niedźwiedzia z poprzedniej dekady.
- Gdy jednak spojrzymy na amerykańską gospodarkę wyłączając sektory uzależnione od cen różnych surowców, to jej stan wydaje się lepszy niż w okresach rozpoczęcia dekoniunktury pod koniec 2000, czy 2007 roku. Występuje wyraźny rozdźwięk między wciąż silną konsumpcją i inwestycjami mieszkaniowymi, a słabością przemysłu i nakładów kapitałowych.
- Ponieważ rynek akcji praktycznie zanegował słusność traktowania przeceny z sierpnia 2015 roku jako typowego krachu, nasuwa się przypuszczenie, że krach ten jest dopiero przed nami. Skala takiego kilkutygodniowego tąpnięcia powinna być istotnie większa od zasięgu korekt, jakie występowały w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy (październik 2014 i sierpień 2015). Oznacza to, że dołek takiego krachu może zostać osiągnięty jeszcze w pierwszym kwartale tego roku, a jego poziom będzie bliski 1600 punktom na indeksie S&P500, czyli rynkowym szczytom z 2000 i 2007 roku.

Komentarz miesięczny: Styczeń 2016

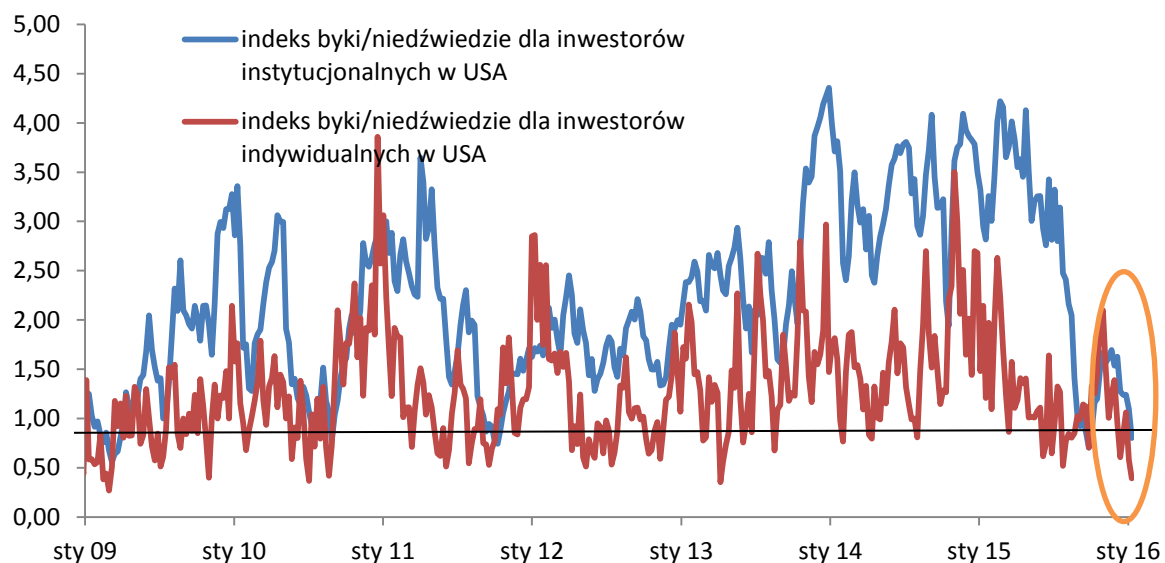
Wystarczyło kilka pierwszych sesji nowego roku, żeby istotnie zmienić nie tylko nastroje, ale i zapatrywania inwestorów co do dalszej koniunktury na światowych giełdach (wykresy 1-2). Mroczne widmo bessy i recesji ponownie zagościło na pierwszych stronach gazet. Trudno nie oprzeć się wrażeniu, że słabość polskiej giełdy z ostatniego kwartału 2015 roku okazała się świetnym wskaźnikiem wyprzedzającym dla rynków akcji na Wall Street oraz w Europie.

Wykres 1: Nastroje wśród inwestorów są obecnie równie ponure jak po sierpniowym tąpnięciu.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 2: Nastawienie rynkowe inwestorów w USA.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Okładka magazynu Barron's z 11 stycznia 2016 roku.

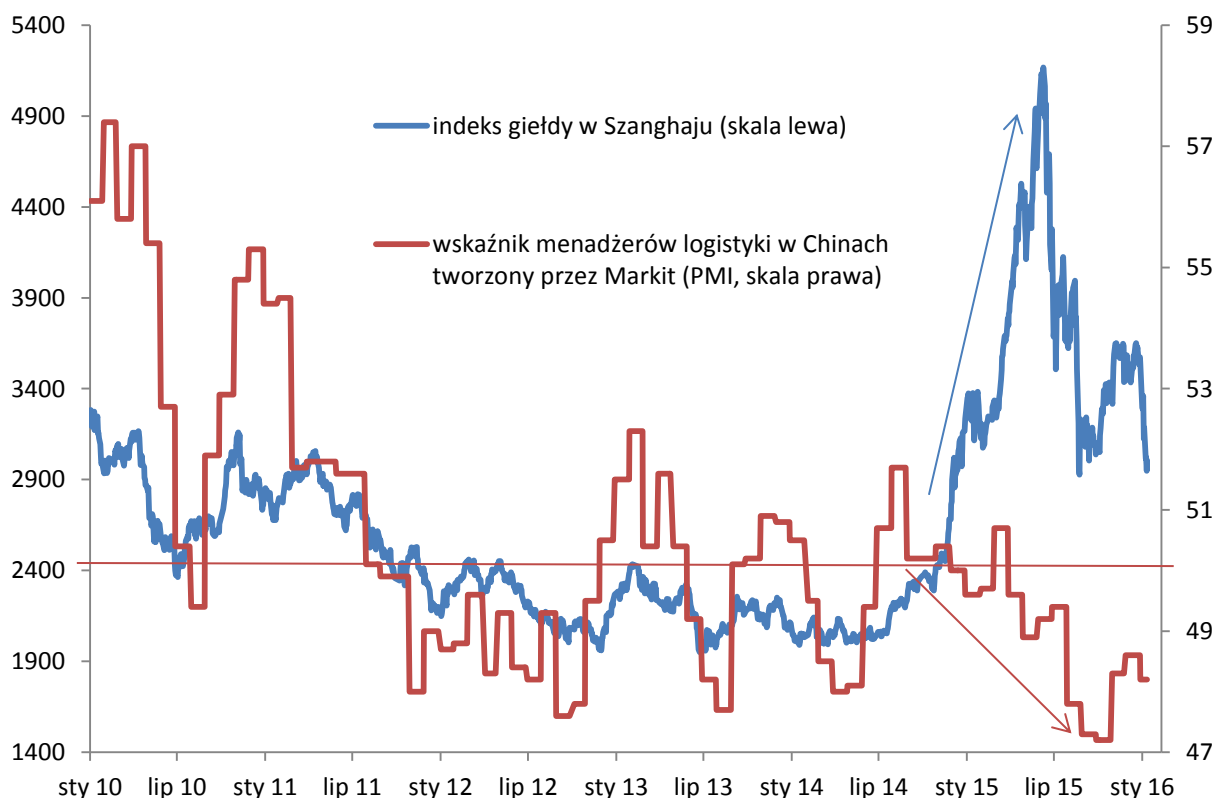


Oczywiście oficjalna wersja głosi, że to tąpnięcie na chińskim parkiecie wywołało giełdową lawinę (choć są i tacy, którzy winą za spadki obarczają kinową premierę filmu Big Short). Być może spadki w Szanghaju rzeczywiście były detonatorem, ale na pewno nie stanowiły materiału wybuchowego, który rozsadził rynki akcji na początku roku. Trzeba pamiętać, że wcześniejsze szalone wzrosty na tamtejszej giełdzie nie miały żadnego fundamentalnego uzasadnienia. Nie były podparte nawet nadziejami na poprawę w gospodarce lub na wzrost zysków w spółkach (wykresy 3-8). W Chinach wprowadzono jedynie zmiany regulacyjne, które miały stopniowo otwierać lokalne giełdy na świat. Wydawało się, że przestał istnieć powód do występowania dyskonta w wycenach tych samych spółek notowanych w Szanghaju w stosunku do ich kursów z Hongkongu. Ponieważ lokalne giełdy zdominowane są przez drobnych graczy, dla których stanowią one łatwo dostępną wersję ekskluzywnych kasyn w Macao, pierwsza fala wzrostów cen akcji kwotowanych w juanach pobudziła żylkę hazardu i zaczęła się spekulacja na szeroką skalę. Z takiego opisu sytuacji można wyciągnąć dwa wnioski. Po pierwsze, wpływ na realną gospodarkę zarówno wcześniejszych wzrostów, jak i późniejszych spadków powinien być marginalny (udział akcji w oszczędnościach Chińczyków nie jest

znaczący). Po drugie, spadki powinny trwać tak długo, aż zniwelują całość tych kontrowersyjnych wzrostów. Jest to nieuchronna reguła w każdym kasynie – jeśli gracz nie zdążył zawnoczyć odejść od stolika, to w praktyce zwraca (często z nawiązką) wcześniejszą wygraną. Wydarzenia w Szanghaju odbiły się na zdominowanej przez inwestorów zagranicznych giełdzie w Hong Kongu, która praktycznie nie uczestniczyła w spekulacji z pierwszej połowy 2015 roku. Obecnie indeks HSI znajduje się na poziomie z 2012 roku, a tamtejsze spółki zaliczają się do najniżej wycenionych na świecie. Niestety w przypadku Szanghaju nie da się użyć podobnego argumentu, który przemawiałby za zakończeniem spadków. Biorąc pod uwagę powyższe fakty uważam, że choć dalsze niżki na chińskich parkietach są bardzo prawdopodobne, to nie traktowałbym ich jeszcze jako dowodu na rozpoczęcie „chinageddonu”, czyli recesji w Państwie Środka, która niewątpliwie mogłaby stać się powodem bessy na światowych rynkach.

Rzeczywistych skutków na gospodarkę nie wywierają też trudne do zrozumienia manipulacje chińskiego banku centralnego przy mechanizmie ustalania kursu walutowego. W ciągu ostatniego roku juan stracił w relacji do dolara 6%, jednak w porównaniu z szerokim koszykiem walut głównych partnerów handlowych Chin praktycznie nie zmienił wartości. Gdy premier Japonii podjął działania zmierzające do osłabienia jena, to w ciągu pierwszego roku obowiązywania nowej polityki tamtejsza waluta straciła 25-30% wartości. Gdyby więc Chińczykom naprawdę zależało na znacznie słabszej walucie, to z pewnością wykazaliby się większą skutecznością niż w przypadku prób łatania pękniętego balona giełdowych spekulacji.

Wykres 3: Wzrost bańki spekulacyjnej nie był świadectwem siły chińskiej gospodarki, a jej pęknięcie nie musi oznaczać chinageddonu.



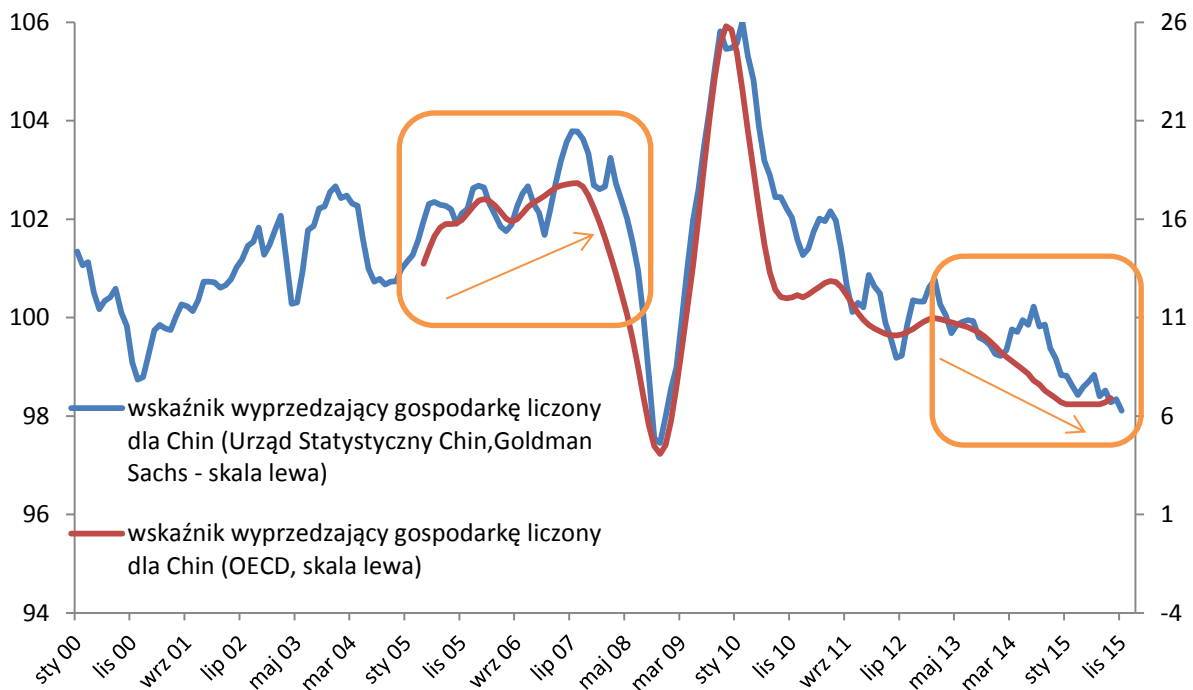
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 4: Nie było gospodarczych podstaw do tworzenia się spekulacyjnej bańki w Chinach, takich jak w ubiegłej dekadzie.



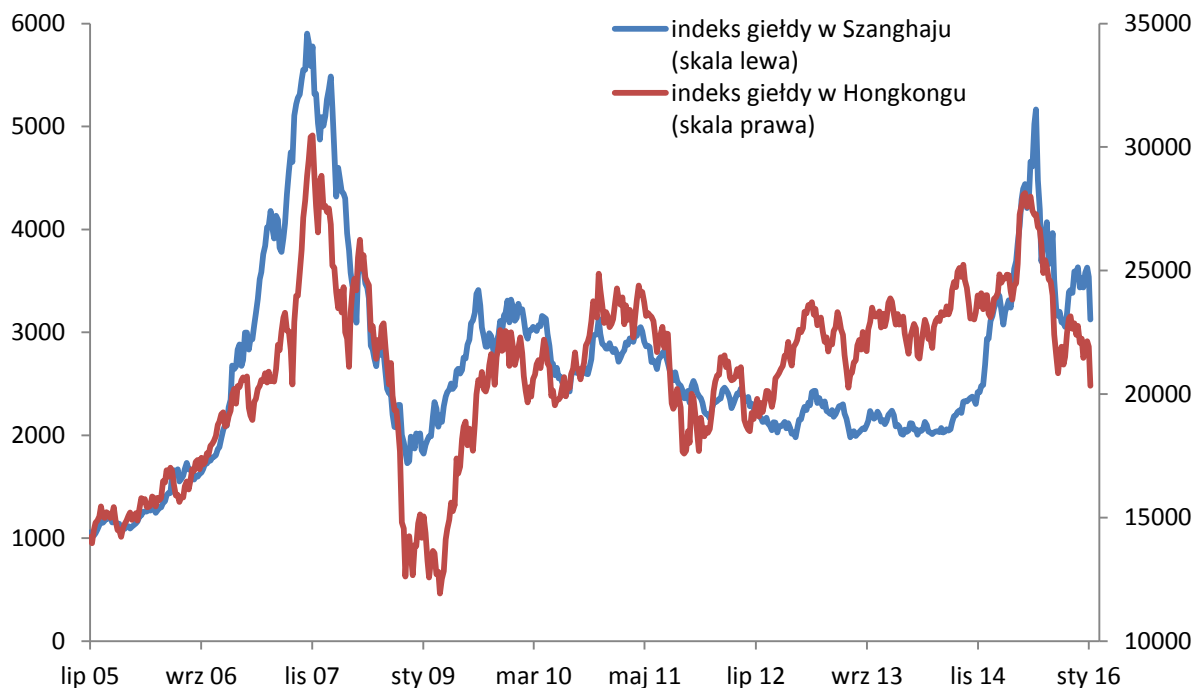
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 5: W czasie hossy z lat 2006-07 dynamika gospodarcza wspierała giełdową spekulację w Chinach. Ubiegłoroczna hossa odbyła się wbrew gospodarce.



