

# INDEPENDENT TRADER NEWSLETTER



Niezależny Portal Finansowy  
**INDEPENDENT  
TRADER**

Wydanie 1 / 2020

## W dzisiejszym wydaniu:

**1**

**Najważniejsze wydarzenia minionych tygodni -  
Grudzień 2019**

**Str. 2-7**

Tradycyjnie przygotowaliśmy dla Was zestawienie najważniejszych wydarzeń z ostatnich tygodni. Przeczytacie m.in. o powrocie polskiego złota do kraju oraz o tanich spółkach typu value z Europy.

**2**

**Wykresy miesiąca – grudzień 2019**

**Str. 8-15**

Wzorem ubiegłego miesiąca zebraliśmy kilka najciekawszych grafik, które opatrzyliśmy krótkim komentarzem.

**3**

**Które rynki wybrać w 2020 roku? Cz. 1**

**Str. 16-22**

W dwuczęściowym artykule wskazujemy rynki, które w naszej ocenie mogą wyjątkowo dobrze poradzić sobie w nadchodzących miesiącach.

**4**

**Które rynki wybrać w 2020 roku? Cz. 2**

**Str. 23-31**

Inwestując na rynkach wschodzących trzeba mieć na uwadze, że ostateczny wynik naszych zmagania będzie w dużej mierze zależny od kursów poszczególnych walut.

# Najważniejsze wydarzenia minionych tygodni - Grudzień 2019

## Polskie władze sprowadziły złoto do kraju

Jeszcze do połowy 2018 roku Polska posiadała zaledwie 125 ton złota. Co gorsza, całość przechowywana była w Banku Anglii. Dlaczego to takie ważne? W przeszłości wielokrotnie okazywało się, że poszczególne kraje mogły być pewne jedynie tego kruszcu, który faktycznie był pod ich kontrolą. Na przestrzeni ostatnich lat kilka państw zażądało dostarczenia swojego złota trzymanego za granicą (np. Niemcy – 300 ton) i nagle okazywało się, że na transport trzeba czekać latami.

Tak czy inaczej, polski rząd podjął w 2018 roku jedną dobrą decyzję, a mianowicie postanowił powiększyć rezerwy złota. Stało się to w idealnym momencie. Polska dokupiła ponad 100 ton złota, po czym jego cena natychmiast mocno wzrosła. Wciąż jednak ani jedna uncja nie była przechowywana w Polsce.

Przełom nastąpił dopiero w ostatnich tygodniach, kiedy to do naszego kraju trafiło blisko 100 ton złota, o wartości ponad 18 mld złotych. Tym samym Polska nie tylko dołączyła do grupy krajów kupujących metal, ale też trzyma część kruszcu na własnym terytorium.

Jak polskie rezerwy wyglądają dziś na tle reszty krajów? Poniżej możecie zobaczyć tabelę przedstawiającą porównanie wybranych państw. W ostatniej kolumnie pokazaliśmy wartość rezerw w stosunku do PKB danego kraju, co wydaje się być najbardziej miarodajnym wskaźnikiem.

Kraj	PKB (mld USD)	Rezerwy złota (tony)	Wartość rezerw złota (mld USD)	Wartość rezerw złota / PKB
USA	20 580	8 133	390	1,90%
Chiny (dane oficjalne)	13 368	1 950	94	0,70%
Chiny (dane nieoficjalne)	13 368	7 500	360	2,69%
Japonia	4 972	765	37	0,74%
Niemcy	3 951	3 366	162	4,07%
Wielka Brytania	2 829	310	15	0,53%
Francja	2 780	2 436	117	4,21%
Indie	2 719	618	30	1,10%
Włochy	2 076	2 451	118	5,68%
Brazylia	1 868	67	3	0,16%
Rosja	1 657	2 242	108	6,52%
Szwajcaria	706	1 040	50	7,08%
Polska	586	229	11	1,88%

Pod kątem tego ostatniego wskaźnika, nasza sytuacja wygląda lepiej niż jest to w przypadku chociażby Indii, Brazylii czy Japonii. Musimy jednak pamiętać, że ponad połowa należącego do nas złota, wciąż znajduje się poza granicami kraju.

Sprowadzenie złota do kraju nie jest prostym zadaniem, o czym przekonało się wiele innych państw. Polsce poszło to wyjątkowo sprawnie. Naszym zdaniem wszystko odbywa się na zasadzie „coś za coś”. Na co zgodziła się Polska? Ostatnie tygodnie sugerują, że rząd przychylił się do zaostrenia walki z gotówką. Twarzą całej akcji jest nowy minister finansów, który już w pierwszych wypowiedziach łamaną polszczyzną przekonywał, że Polacy wolą płatności elektroniczne. Z kolei na początku grudnia w mediach pojawiła się informacja, że resort finansów rozważa obniżenie limitu transakcji gotówkowych między przedsiębiorcami z 15 tys. złotych do 8 tys. złotych. Miejmy nadzieję, że te plany nie zostaną zrealizowane.

## Spółki value tanie również w Europie

O różnicach pomiędzy spółkami growth i value pisaliśmy w artykule "[Spółki dla inwestorów i dla ulicy](#)". Do tej pory porównując obie grupy skupialiśmy się głównie na Stanach Zjednoczonych. Wspominaliśmy, że różnica pomiędzy indeksem spółek growth a value w USA jest równie wielka, co 20 lat temu, na szczycie bańki internetowej.



Oznacza to, że spółki growth są skrajnie drogie względem value.