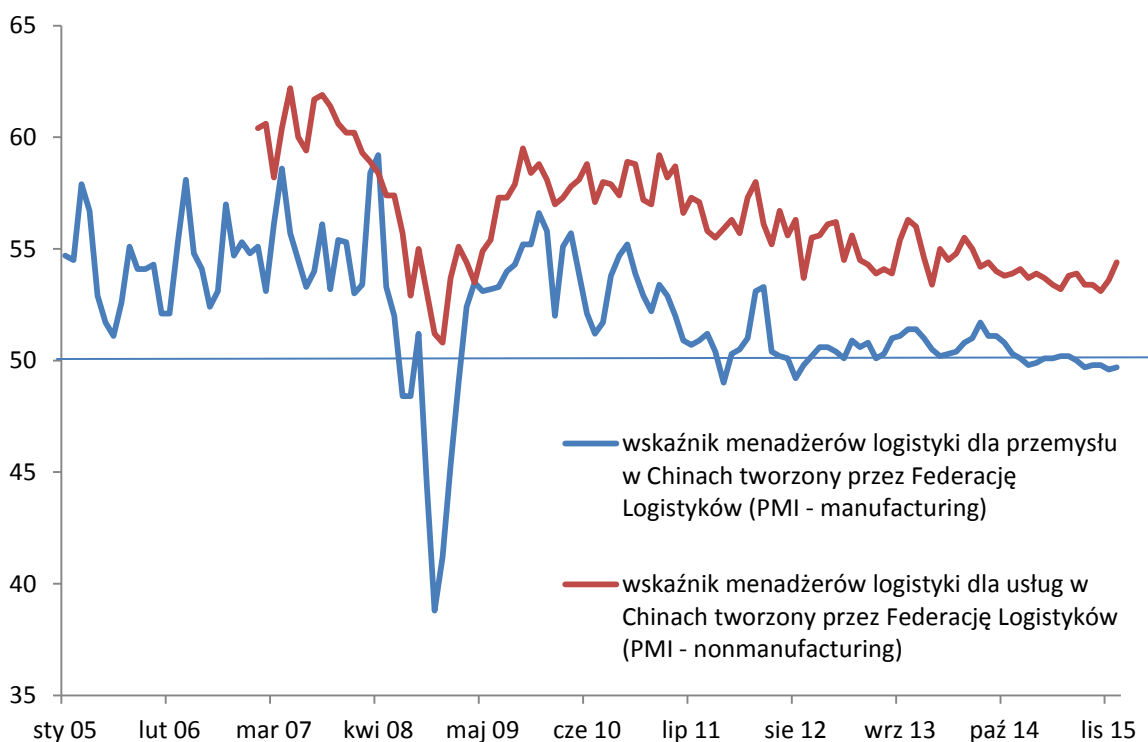
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 6: Giełda w Hongkongu praktycznie nie uczestniczyła w szaleństwie spekulacji. Jednak zniwelowała już wszelkie wzrosty z dużym naddatkiem.



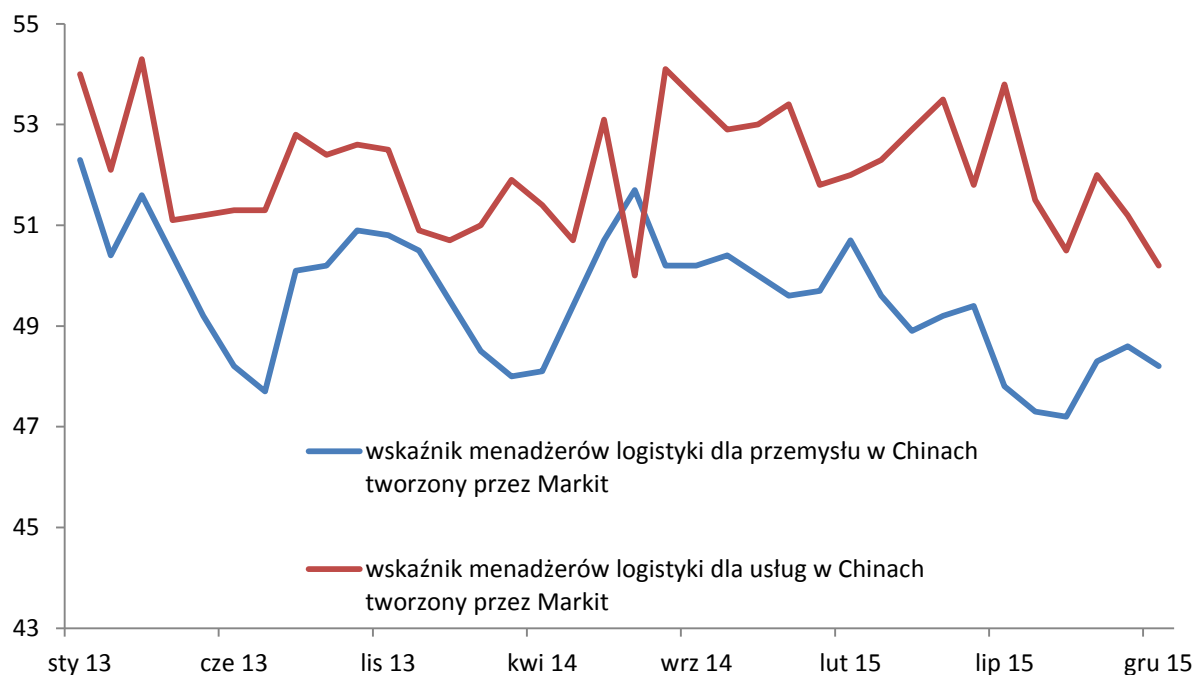
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 7: Chiński przemysł słabnie, ale konsument nie daje za wygraną. Za wcześnie na ogłoszenie chinageddonu.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 8: Chiński przemysł słabnie, ale konsument nie daje za wygraną. Za wcześnie na ogłoszenie chinageddonu.

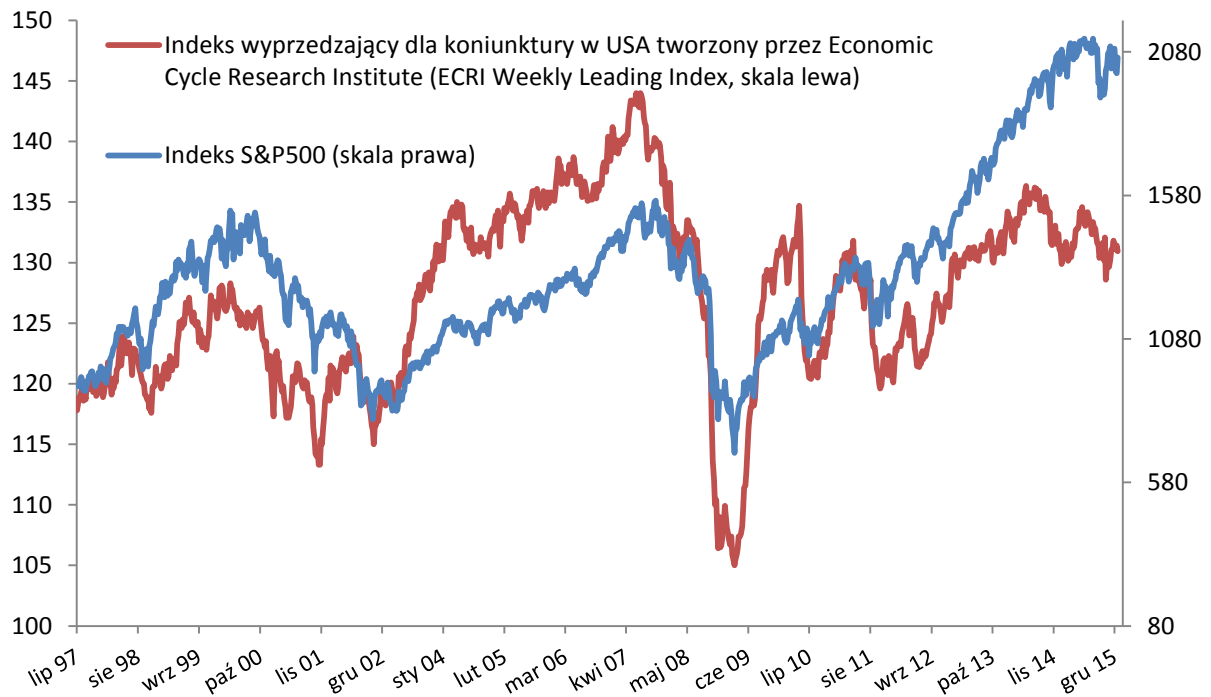


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Jeśli założymy, że wydarzenia w Azji były jedynie katalizatorem dla noworocznej wyprzedaży na globalnych parkietach, to muszą istnieć znacznie bardziej istotne argumenty stojące za wyraźną słabością akcji notowanych na Wall Street. Jeszcze pod koniec 2014 roku nie było żadnych przesłanek sugerujących nadejście recesji w Stanach Zjednoczonych i zakończenie trwającego od lat trendu wzrostowego na Wall Street. Niestety w ubiegłym roku ten stan rzeczy zaczął powoli się zmieniać.

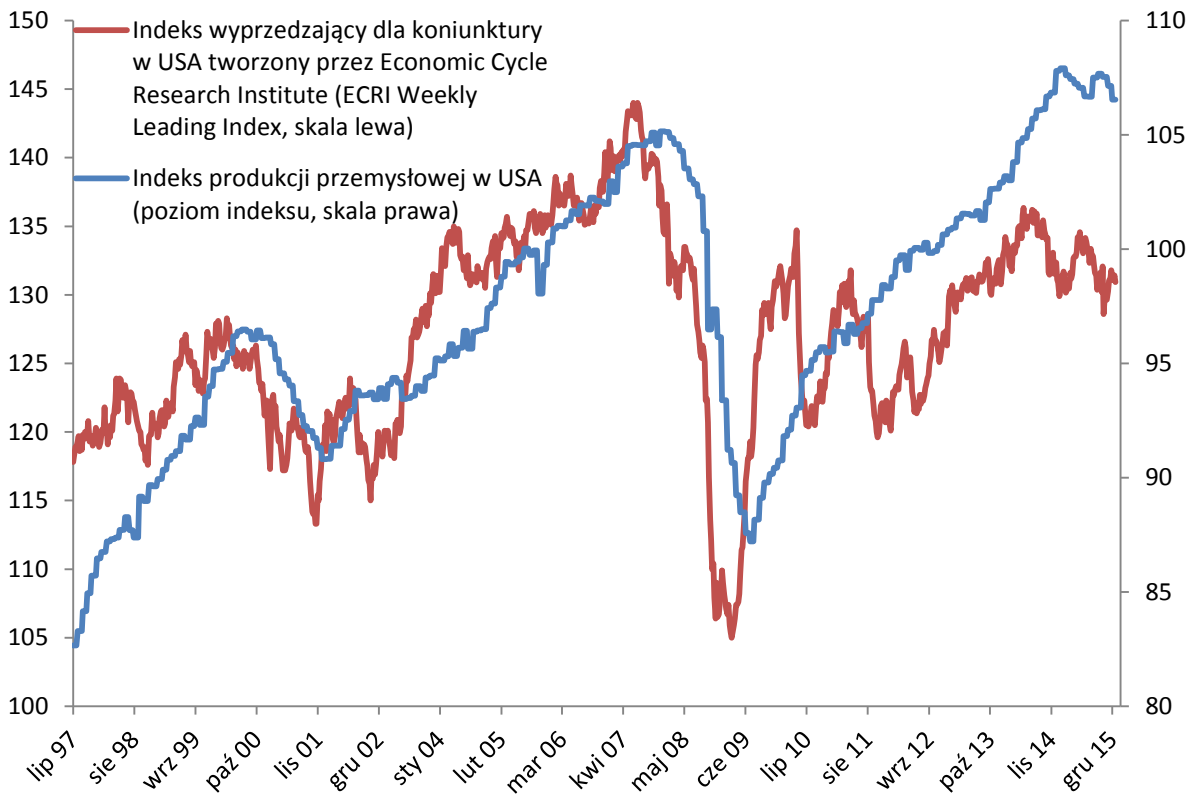
Sygnatów świadczących o problemach z dalszą ekspansją amerykańskiej gospodarki jest coraz więcej i nie da się przejść nad nimi do porządku dziennego. Żółtą kartkę amerykańskiej hossie pokazuje od pewnego czasu rynek obligacji korporacyjnych (wykresy 9-13). Gwałtowny wzrost rentowności oraz marż obligacji typu *high yield* względem papierów skarbowych był nieodłącznym elementem każdej bessy i recesji. Ostatnie tygodnie minionego roku przyniosły dalsze rozszerzenie marż, zanik płynności i w efekcie upadek dwóch dużych funduszy zagranicznych agresywnie operujących na rynku obligacji „śmieciowych”. Takie wydarzenia przywołują w pamięci zamknięcie w lipcu 2007 roku dwóch funduszy hedgingowych należących do Bear Stearns, które stało się początkiem prawdziwych problemów na światowych giełdach.

Wykres 9: Wskaźnik wyprzedzający ECRI na tle indeksu S&P500.



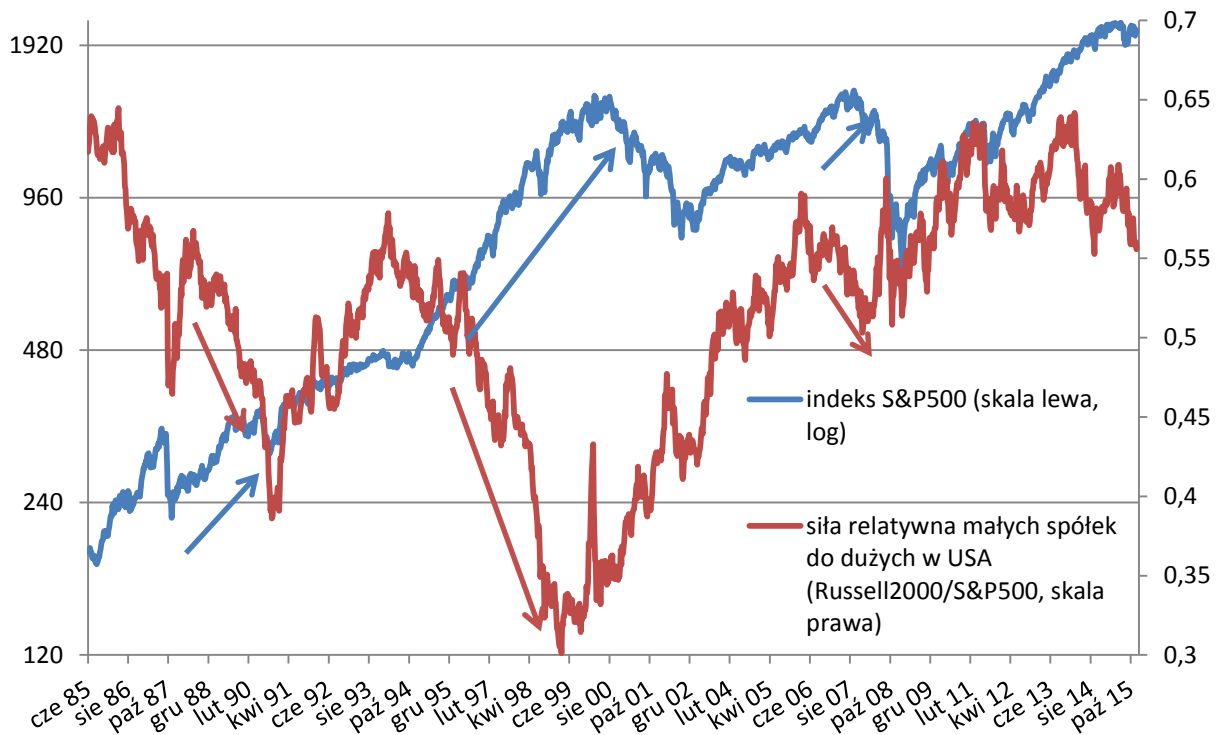
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 10: Wskaźnik wyprzedzający ECRI na tle indeksu produkcji przemysłowej.



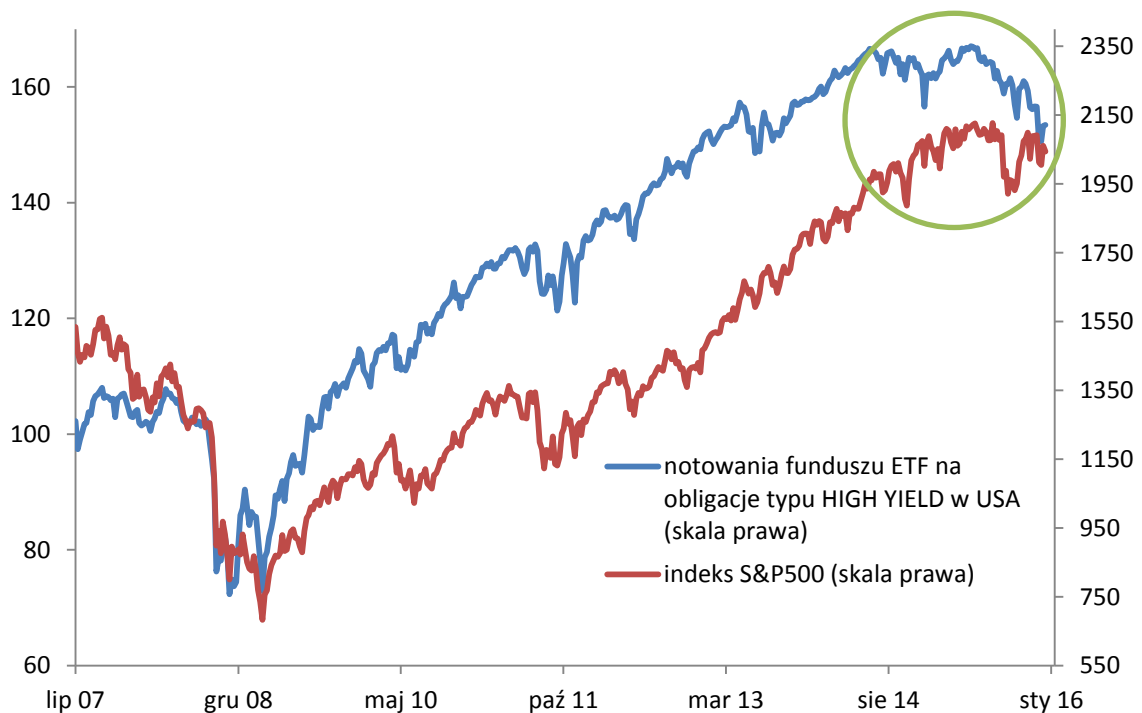
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 11: Słabość małych spółek w USA, może świadczyć o słabości całego rynku byka.



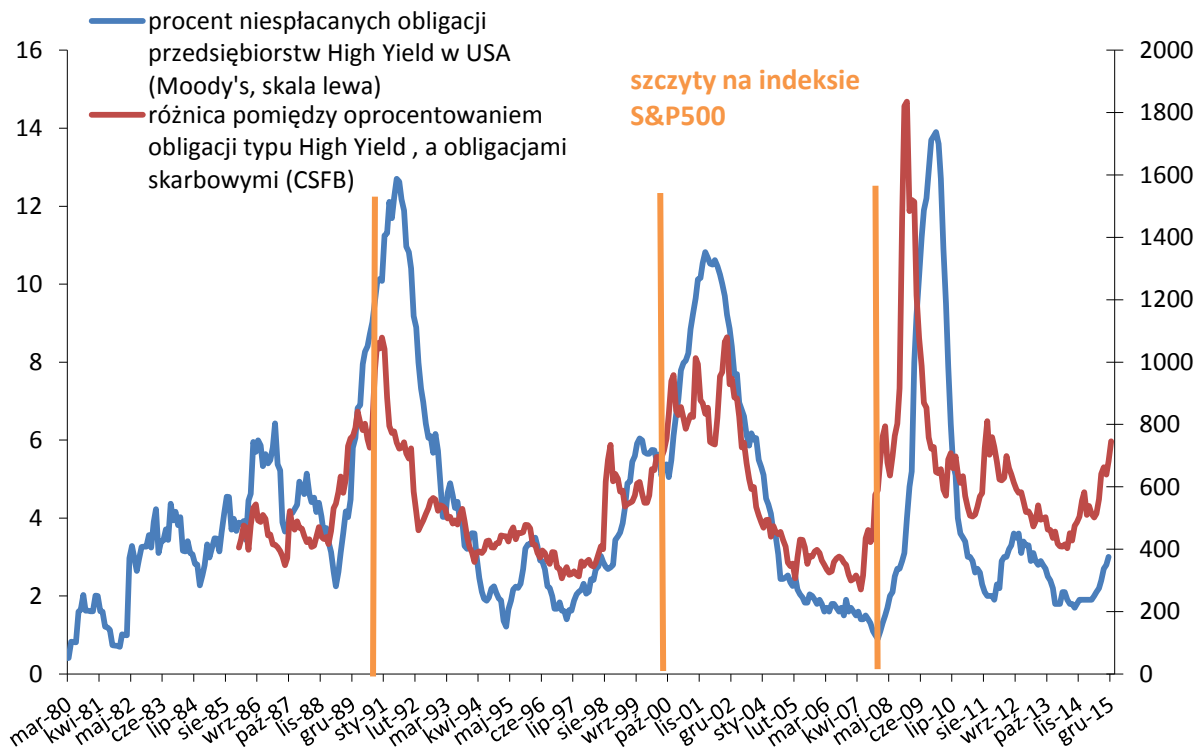
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 12: Silne spadki na obligacjach korporacyjnych typu High Yield to żółta kartka dla rynku akcji w USA.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 13: Zachowanie rynku obligacji korporacyjnych często wyprzedza trendy na indeksach akcji.

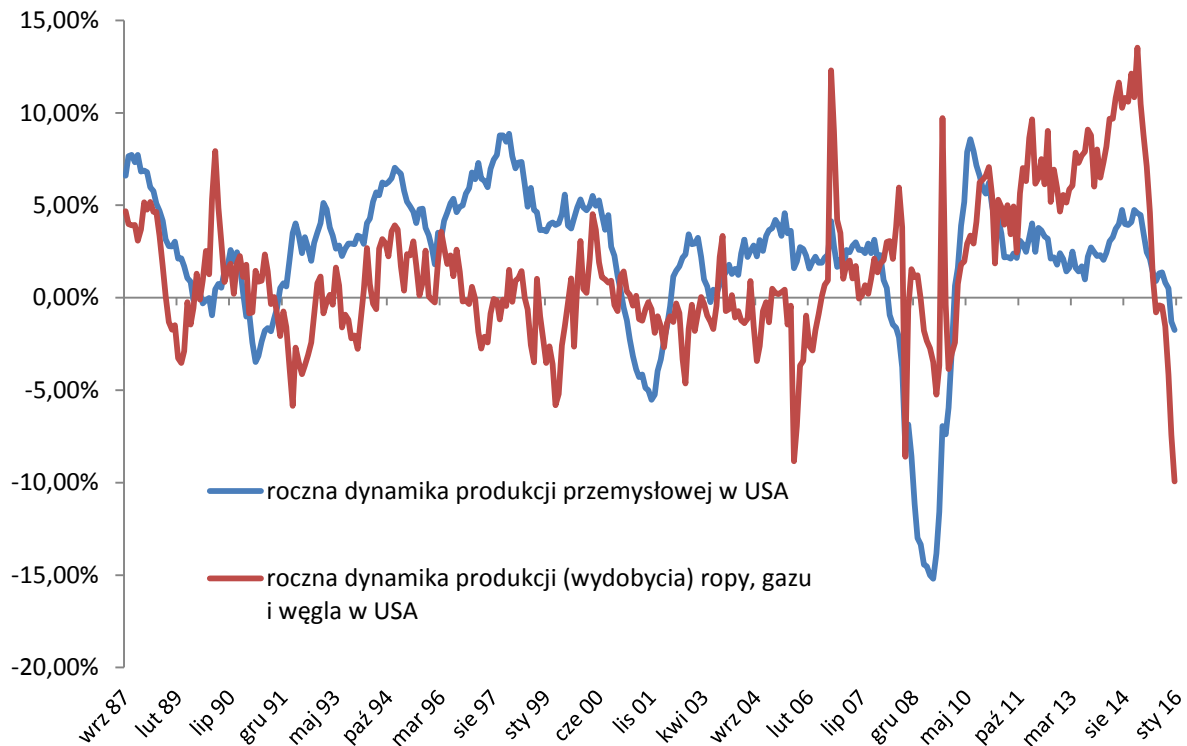


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

W przypadku amerykańskiej gospodarki coraz bardziej wyraźna jest słabość przemysłu. Jej przyczyn należy szukać w trwającym od połowy 2014 roku spadku cen ropy i gazu przekładającym się na pogarszającą się kondycję sektora związanego z wydobywaniem ropy i gazu z łupków. Przy cenie ropy 50-60 dolarów za baryłkę sytuacja była trudna, ale wpływała „jedynie” na obniżenie zyskowności firm. Cena 30 dolarów za baryłkę oznacza już jednak widmo bankructwa. Ponieważ ta gałąź amerykańskiej gospodarki odpowiada za kilkanaście procent produkcji przemysłowej i wywiera istotny wpływ na kilka innych segmentów (jak np. transport), jej pogarszająca się kondycja coraz bardziej podkopuje resztę gospodarki.

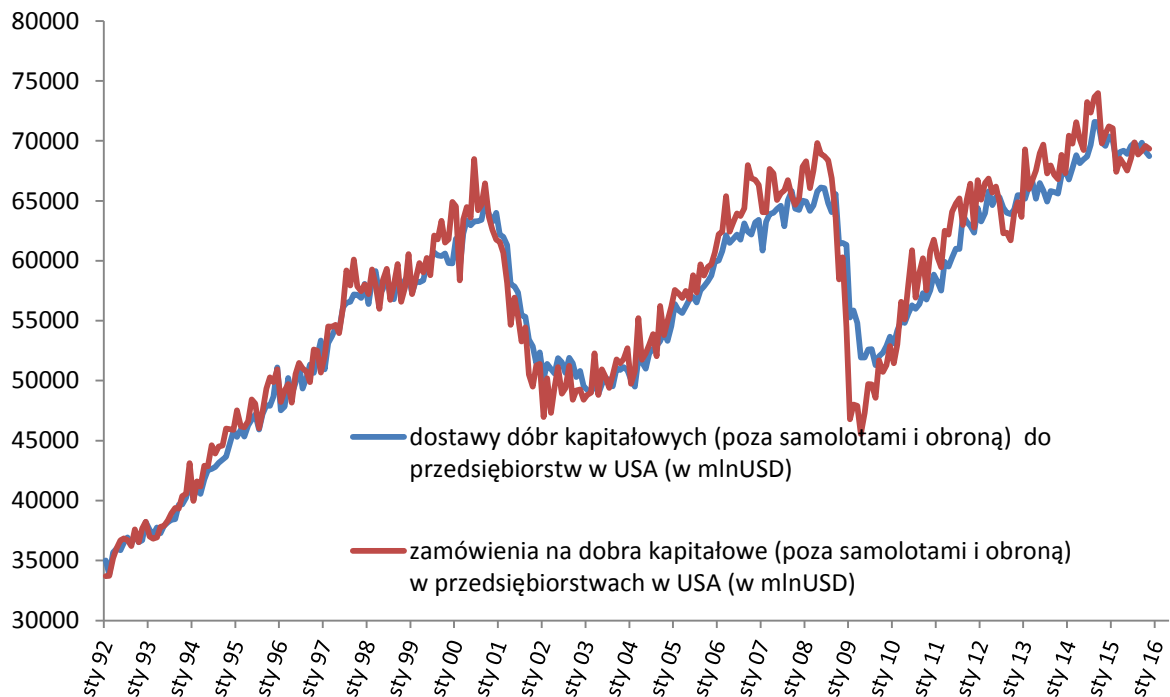
Sklonność firm do ekspansji poprzez zwiększanie mocy produkcyjnych, czy eksploatowanie nowych złóż gwałtownie zmalała. W rezultacie wyraźnie przyhamował przyrost nakładów inwestycyjnych na nieruchomości przemysłowe oraz maszyny i urządzenia, czyli szeroko pojęte dobra kapitałowe. Gdyby stan amerykańskiej gospodarki oceniać jedynie przez pryzmat branż związanych z koniunkturą na rynku surowców, to nadejście recesji byłoby nieuchronne, a prognoza dla rynku akcji jednoznaczna. Odnotowane ostatnio w Stanach ujemne dynamiki produkcji przemysłowej oraz wskaźnik PMI dla przemysłu poniżej 50 punktów towarzyszyły pierwszym fazom obu rynków niedźwiedzia z poprzedniej dekady (wykresy 14-20).

Wykres 14: Załamanie w branży wydobywania ropy i gazu jako główna przyczyna słabości przemysłu w USA.



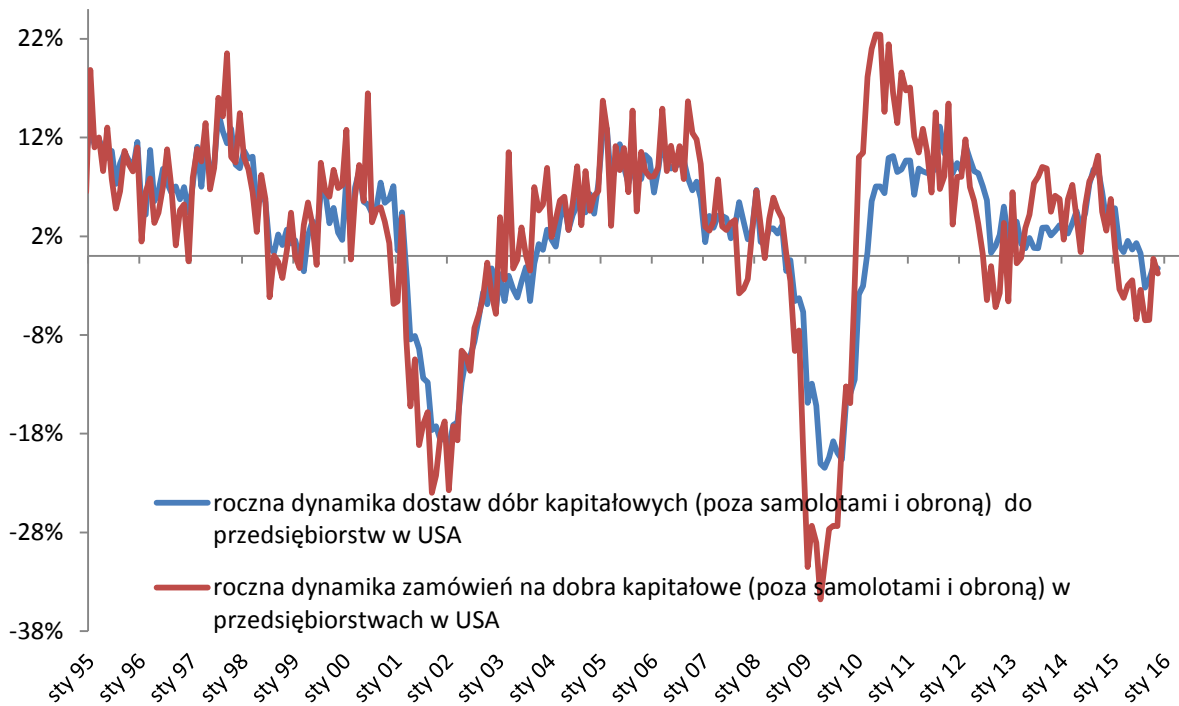
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 15: Słabość przemysłu wpływa na słabość inwestycji i nakładów na dobra kapitałowe.



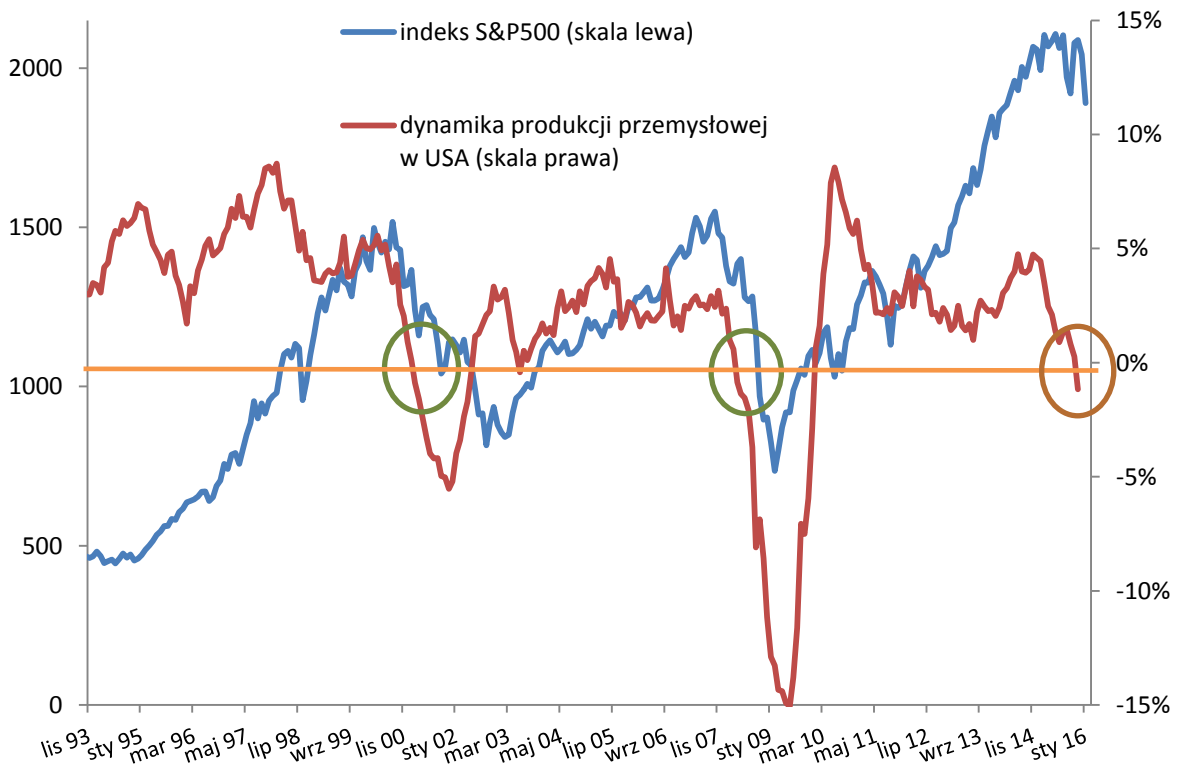
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 16: Słabość przemysłu wpływa na słabość inwestycji i nakładów na dobra kapitałowe.