Warto jednak zwrócić uwagę, że podobnie wygląda sytuacja w Europie, gdzie mamy możliwość porównywania ze sobą indeksów MSCI Europe Growth oraz MSCI Europe Value. Wykres wygląda łudząco podobnie.



### Undervaluation of Value exceeds extreme levels from 2000

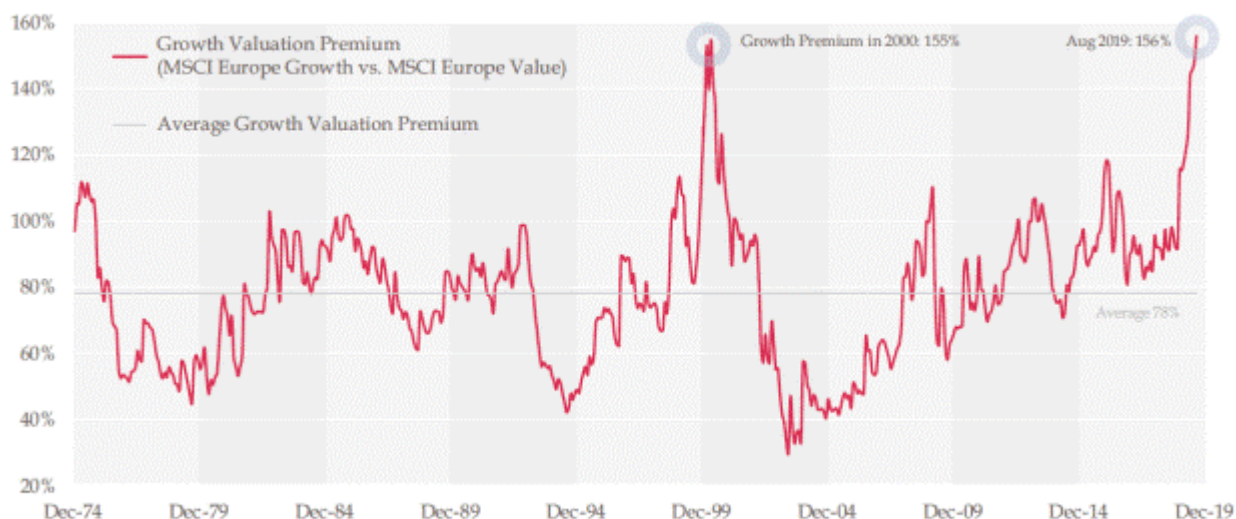


Figure 5: Average valuation premium based on PE, PC, PB and Div. Yield of MSCI Europe Value vs. MSCI Europe Growth as of 08/31/2019. Source: Thomson Reuters, StarCapital.

Również porównanie wskaźników utwierdza w przekonaniu, że europejskie spółki value są śmiesznie tanie na tle growth.

#### INDEX PERFORMANCE — PRICE RETURNS (%) (NOV 29, 2019)

	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	ANNUALIZED			
					3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1998
MSCI Europe Growth	3.30	5.58	21.13	27.96	9.33	6.11	7.97	2.09
MSCI Europe	2.54	7.07	13.12	19.84	5.73	2.93	5.11	1.51

#### FUNDAMENTALS (NOV 29, 2019)

Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
2.03	25.38	20.46	4.07
3.50	16.95	14.25	1.86

#### INDEX PERFORMANCE — PRICE RETURNS (%) (NOV 29, 2019)

	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	ANNUALIZED			
					3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1998
MSCI Europe Value	1.69	8.86	5.12	11.70	2.07	-0.37	2.09	0.70
MSCI Europe	2.54	7.07	13.12	19.84	5.73	2.93	5.11	1.51

#### FUNDAMENTALS (NOV 29, 2019)

Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
4.99	12.67	10.89	1.19
3.50	16.95	14.25	1.86

Zauważcie, że wskaźnik cena/zysk (P/E) w przypadku value wynosi 12,7, z kolei w przypadku growth aż 25,4. Jeszcze ciekawiej wypada różnica w dywidendach. Indeks spółek value wypłaca 5% dywidendy, a growth jedynie 2%. Zastanówcie się. Inwestorzy skupieni na Europie mają do wyboru obligacje rządowe o zerowej lub ujemnej rentowności oraz spółki value płacące 5%. Jeśli Stary Kontynent nie pogrąży się w recesji, to te nudne, dywidendowe europejskie spółki powinny zaliczyć całkiem udany 2020 rok.

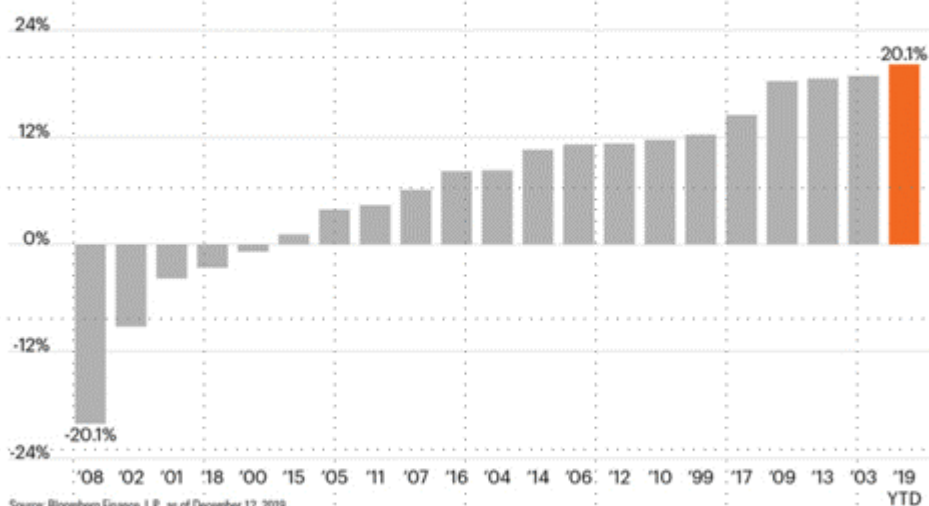
### Tradycyjny portfel 60/40 sprawdził się w 2019 roku