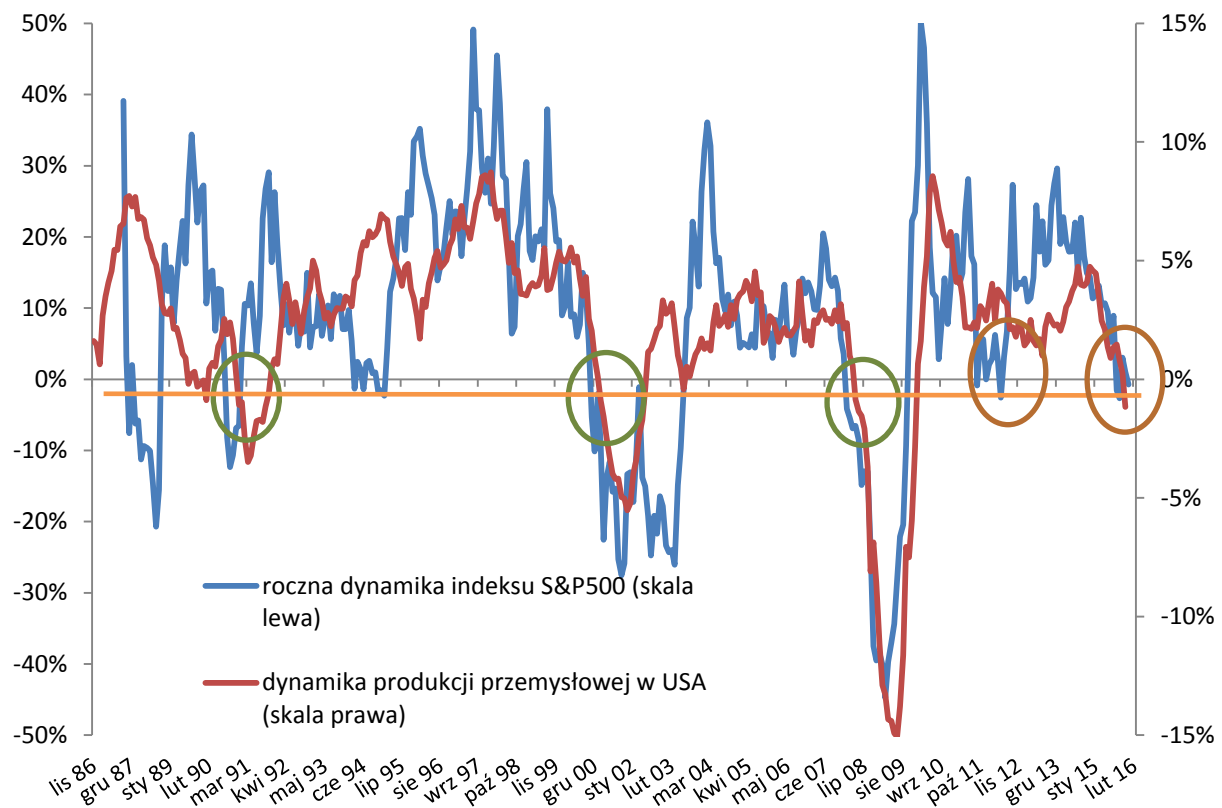
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 17: Ujemna dynamika produkcji przemysłowej w USA zagrożeniem dla indeksu S&P500.



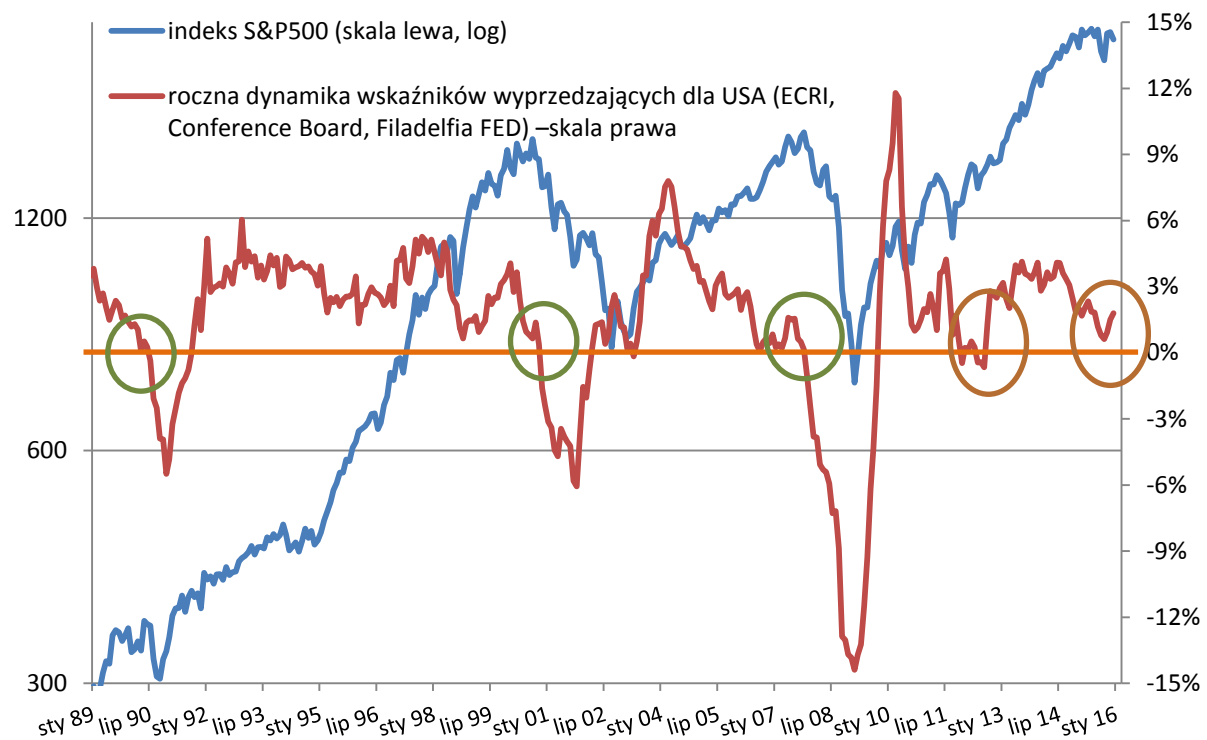
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 18: Dynamika produkcji przemysłowej w USA na tle dynamiki indeksu S&P500.



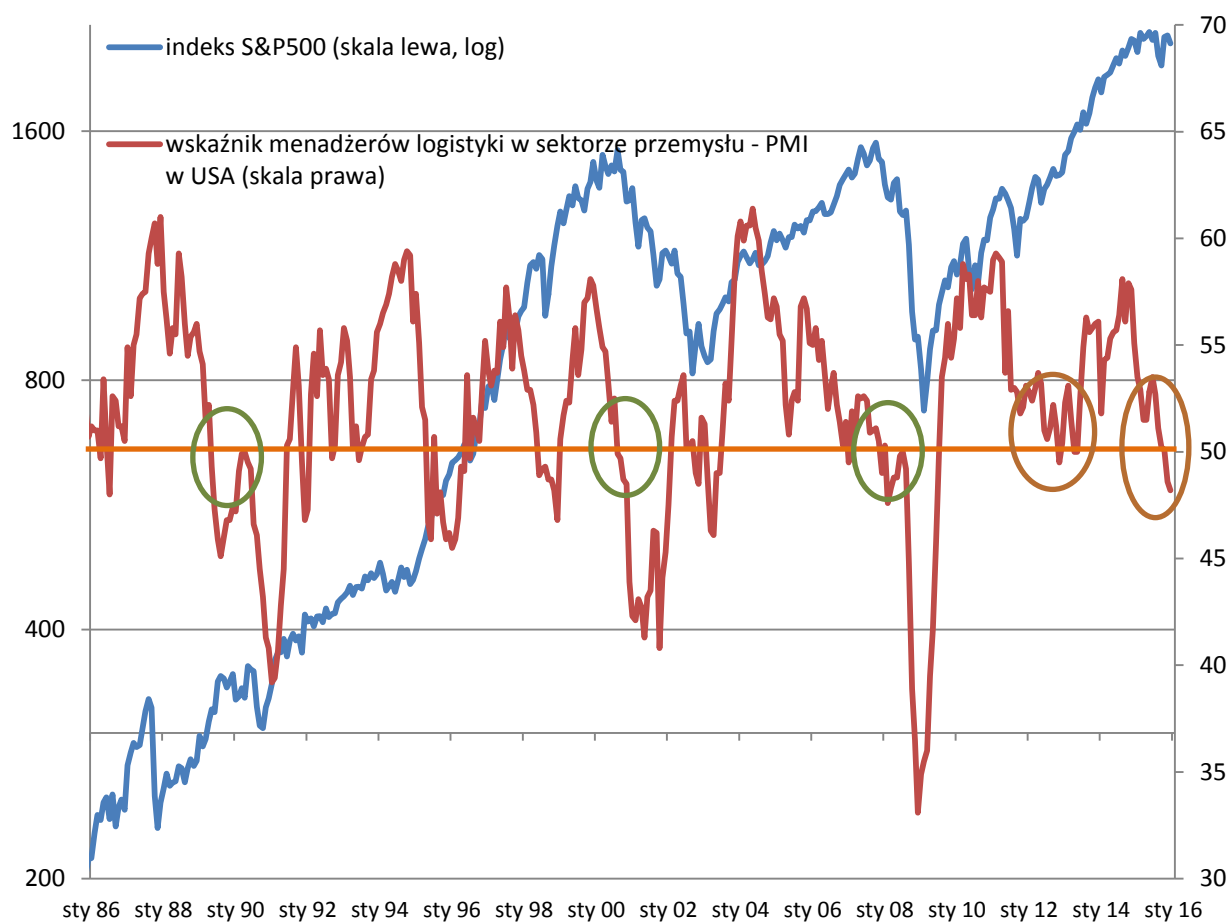
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 19: Wskaźniki wyprzedzające w USA na tle indeksu S&P500.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

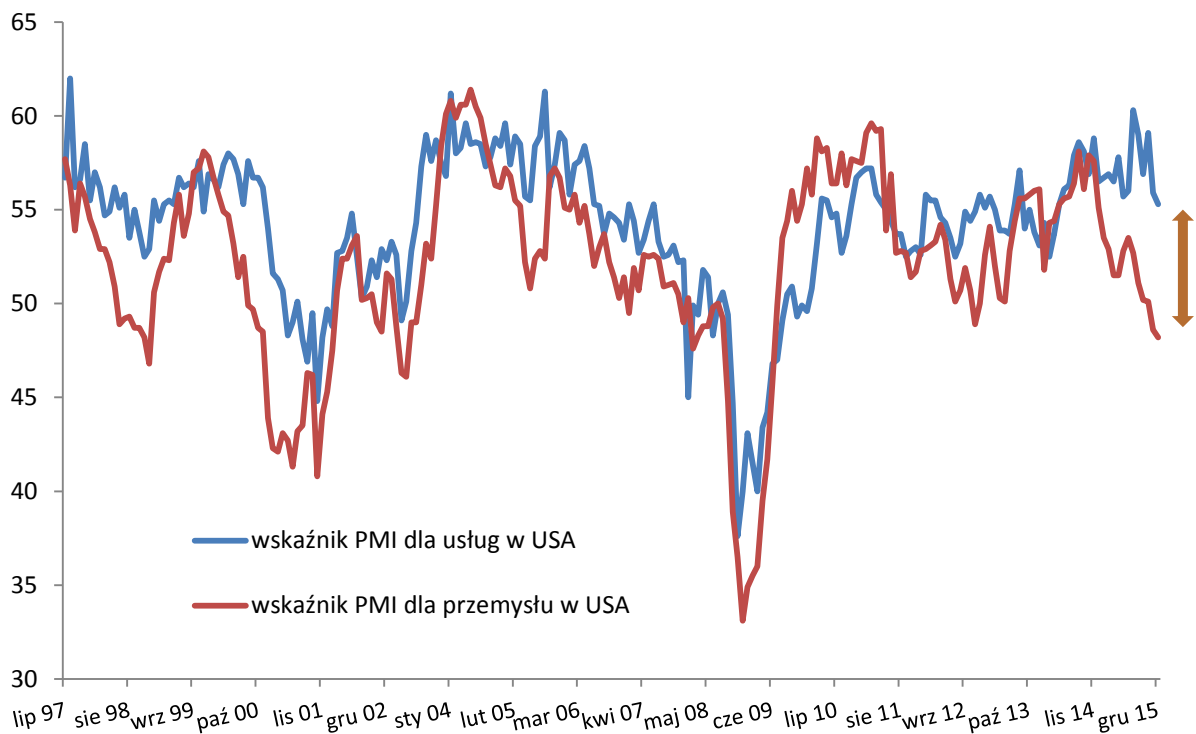
Wykres 20: Wskaźnik PMI na tle indeksu S&P500. Kolejna żółta kartka dla rynku akcji w USA.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

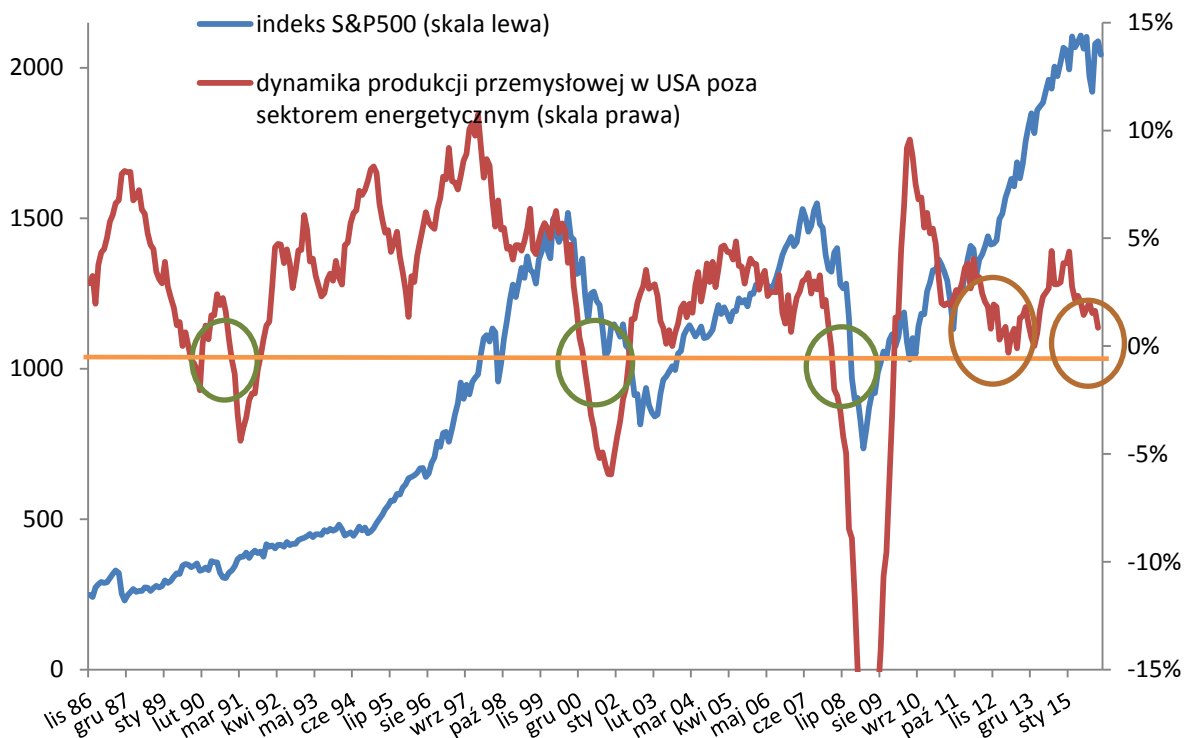
Gdy jednak spojrzymy na amerykańską gospodarkę wyłączając sektory uzależnione od cen różnych surowców, to jej stan wydaje się lepszy niż w okresach rozpoczęcia dekonunktury pod koniec 2000, czy 2007 roku. Po wyłączeniu branży energetycznej, przemysł powoli, ale w dalszym ciągu rośnie. Po uwzględnieniu deflacji sprzedaż detaliczna również jest coraz wyższa, podbudowywana relatywnie dużym zatrudnieniem, wzrostem płac i wysokim poziomem zaufania wśród konsumentów. W efekcie występuje wyraźny rozdźwięk między wciąż silną konsumpcją i inwestycjami mieszkaniowymi, a słabością przemysłu i nakładów kapitałowych. Widać to wyraźnie, gdy zestawimy wskaźniki PMI liczone dla przemysłu i sektora usług (wykresy 21-38). W takich warunkach twierdzenie, że recesja czai się tuż za rogiem wydaje się wciąż jeszcze przejawem zbytniego pesymizmu.

Wykres 21: Przemysł osłabł, ale konsument trzyma się mocno. Co przeważy?



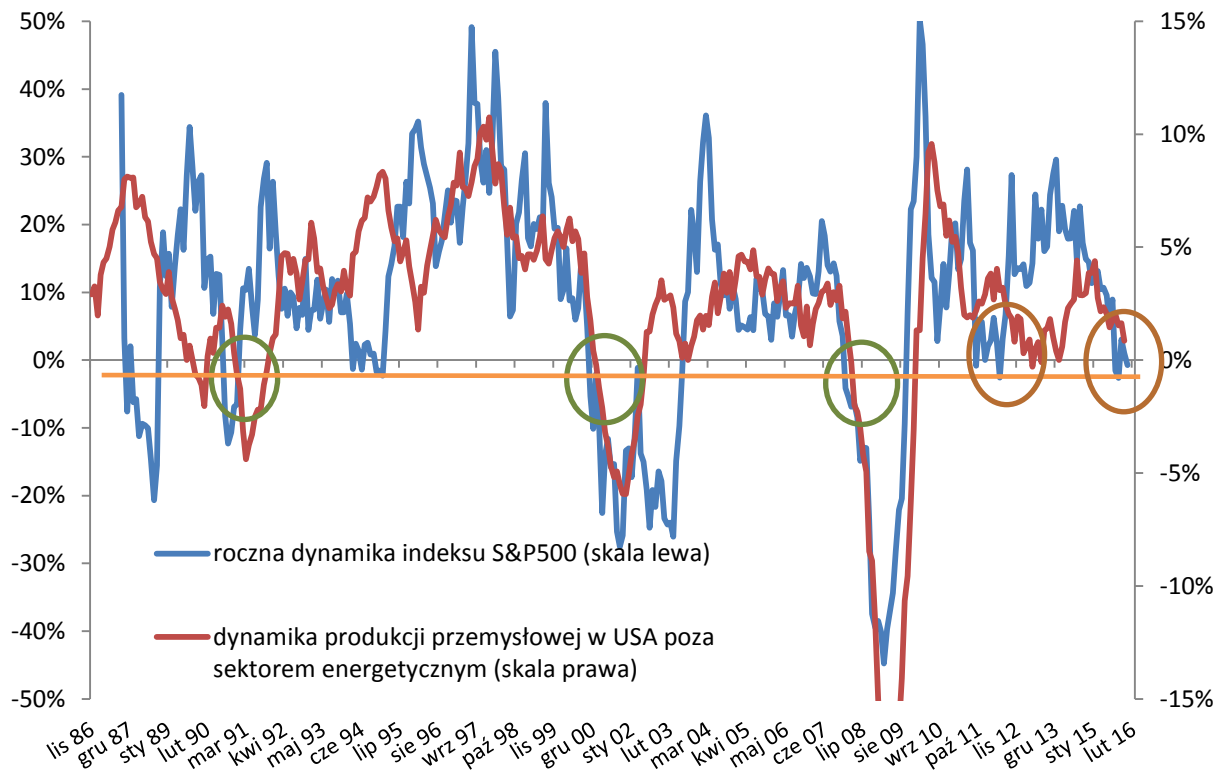
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 22: Dynamika produkcji przemysłowej (bez branży „łupkowej”) w USA na tle indeksu S&P500.



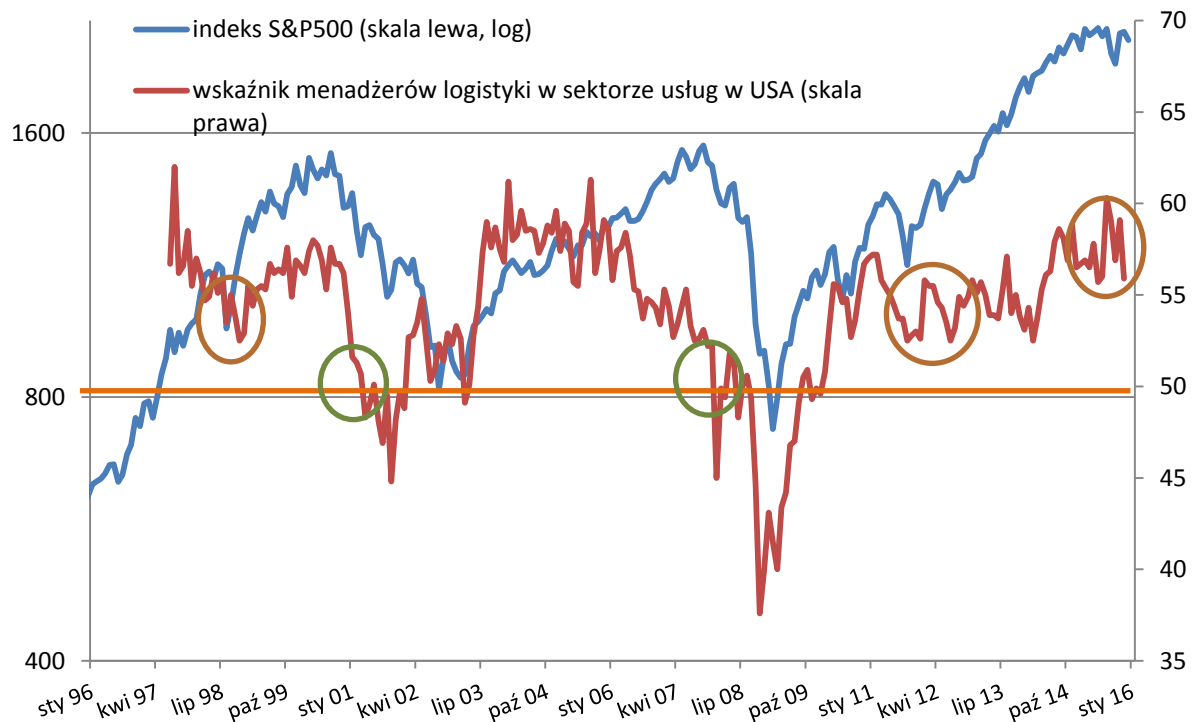
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 23: Dynamika produkcji przemysłowej (bez branży „łupkowej”) w USA na tle dynamiki indeksu S&P500.



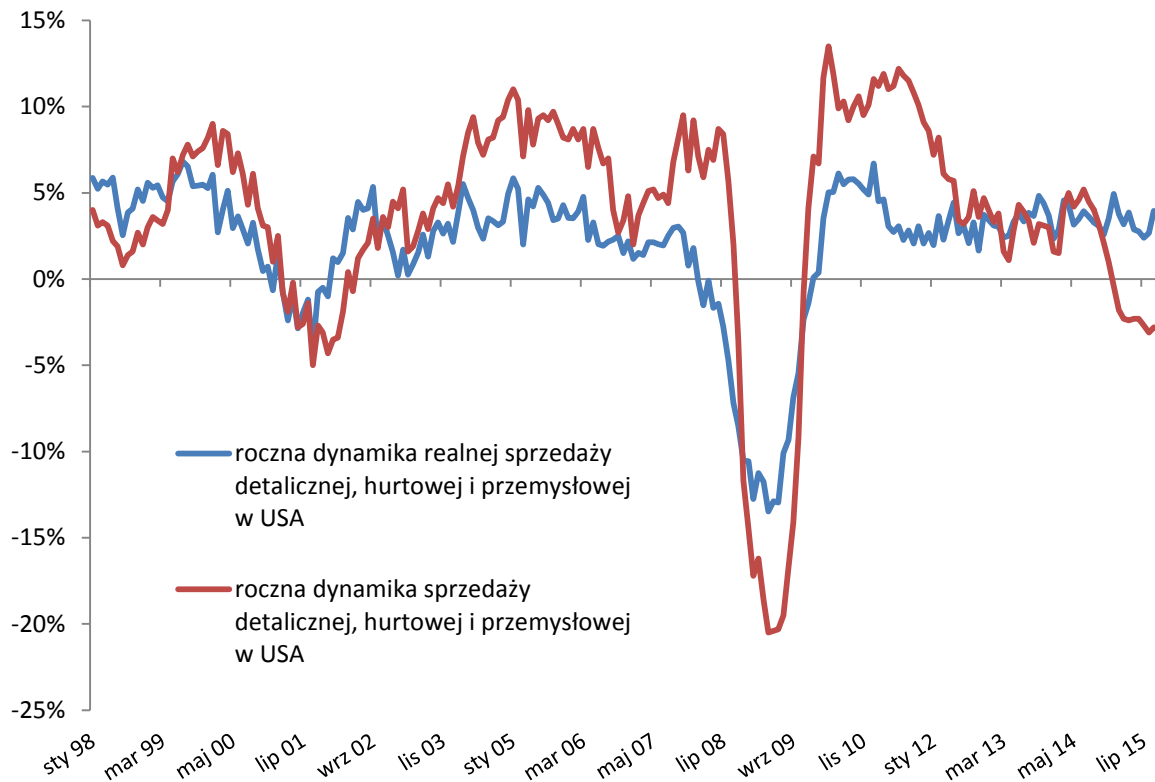
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 24: Wskaźnik PMI dla sektora usług na tle indeksu S&P500.



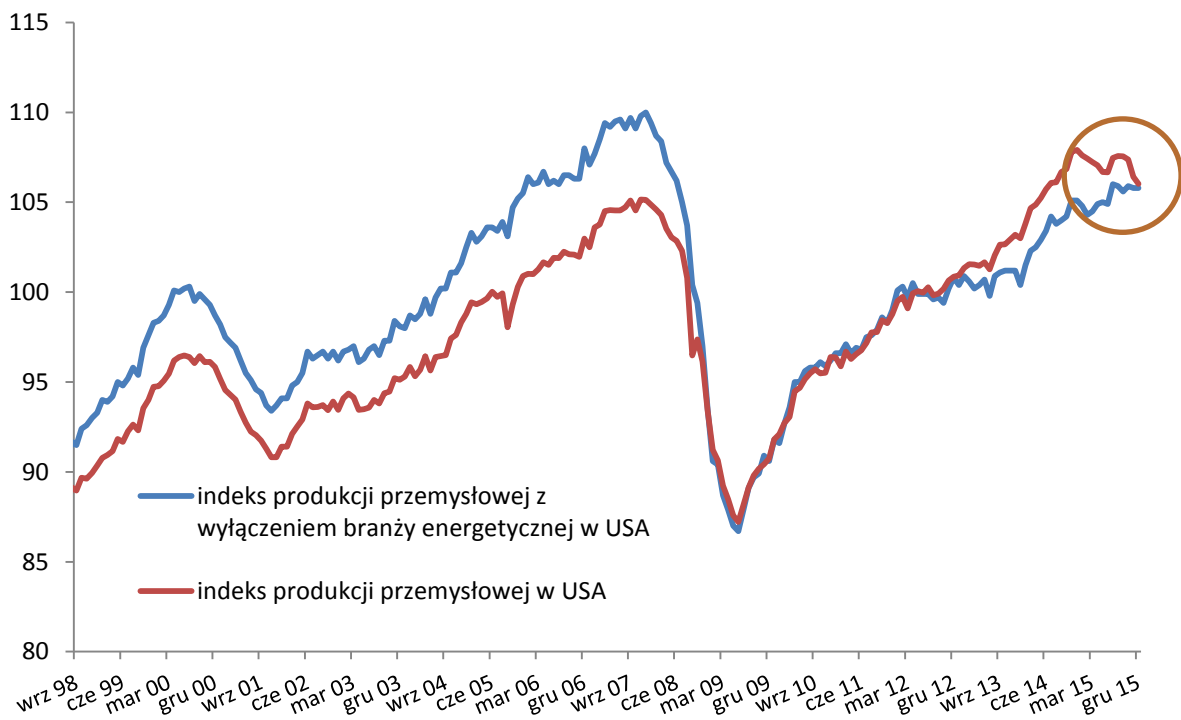
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 25: Deflacja zaburza rzeczywisty obraz gospodarki. Konsumpcja wciąż się trzyma.



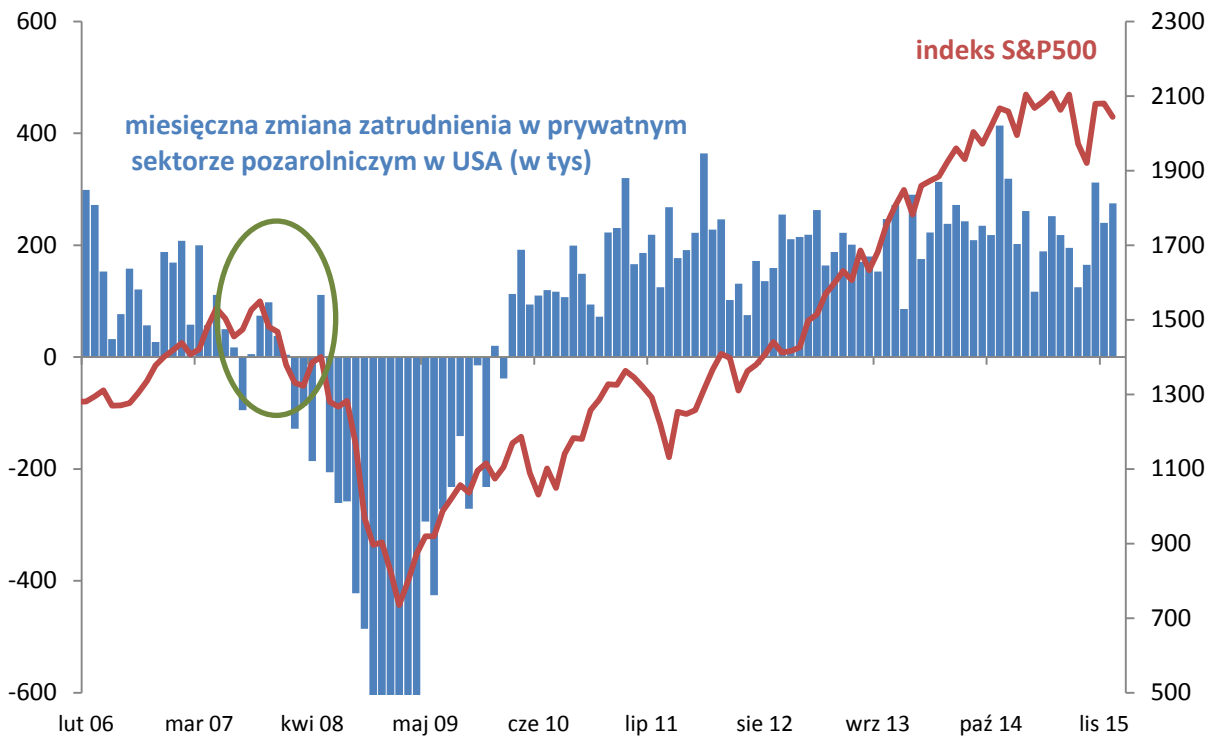
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 26: Indeks produkcji przemysłowej w USA również z wyłączeniem branży energetycznej.



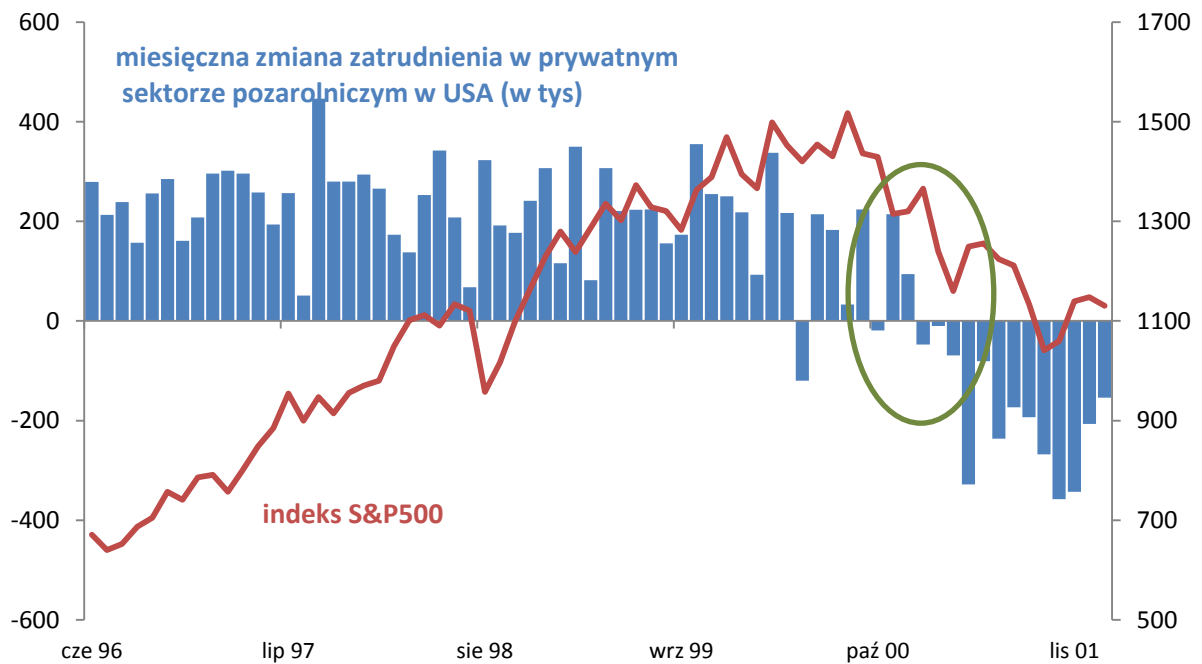
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 27: Przyrost zatrudnienia jest ciągle imponujący. Jeśli USA wchodzą w recesję już w drugim kwartale będziemy widzieć znaczne pogorszenie.