Portfel 60/40 należy do najbardziej znanych. Jego zasady są bardzo proste – 60% środków inwestujemy w akcje, natomiast pozostałe 40% w obligacje. Akurat w kończącym się roku takie połączenie przyniosło imponujące efekty.

W XXI wieku nie zdarzyło się jeszcze, by portfel 60/40 wypracował tak dobre wyniki (o ile bierzemy pod uwagę wyłącznie giełdę w USA).

## 60/40 Stocks/Bonds is Best in Century

60/40 PORTFOLIO PERFORMANCE SINCE 1999



**Note: The "60/40 Rule" is alive & well in individual retirement accounts (IRAs) according to EBRI**

Co sprawiło, że tak prosty portfel przyniósł świetne efekty? Po pierwsze, było to odreagowanie nieudanego 2018 roku. Jak widać na wykresie, portfel 60/40 przyniósł wówczas stratę rzędu 3%. Pod koniec 2018 roku obligacje amerykańskie były bardzo tanie na tle europejskich czy japońskich, co sprawiło, że zaczął do nich napływać ogromny kapitał. Efektem był znaczny wzrost cen.

Po drugie, Rezerwa Federalna zrobiła obrót o 180 stopni. FED najpierw zakończył zacieśnianie polityki monetarnej (koniec podwyżek stóp procentowych i wyprzedawania obligacji), a następnie zaczął jej „luzowanie”. Mielśmy więc trzykrotne obniżanie stóp procentowych oraz ponowne uruchomienie dodruku. W najprostszych słowach: FED zaczął pompować wyceny na rynku. To przełożyło się na wzrosty cen akcji i obligacji.

Po trzecie, w trakcie 2019 roku dolar nadal się umacniał, co wywoływało problemy niektórych walut krajów rozwijających się (Brazylia, Argentyna, Indie). Dlatego część inwestorów wolała trzymać się amerykańskiego rynku.

Nie ma wątpliwości, że tak dobry wynik portfela 60/40 cieszy prezydenta Donalda Trumpa. Ostatecznie to on zabiegał miesiącami, by FED zaczął obniżać stopy procentowe i wspierał rynek akcji. Wyższe ceny aktywów, to lepsze nastroje milionów Amerykanów trzymających środki na giełdzie. Z kolei dobre humory obywateli zwiększają szanse Trumpa na reelekcję w 2020 roku.

Czy kolejny rok może być równie udany dla amerykańskich akcji i obligacji? Jest to mało prawdopodobne. Rok 2019 był ewenementem, rzadko zdarza się by zarówno akcje, jak i obligacje rosły aż tak silnie. Warto też pamiętać, że obie te grupy aktywów radzą sobie stosunkowo słabo, kiedy mamy do czynienia z rosnącą inflacją (a do niej dążą bankierzy i politycy, o czym piszemy poniżej). W latach 70., kiedy inflacja była wyjątkowo wysoka, portfel 60/40 wypadł bardzo słabo, a najlepiej radziły sobie surowce i metale szlachetne.

Z drugiej strony trzeba też pamiętać, że mamy dziś nieco inne realia. Banki centralne mogą podbijać ceny aktywów swoimi zakupami. Jeśli FED, EBC i BOJ się uprą, to możemy mieć do czynienia z gigantycznym dodrukiem, który jeszcze przez jakiś czas będzie napędzał zwłaszcza rynek akcji.

## **Bankierzy centralni wzywają polityków do działania**

Na początku małe przypomnienie. W 2012 roku inwestorzy wyprzedawali obligacje bankrutujących krajów strefy euro. Wydawało się, że to koniec unii walutowej, przynajmniej w dotychczasowej formie. Wówczas prezes EBC Mario Draghi stwierdził, że zrobi „wszystko, co konieczne”, by ratować strefę euro. Uruchomiono skup obligacji rządowych i korporacyjnych, a stopy procentowe sprowadzono do ujemnych poziomów. W ten sposób strefa euro przetrwała, chociaż gospodarki wielu krajów europejskich radziły sobie słabo w kolejnych latach.

W 2018 roku problemy gospodarcze w Europie zaczęły się nasilać. Produkcja przemysłowa ostro wyhamowała, a problemy w sektorze bankowym dosłownie się mnożyły. Problem polega na tym, że luźna polityka monetarna EBC nie jest już w stanie pomóc, a wręcz przeszkadza. Podobna sytuacja dotyczy Japonii. Zarówno Europejski Bank Centralny, jak i Bank Japonii są w stanie jedynie skupować coraz więcej długu rządowego, co pozwala krajom uniknąć bankructwa. Nie mają już jednak amunicji by wesprzeć gospodarkę.