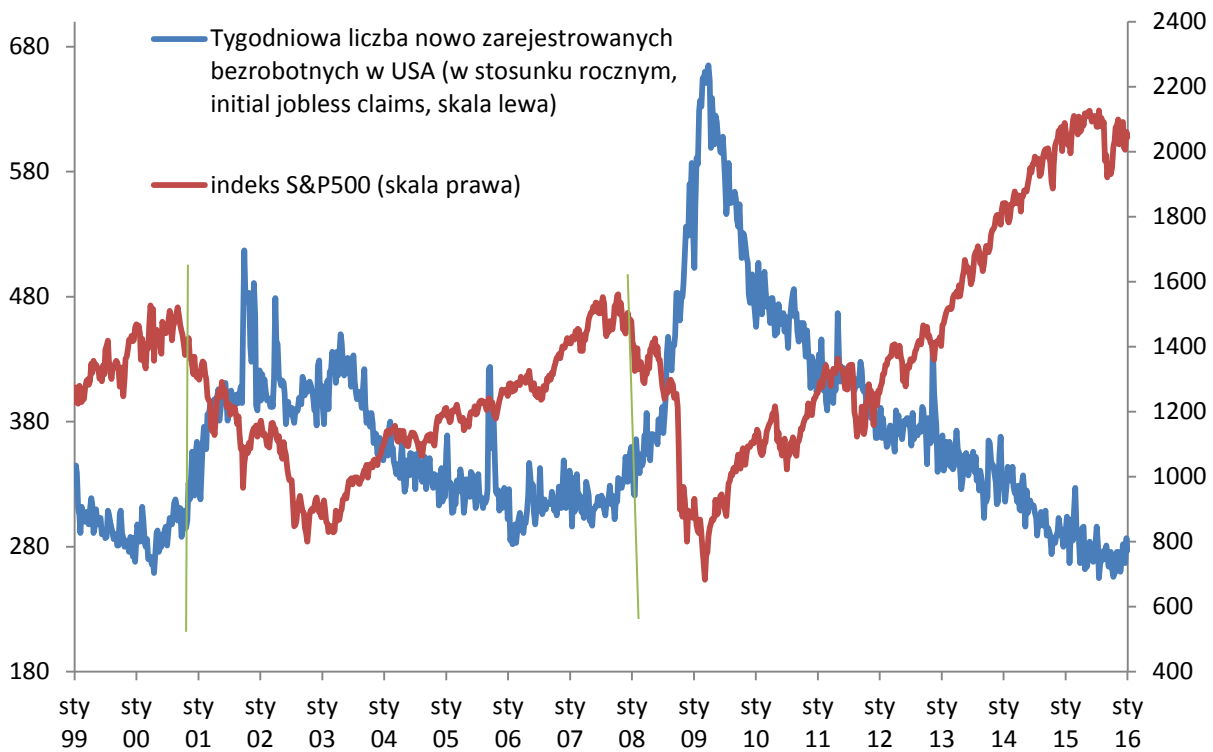
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 28: Wzrost zatrudnienia jest wskaźnikiem opóźnionym, ale tylko o kilka miesięcy względem rynku akcji.



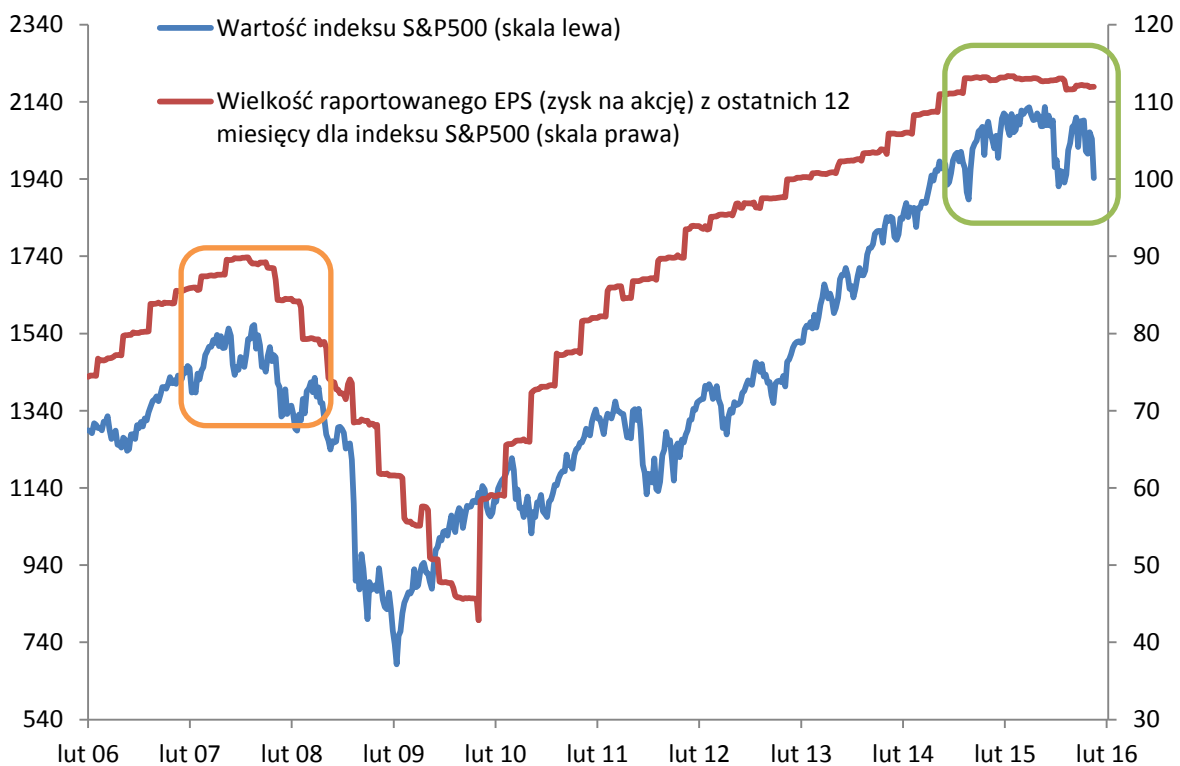
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 29: Wzrost liczby bezrobotnych zaczyna być widoczny już na początku recesji i bessy.



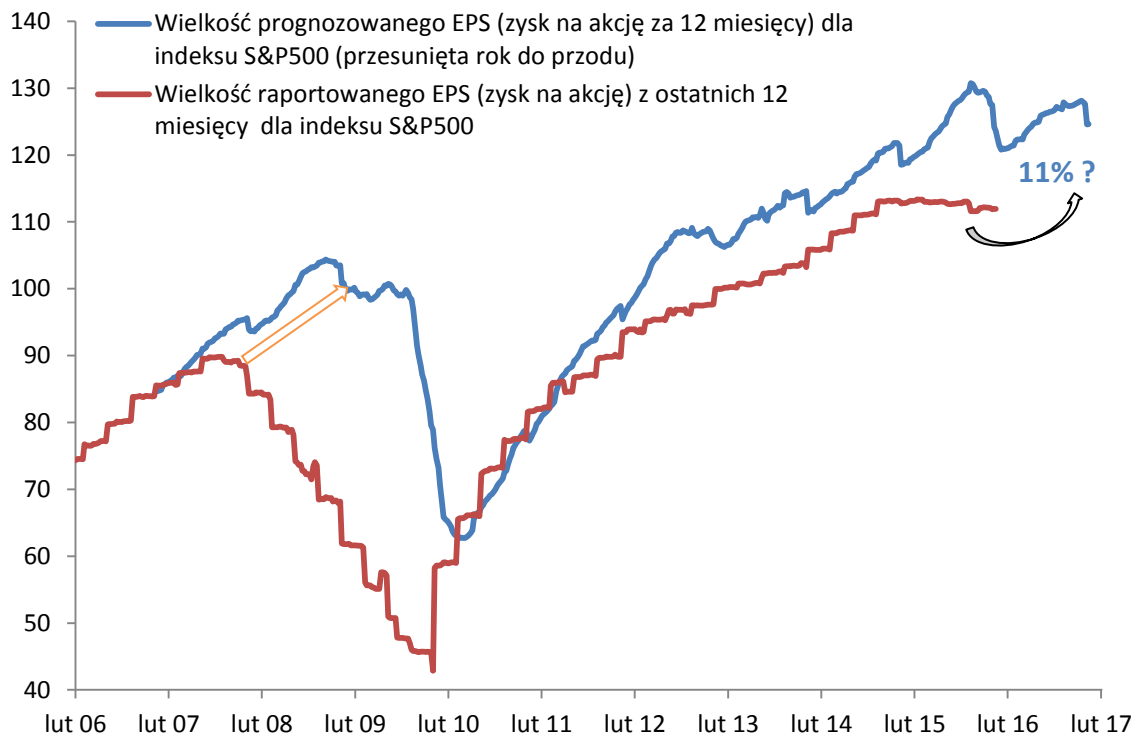
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 30: Zyski spółek przestały rosnąć. Indeks S&P 500 znalazł się na rozdrożu.



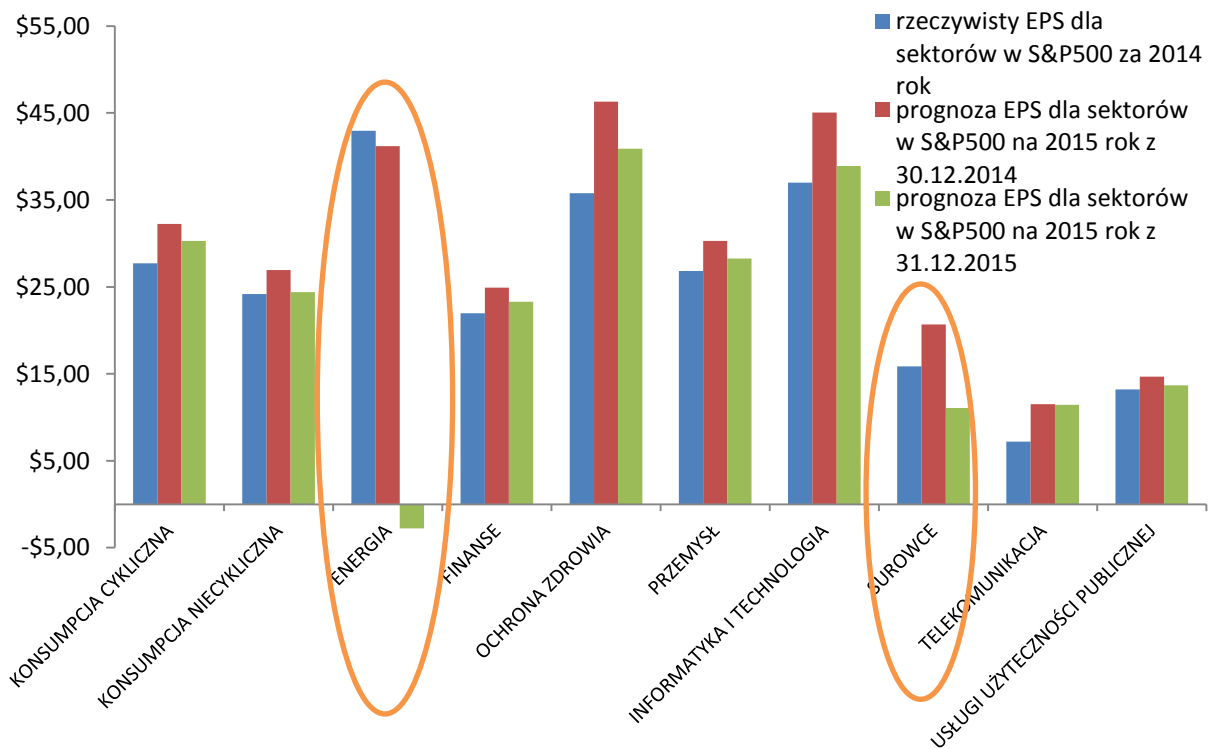
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 31: Analitycy spodziewają się 11% wzrostu zysków w USA. Jak co roku.



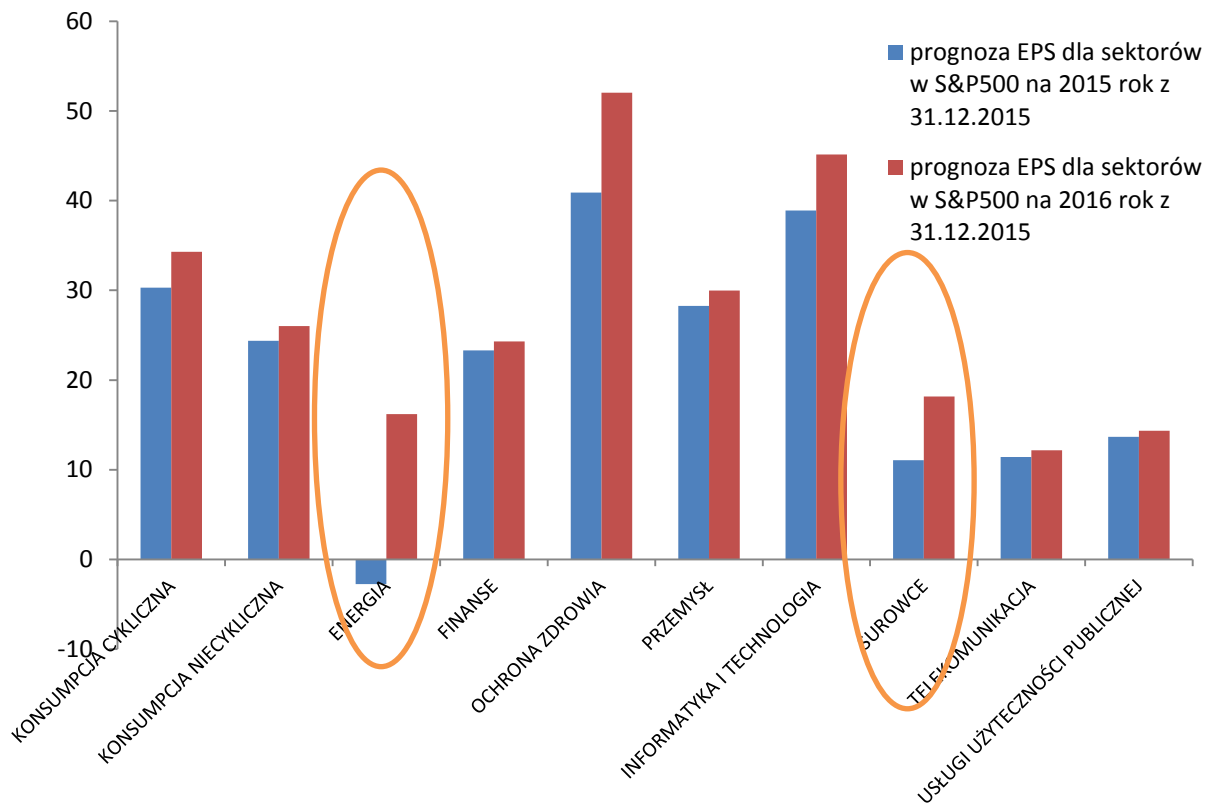
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 32: W gruncie rzeczy tylko dwa sektory w USA pokazały w ubiegłym roku zyski gorsze niż w 2014 roku.



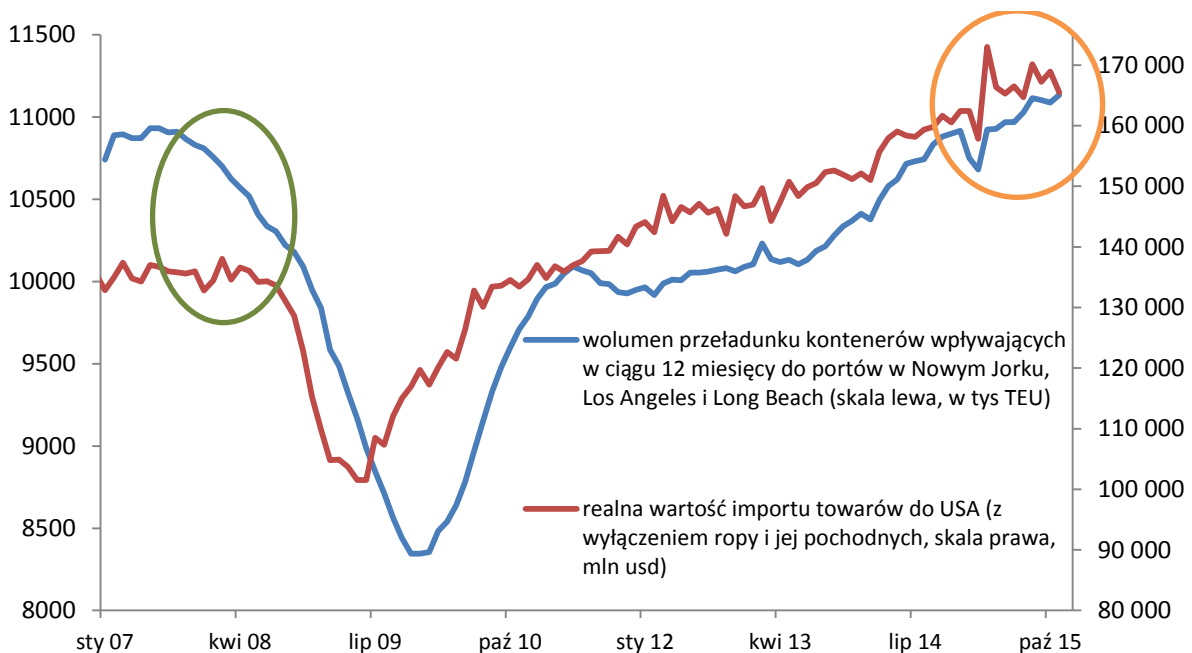
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 33: Analitycy przewidują znaczną poprawę zysków w sektorze energetycznym i surowcowym. Przy obecnych cenach surowców jest to mało prawdopodobny scenariusz.