Dlatego też jeden z bardzo wpływowych bankierów Mike Carney (obecnie szef Banku Anglii) stwierdził, że politycy także muszą robić „wszystko, co konieczne” by ratować sytuację. Wezwał do zmian w polityce fiskalnej. Co to oznacza? Że rządy mają przestać przywiązywać uwagę do deficytów i zwiększać wydatki, jeśli jest taka konieczność. Jest to początek realizacji scenariusza o którym wspominaliśmy już kilkakrotnie m.in. w artykule "**Modern Monetary Theory, czyli jak pozbyć się długu**".

Dodruk z banków centralnych powoli przestaje przynosić jakiekolwiek efekty. Zadłużenie w skali globalnej jest zbyt duże i nawet tani kredyt (niskie stopy procentowe) nie jest w stanie zwiększyć konsumpcji. To, co jest potrzebne, to wysoka inflacja, która zdevaluuje zadłużenie. W jaki sposób najprościej ją wywołać? Poprzez pompowanie waluty do realnej gospodarki np. przez różnego rodzaju zasiłki, dotacje, wydatki na infrastrukturę. Za to odpowiedzialni są politycy. Carney wymaga od nich, by wzięli się do roboty, a jego słowa mają znaczenie.

*Zespół Independent Trader*

## Trader21 o sprzedaży książki „Inteligentny Inwestor XXI wieku”

Pisząc książkę miałem nadzieję, że zrobi ona trochę szumu na polskim rynku wydawniczym. Nie spodziewałem się jednak, że w ciągu niecałych 5 dni sprzeda się ponad 1100 zestawów. Dobrze to wróży na przyszłość. W tym miejscu chciałem Wam podziękować za zaufanie, jakim mnie obdarzyliście kupując książkę (czasami wręcz 3-4 zestawy) w przedsprzedaży. Tym samym pomogliście ufundować kilka tysięcy posiłków w ramach akcji Pajacyk. Jak to mówią dobro wraca.

Na koniec chciałem Wam wszystkim życzyć radosnych i spokojnych Świąt Bożego Narodzenia, udanej imprezy sylwestrowej, no i oby nadchodzący rok był jeszcze lepszy od obecnego.

*Trader21*



## Wykresy miesiąca - grudzień 2019

### Udany rok spółek wydobywających złoto i srebro

W 2019 roku rynek akcji w Stanach Zjednoczonych zachwycił inwestorów. Po korekcie z końca 2018 roku, S&P 500 wybił i rósł niemalże nieprzerwanie przez resztę roku, dając zarobić ponad 30%. Warto jednak zauważyć, że taki sam zwrot inwestorzy mogli osiągnąć inwestując w ETF GDXJ, czyli małe spółki wydobywające złoto (kolor różowy). Jeszcze więcej dały zarobić małe spółki wydobywające srebro (ponad 40%), wchodzące w skład ETF-u SILJ (kolor błękitny).



Naszym zdaniem można zakładać odreagowanie na spółkach wydobywczych w najbliższym czasie, ale generalnie spodziewamy się wzrostów w nadchodzącym roku. Zakładamy dalsze pogorszenie koniunktury gospodarczej, w związku z czym nie tylko banki centralne, ale także rządy będą stymulować gospodarkę. Efektem tego będzie dalszy dodruk i psucie waluty, a to sprzyja metalom szlachetnym.

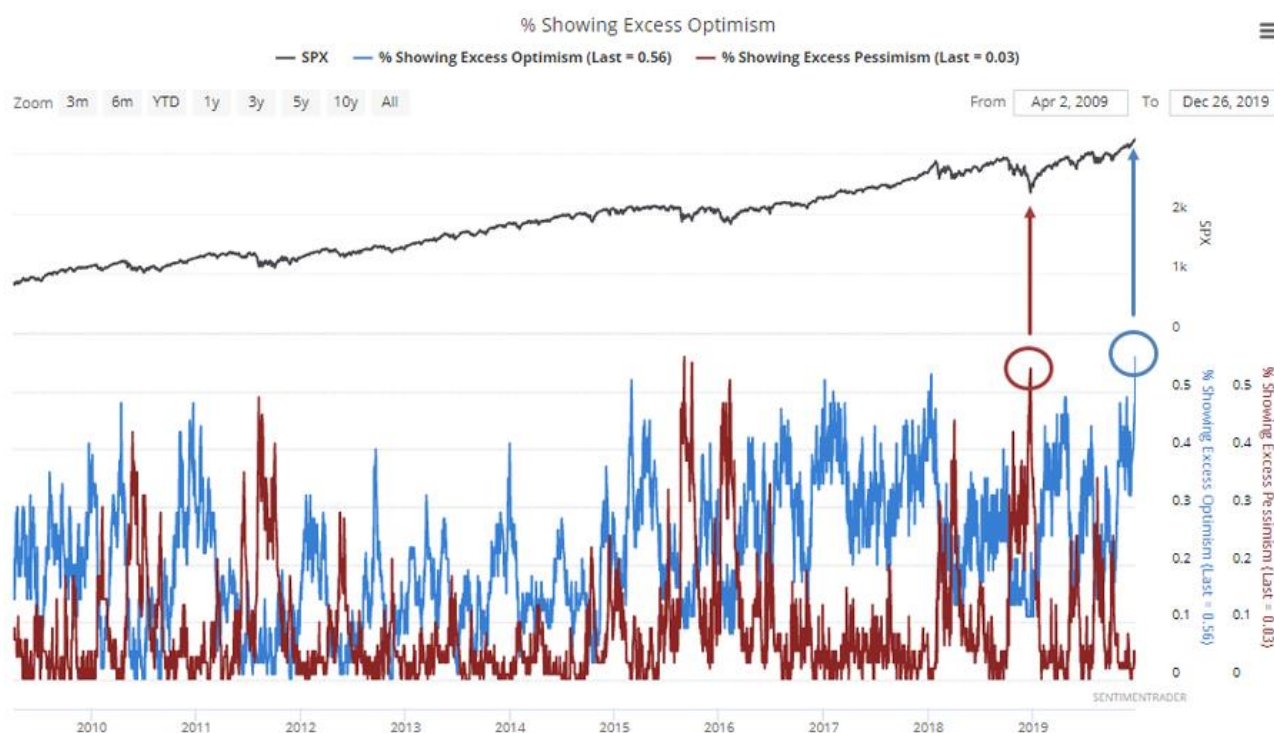
### Kilka firm wyniosło indeks akcji w USA na nowe szczyty