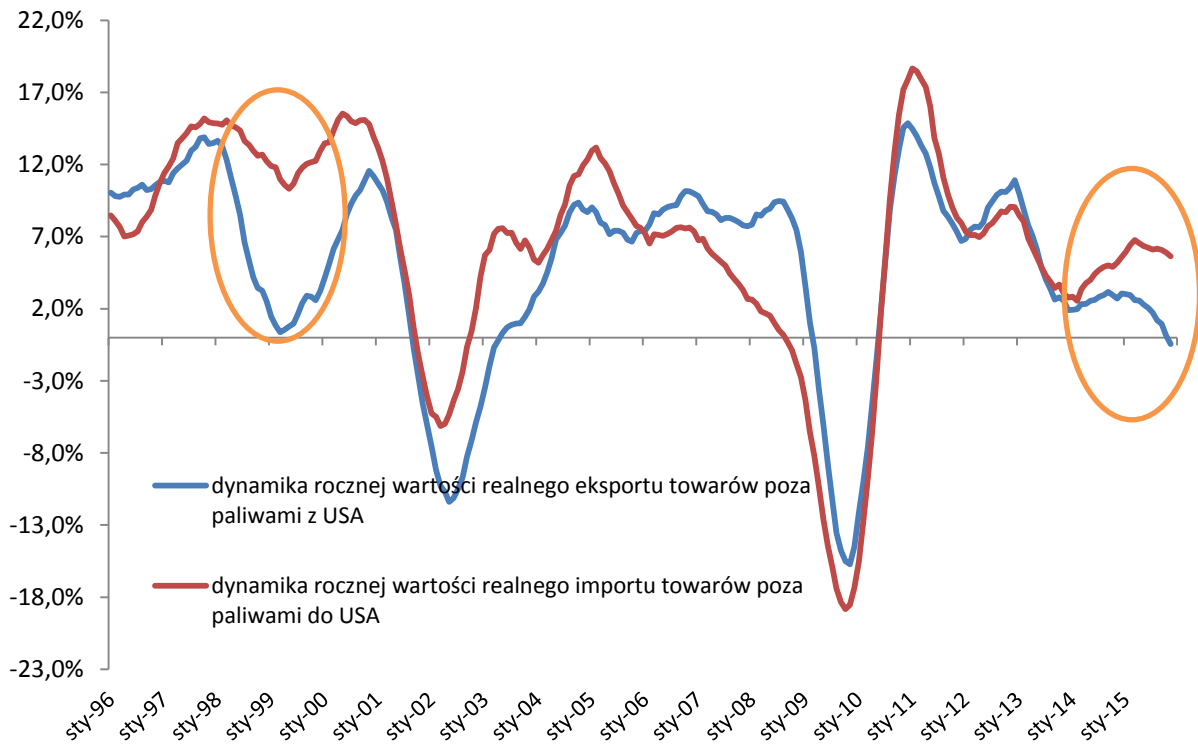
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 34: Amerykański konsument nadal kupuje zagraniczne towary. Inaczej niż w trakcie poprzedniej recesji.



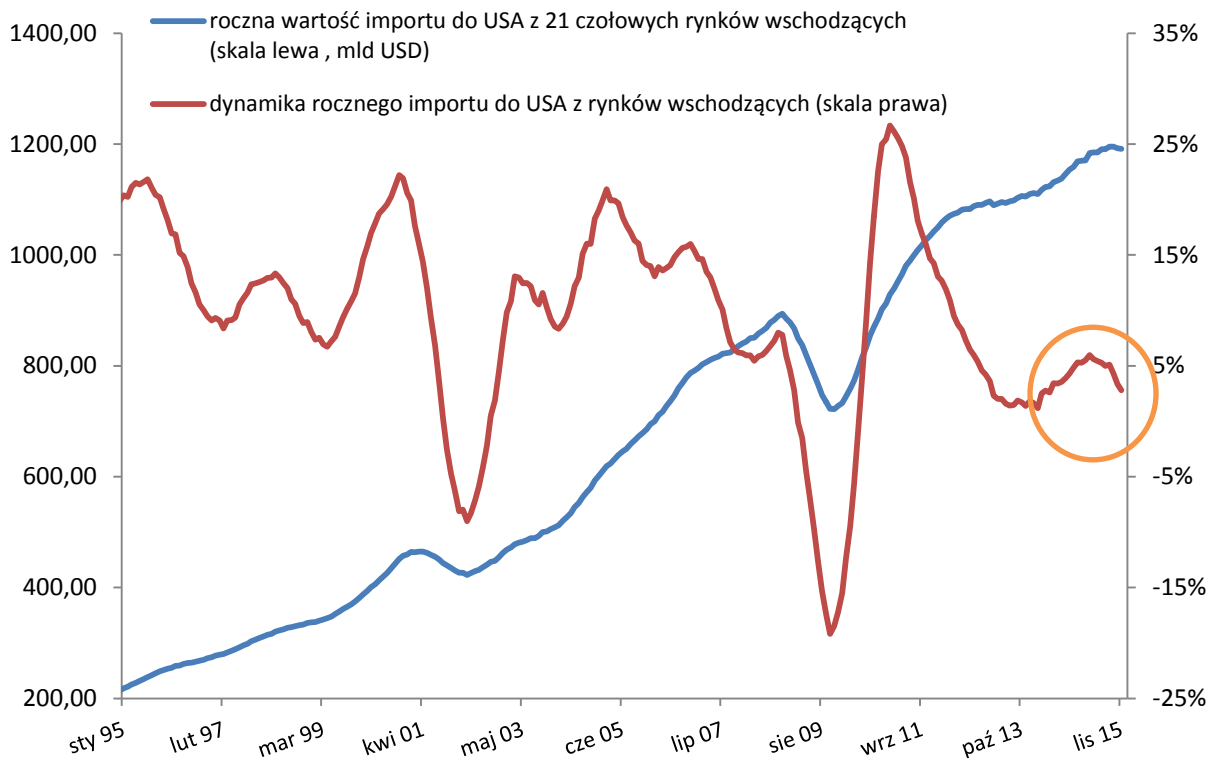
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 35: Eksport z USA słabnie, ale import trzyma się dzielnie.



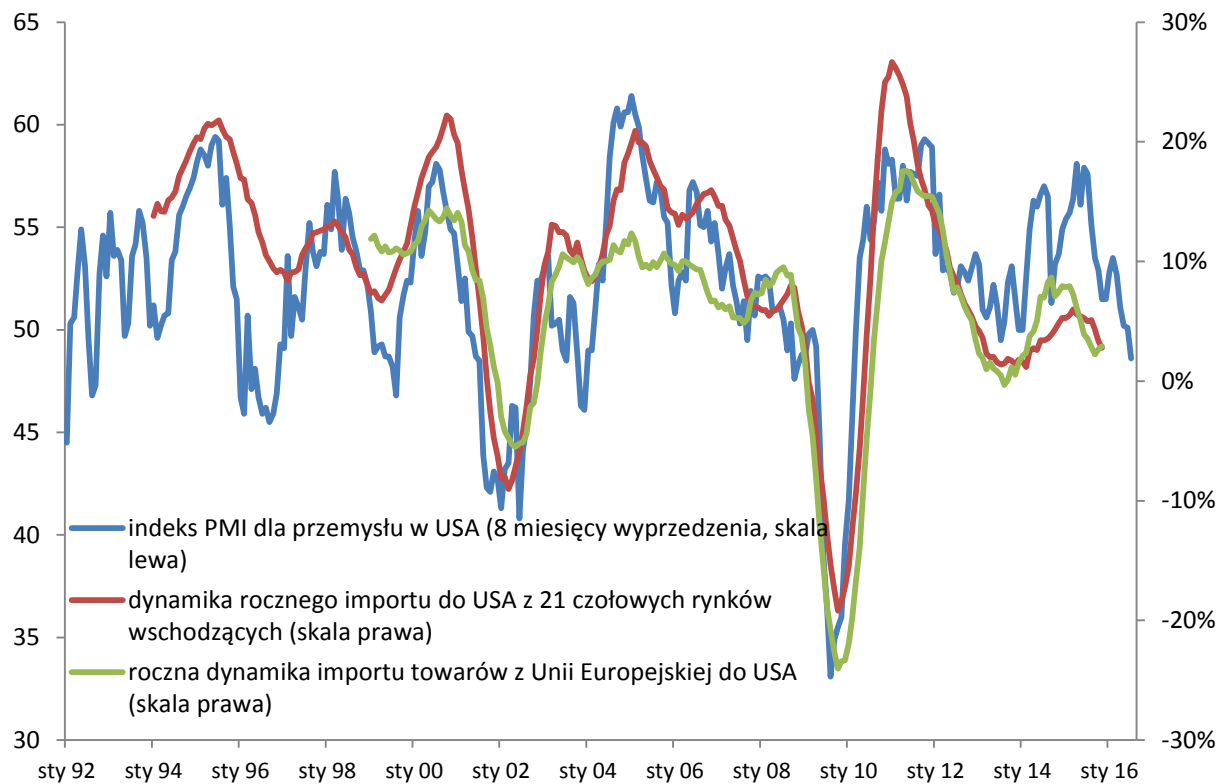
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 36: Dynamika wartości dolarowej towarów sprzedawanych przez rynki wschodzące do USA trochę słabnie. To min. efekt deflacji cen importu i spadku cen surowców.



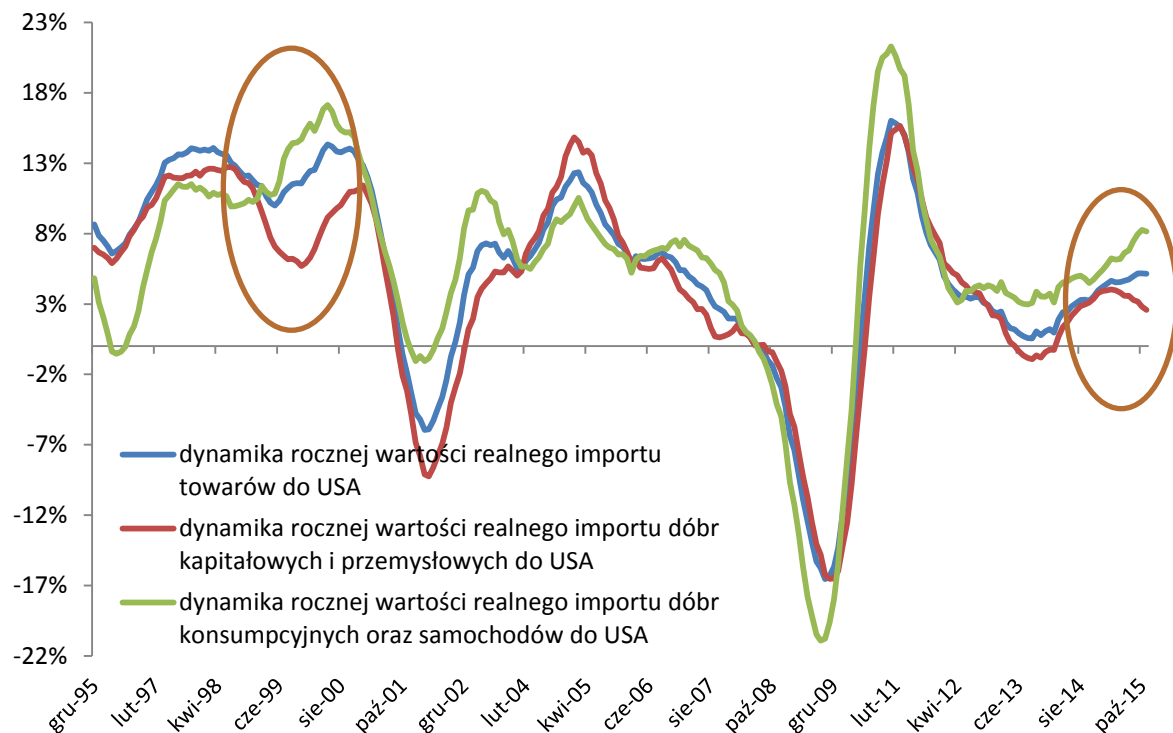
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 37: Zadyszka w przemyśle USA ma prawo hamować skłonność do zakupów.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 38: Import dóbr kapitałowych słabnie, ale import towarów konsumpcyjnych jest silny.



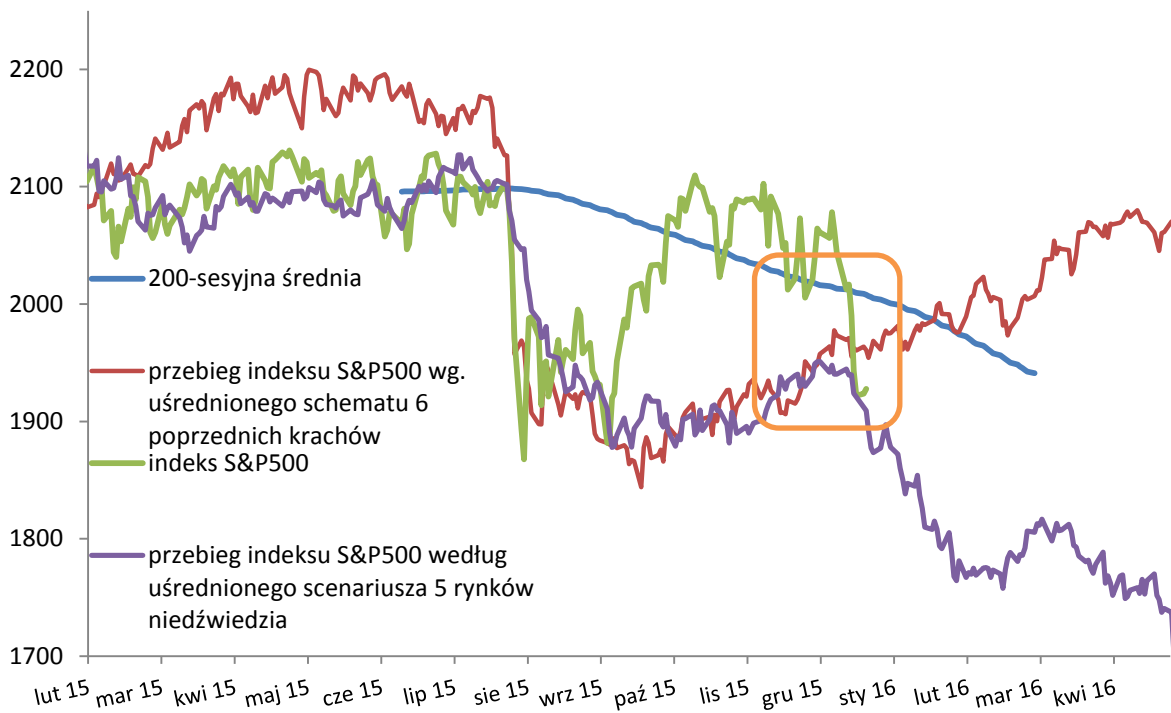
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Taki stan rzeczy nie może trwać w nieskończoność. Raczej prędzej niż później trendy w obu istotnych dla gospodarki obszarach powinny znowu być zbieżne. Albo przemysł złapie oddech, albo konsument będzie zmuszony się poddać. W pierwszym przypadku każdy spadek na rynkach akcji będzie można zdefiniować jako korektę, ewentualnie krach. Natomiast w drugim, koniunkturze giełdowej zagrozi prawdziwa bessy, związana z wejściem gospodarki w regularną recesję. To, z czym będziemy mieli do czynienia w tym roku jest w dalszym ciągu zagadką. Jeszcze pod koniec 2015 roku scenariusz pozytywny dla akcji na Wall Street wydawał się prawdopodobny. Od kilku miesięcy ścieżka, jaką podążały giełdy po sierpniowym tąpnięciu przypominała przebieg indeksów po krachu z 2011 roku. Zwieńczeniem tamtych wydarzeń była siła, jaką pokazały rynki akcji na początku 2012 roku ustanawiając nowe szczyty. Niestety problem z dalszym stosowaniem tej analogii uwidocznił się już na pierwszej sesji nowego roku. Zamiast siłą, rynki akcji w USA zaskoczyły pokazem słabości (wykres 39).