S&P 500 zaliczył świetny rok, ale w bardzo dużej mierze odpowiada za to wąska grupa najpopularniejszych spółek. Łączna kapitalizacja firm, o których mowa (Facebook, Amazon, Netflix, Alphabet, Microsoft, Apple i Nvidia) wzrosła od początku roku z ok. 3,5 bln USD do prawie 5,3 bln USD. W rzeczywistości dużo spółek z indeksu S&P 500 zaliczyło przeciętny rok, lub spadki, ale indeks był podtrzymywany wzrostami tych najmodniejszych.



## Zmienne nastroje na rynku akcji

Poniższy wykres świetnie pokazuje, jak bardzo mogą się zmienić nastroje inwestorów w ciągu jednego roku. Dokładnie 12 miesięcy temu mieliśmy niemalże rekordową ilość wskaźników pokazujących skrajny pesymizm (czerwone kółko na wykresie). W 2019 roku FED powrócił do dodruku, co automatycznie przełożyło się na wzrost akcji.



W kolejnym roku bardzo mało prawdopodobne jest, żeby wynik akcji w USA chociażby zbliżył się do wyniku z 2019 roku, ale zapewne dzięki dodrukowi z FED nie oczekujemy się krachu tak długo aż nie pojawi się recesja.

## Bogaci jeszcze bogatsi w 2019 roku

Poniższy wykres przedstawia łączną wartość netto majątków 500 najbogatszych osób na świecie. Widzimy, że wzrósł on w 2019 roku o 1,2 bln, czyli o 25%.

### Fertile Year for Fortunes

The planet's richest gained \$1.2 trillion in 2019 as markets soared



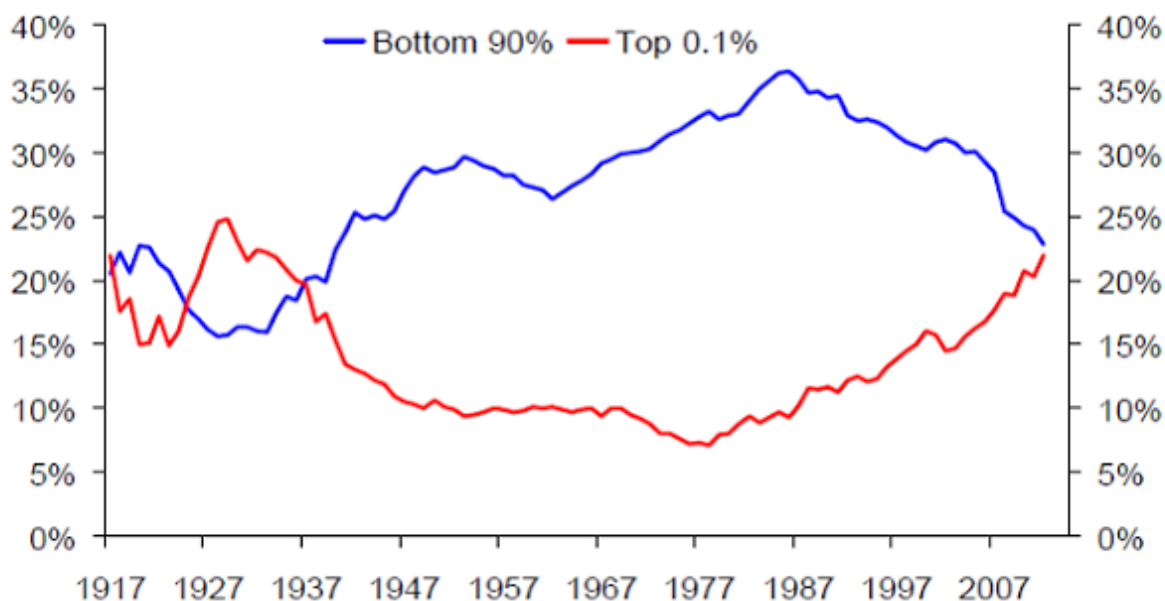
Dużą rolę odegrały tutaj banki centralne, które skupują aktywa na giełdach pompując tym samym ich wyceny. To właśnie dlatego działania banków centralnych określa się mianem „polityki monetarnej dla bogatych”, ponieważ aktywa takie jak akcje czy obligacje znajdują się najczęściej w posiadaniu średnio zamożnych i zamożnych osób.

Powoduje to rozjazd pomiędzy wysokością dochodów najbogatszych oraz biednych. Wystarczy spojrzeć na poniższy wykres, który pokazuje, że najbogatsze 0,1% społeczeństwa posiada niemalże taki sam majątek, co najbiedniejsze 90% osób.