Skoro rynek akcji praktycznie zanegował słusność traktowania przeceny z sierpnia 2015 roku jako typowego krachu, nasuwa się przypuszczenie, że krach ten jest dopiero przed nami. Skala takiego kilkutygodniowego tąpnięcia powinna być istotnie większa od zasięgu korekt, jakie występowały w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy (październik 2014 i sierpień 2015). Oznacza to, że dołek takiego krachu może zostać osiągnięty jeszcze w pierwszym kwartale tego roku, a jego poziom będzie bliski 1600 punktom na indeksie S&P500, czyli rynkowym szczytom z 2000 i 2007 roku (wykresy 40-41). W takim scenariuszu teoretycznie istnieje szansa na odrobienie jeszcze w tym roku przez główne indeksy na Wall Street dużej części strat z pierwszego kwartału. W końcu tak właśnie było zarówno w przypadku krachu z 2011, jak i z 1966 roku (wykresy 42-44). Jest to wersja optymistyczna, ponieważ nie zakłada wejścia gospodarki USA w recesję oraz spadków zysków w spółkach.

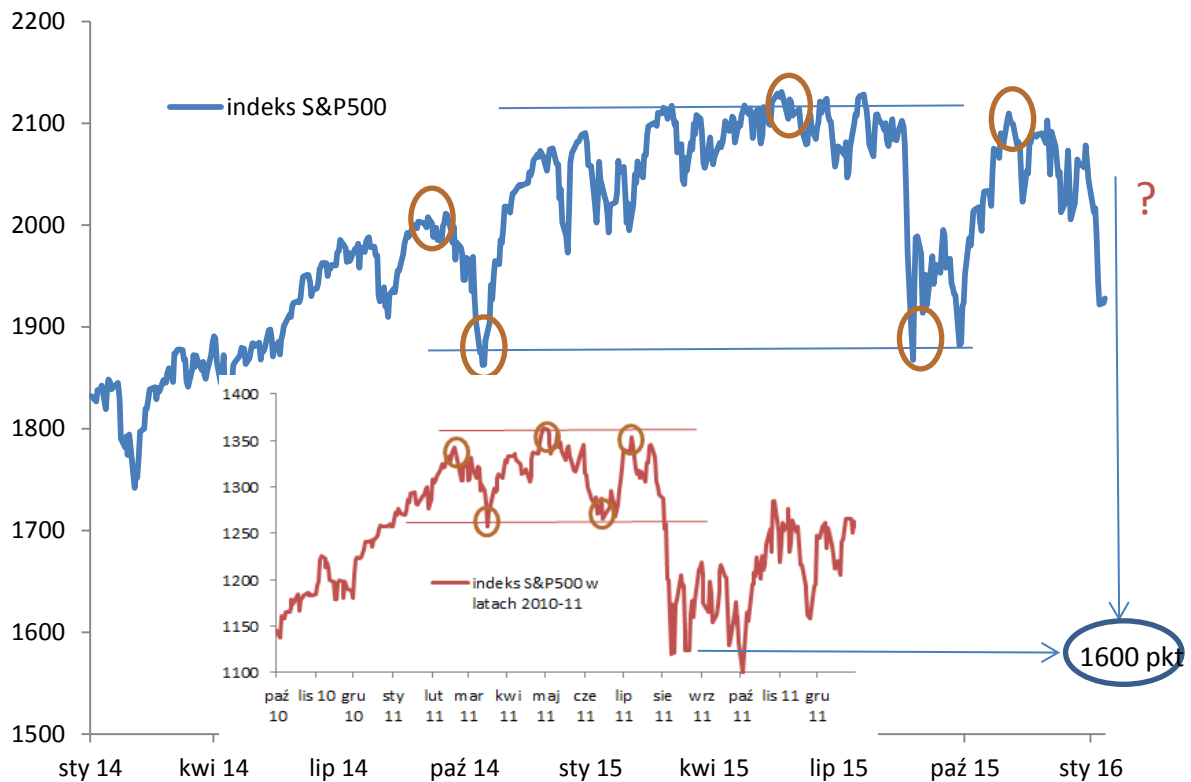
Podsumowując, nie należy lekceważyć słabości, którą zaprezentowały w pierwszym tygodniu 2016 roku wszystkie giełdy na świecie. Jeśli spadki te nie zostaną szybko zanegowane powrotem indeksów do poziomów z sylwestrowej sesji, znacząco rośnie prawdopodobieństwo dalszej przeceny, która może przybrać postać prawdziwego krachu. Wciąż jednak istnieje szansa, że Ameryce uda się uniknąć prawdziwej recesji, a tym samym nadchodzące tąpnięcie nie okaże się pierwszą falą długotrwałej bessy.

Wykres 39: Sierpniowe tąpnięcie trudno już nazywać krachem. To była tylko część większej korekty.



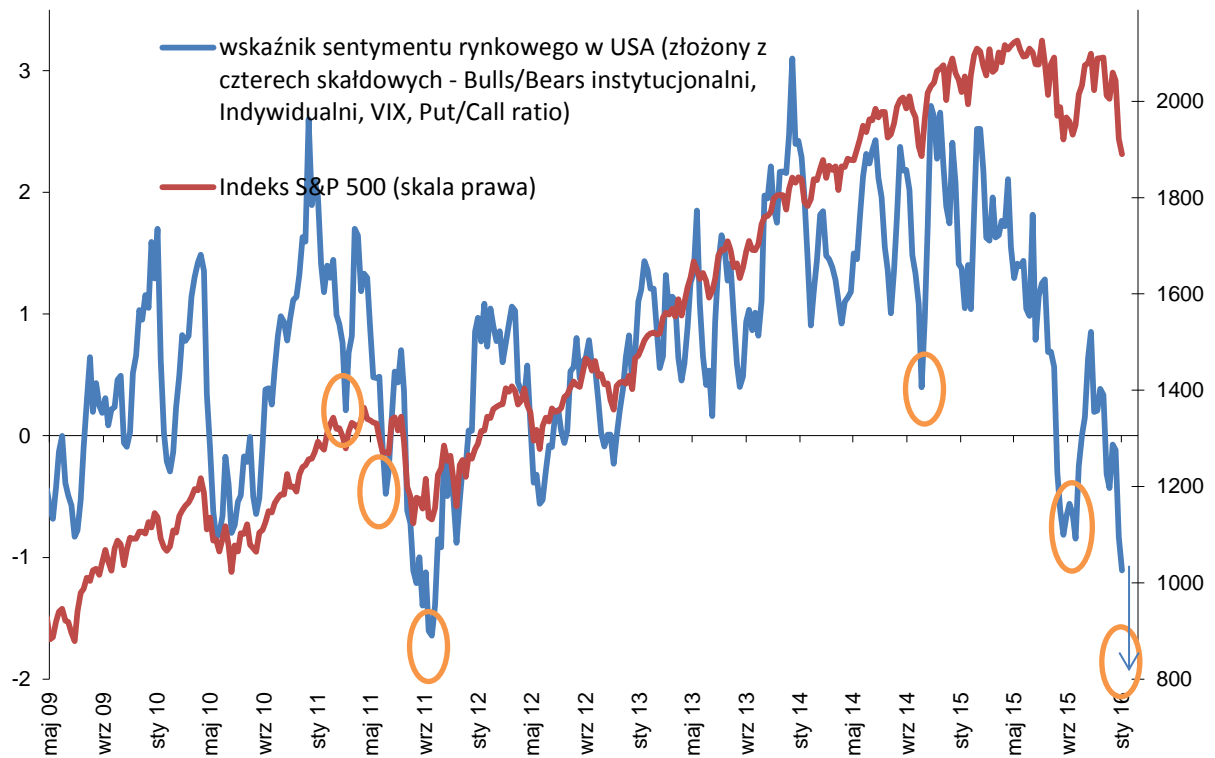
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 40: Być może krach, podobny do tego z 2011 roku, jest dopiero przed nami.



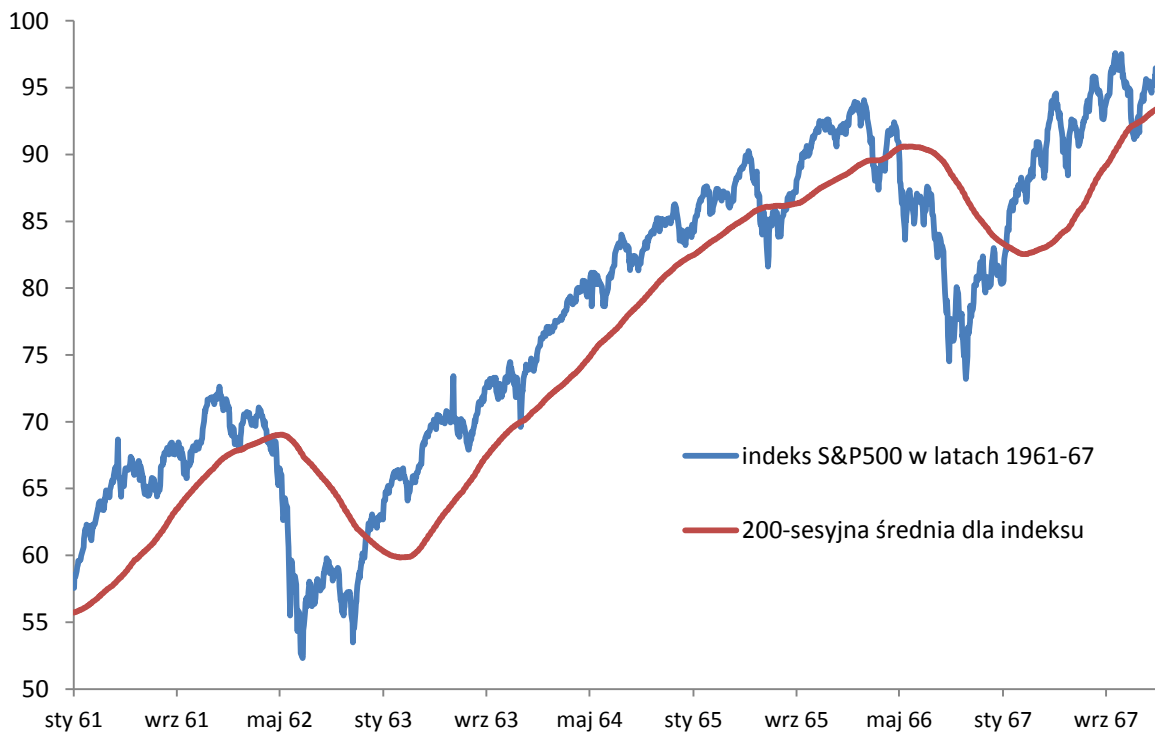
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 41: Wskaźnik sentymentu rynkowego w USA na tle indeksu akcji. Nastroje mogą być jeszcze słabsze.



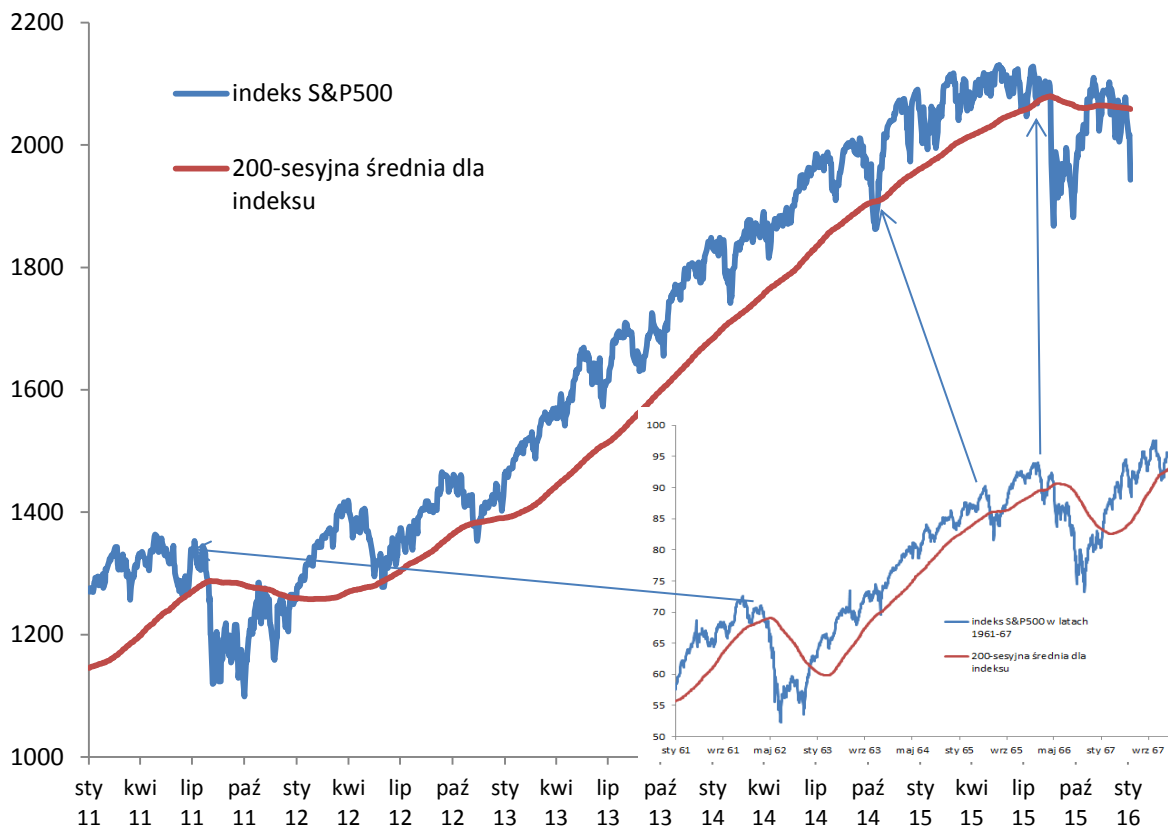
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 42: W latach 60-tych dwa krachy zdarzyły się w ciągu czterech lat.



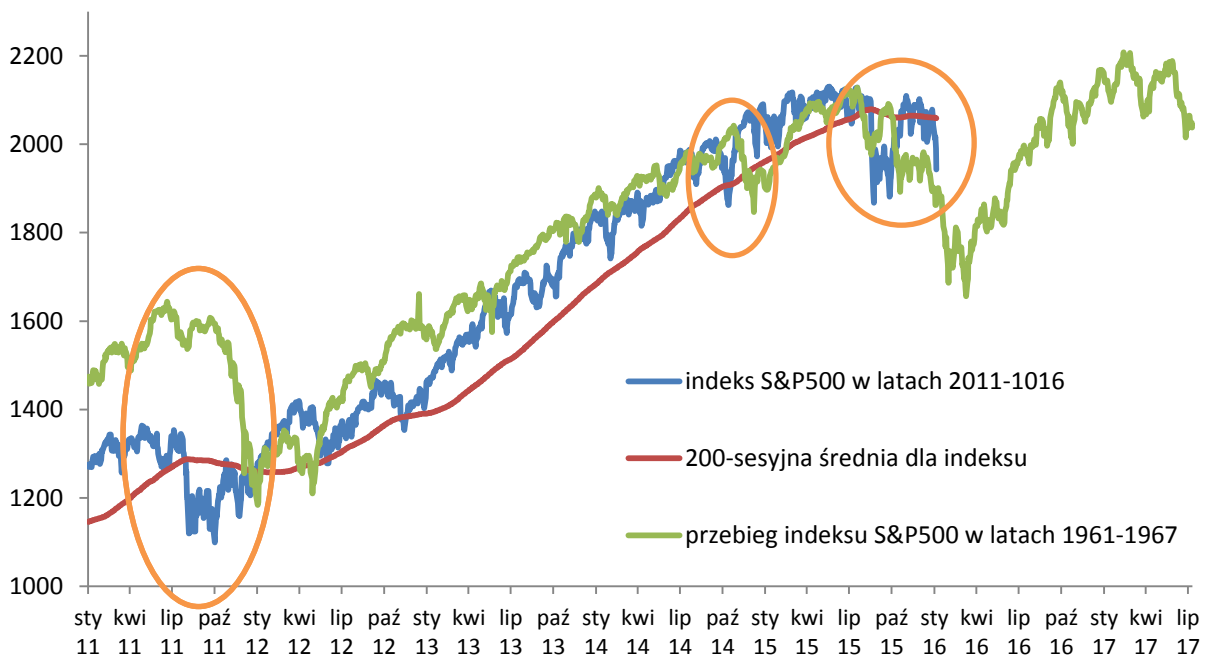
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 43: Czy w 2016 roku czeka nas drugi krach tej dekady?



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 44: Zasięg potencjalnego krachu to poziom 1600 punktów dla indeksu S&P500.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter reklamowy. 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.

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 fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie po zapoznaniu się z Prospektem Informacyjnym/Prospektem Emisyjnym funduszu, zawierającym szczegółowe informacje w zakresie: czynników ryzyka, zasad sprzedaży jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy, tabelę opłat manipulacyjnych oraz informacje podatkowe. W/w Prospekty Informacyjne/Prospekty Emisyjne dostępne są w punktach dystrybucji funduszy, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie 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. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym/Prospekcie Emisyjnym funduszu. Prezentowane stopy zwrotu z inwestycji nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych lub konwersji jednostek uczestnictwa. Wartość certyfikatów/jednostek uczestnictwa może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa/certyfikaty inwestycyjne funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j.: Dz.U. z 2012361 z późn. zm.).

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Zebra Tower | ul. Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 588 18 45 | infolinia: 801 00 33 70

investors.pl | office@investors.pl