## US wealth inequality: Top 0.1% hold the same amount of wealth as the bottom 90%



Share of US household wealth by income level



Note: Data estimated by Berkeley Professors Saez and Zucman using capitalized income tax returns, see also here: <http://gabriel-zucman.eu/uswealth/>

Source: Saez and Zucman, QJE May 2016, DB Global Markets Research

Deutsche Bank Research

Torsten Siok, [torsten.sioke@db.com](mailto:torsten.sioke@db.com) +1 212 250-2155

November 2018

73

Z kolei na następnej grafice możecie zauważyć, że wzrost majątku najbogatszych (czerwona linia) przyspieszył zwłaszcza w mijającej dekadzie.

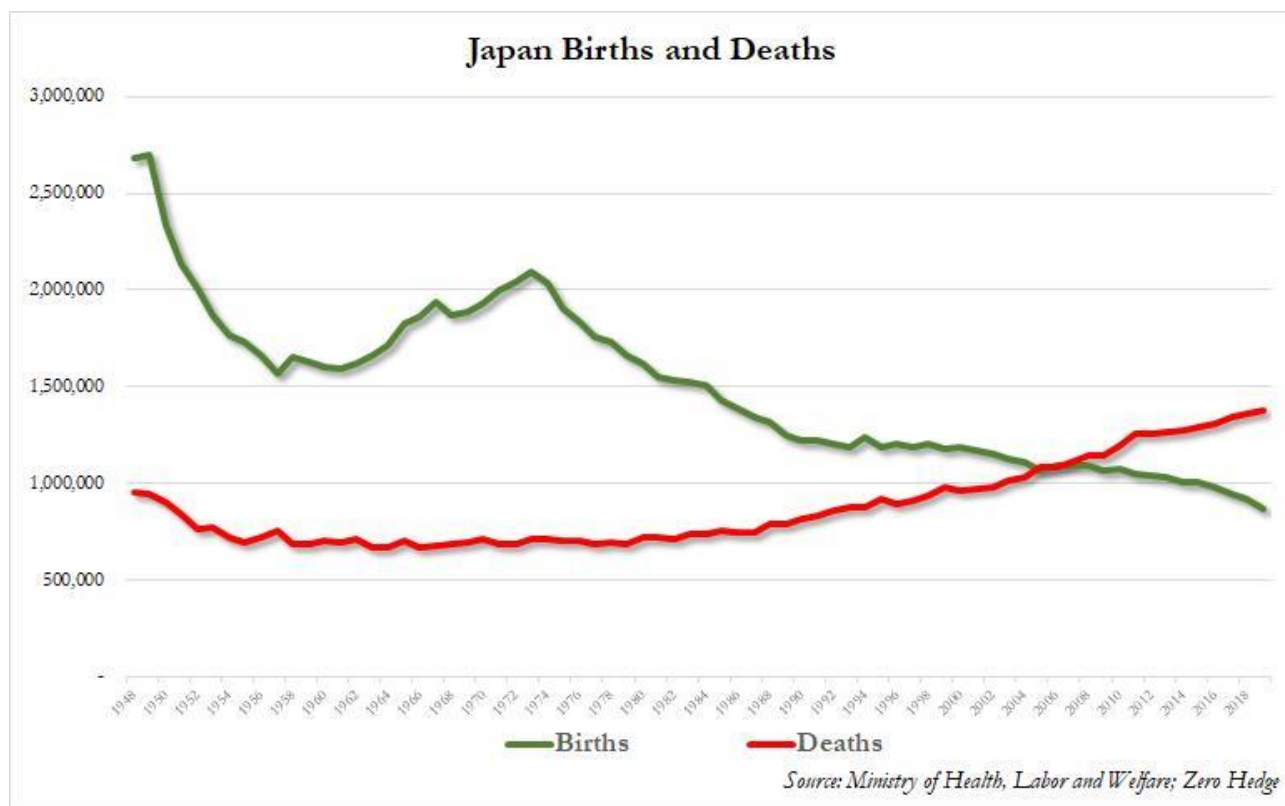


Source: WID.world (2017). See [wir2018.wid.world](http://wir2018.wid.world) for data series and notes.



## Fatalna demografia Japonii

Według szacunków Ministerstwa Opieki Społecznej Japonii, w 2019 roku populacja tego kraju zmniejszy się o 512 000 osób w porównaniu do roku 2018. Wystarczy zerknąć na poniższy wykres, na którym widać, że ilość urodzeń najpewniej znajdzie się poniżej 900 000 – najniższy poziom od 1874 roku.



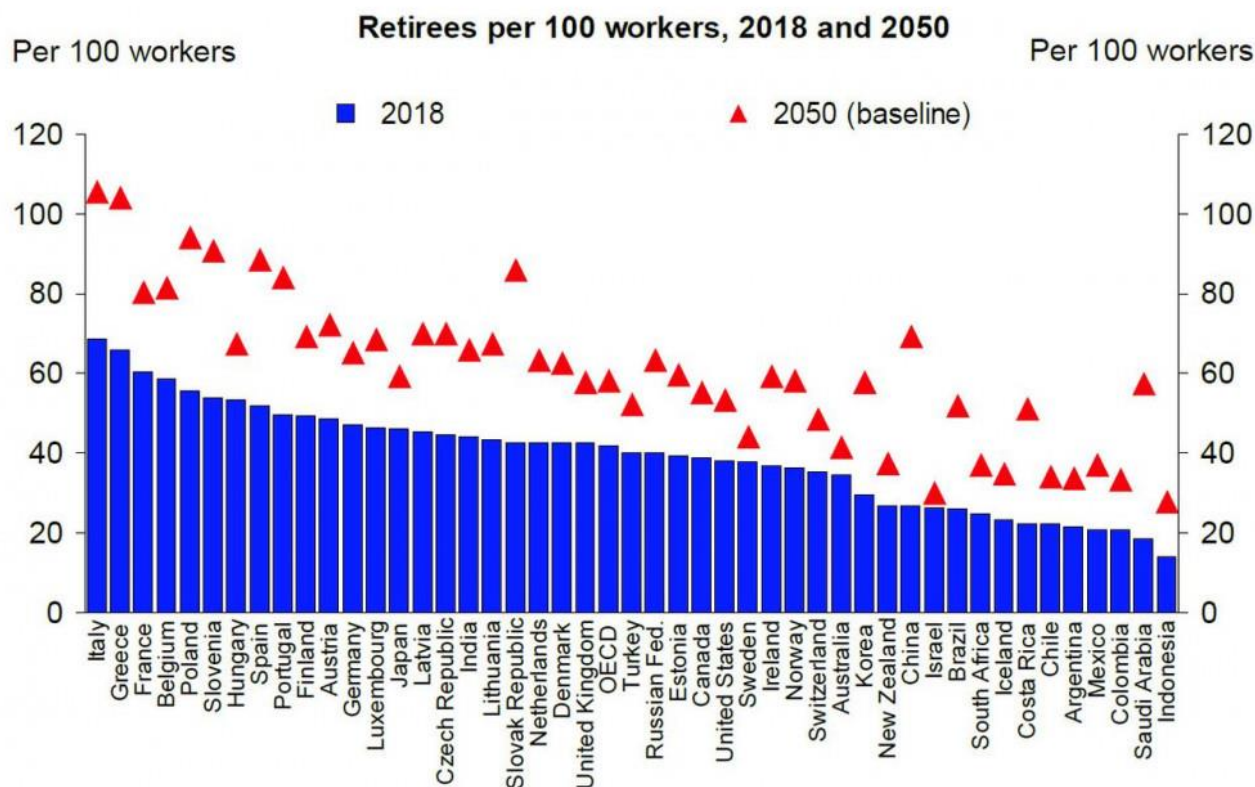
Niezależnie od wysiłków rządu Japonii nie będzie żadnego większego odwrócenia tej tendencji i nagłego wzrostu wskaźnika dzietności wśród samych Japończyków. Należy się jednak spodziewać, że coraz bardziej łagodzona będzie polityka względem imigrantów. Japonia jest krajem, który jeszcze do niedawna był bardzo konserwatywny pod tym względem, jednak od około 2 lat zaczęło się to zmieniać, gdyż społeczeństwo się starzeje i zwyczajnie zaczyna brakować rąk do pracy.

## Starzejące się społeczeństwa problemem dla gospodarki

Poniższy wykres pokazuje, ilu emerytów przypada na 100 pracujących w danym kraju. Najgorzej sytuacja wygląda we Włoszech, gdzie setka pracujących musi złożyć się na emerytury dla 70 osób. Jeszcze gorzej wyglądają szacunki (czerwony trójkąt), które pokazują, że w 2050 roku 100 Włochów będzie musiało zrzucić się na emerytury dla 103 emerytów.



## Retirees per 100 workers



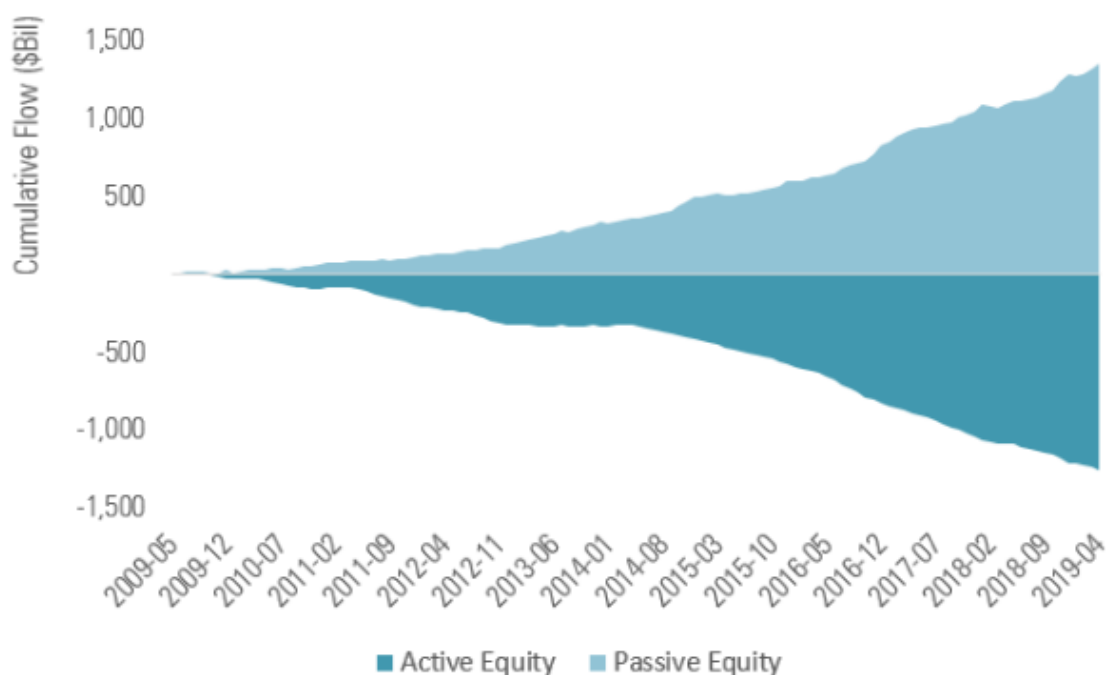
Source: OECD, DB Global Research

Mówiąc wprost, będzie więcej emerytów niż osób pracujących. Zdecydowanie najgorzej sytuacja wygląda względem krajów z Europy (nie tylko zachodniej) w tym w Polsce. Generalnie im większy jest ten problem, tym więcej Państwo pobiera w formie podatków, co hamuje gospodarkę. Efekt słabnącej gospodarki może być w pewnym stopniu zniwelowany za pomocą imigrantów, czego przykładem może być Polska i napływ imigrantów ze wschodu.

### Tanie ETF-y pokonały fundusze aktywnie zarządzane

Poniższy wykres przedstawia napływ kapitału do funduszy aktywnie zarządzanych oraz pasywnie zarządzanych (ETF-y) na przestrzeni ostatniej dekady. Jak widać inwestorzy dużo chętniej lokowali swoje środki w ETF-ach (jasny niebieski), które są przede wszystkim tańsze w utrzymaniu.

**Exhibit 1** 10-Year Cumulative Flows for Active-Passive U.S. Equity

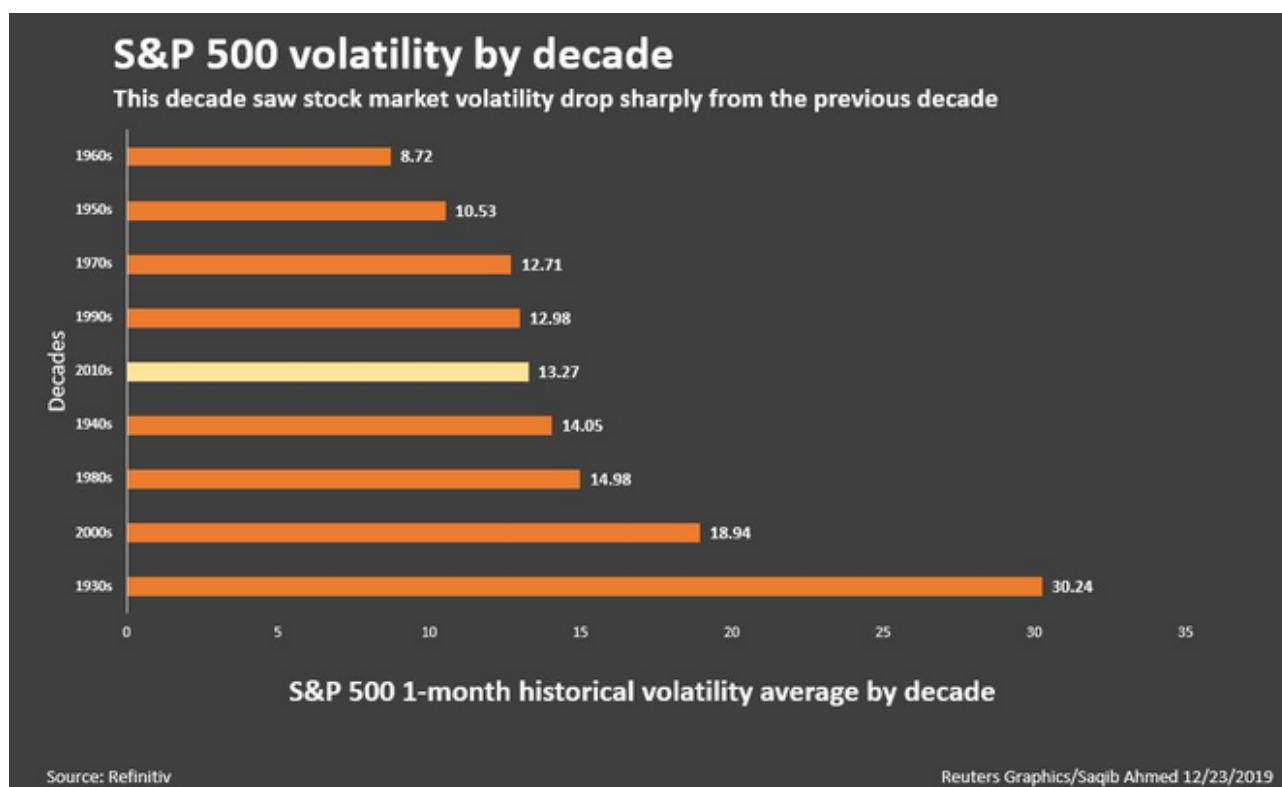


Source: Morningstar Direct Asset Flows. Data as of April 30, 2019.

Podczas gdy za zarządzenie emitent ETF-u potrąci nam ułamek procenta w skali roku, inwestycja w fundusz aktywnie zarządzany może kosztować nas kilka procent. Ponadto fundusze aktywnie zarządzane z założenia próbują wygrać z rynkiem, czyli ich zarządzający starają się dobierać aktywa tak, żeby dały wynik lepszy od średniej. Wiąże się to z częstym zawieraniem transakcji, a to generuje dodatkowe koszty. Oprócz tego, część funduszy jest w stanie pobrać od nas tzw. success fee w wysokości 15-20% od wypracowanego zysku. Nic dziwnego zatem, że inwestorzy coraz bardziej skłaniają się w kierunku tanich ETF-ów. Więcej o zaletach inwestowania w ETF-y pisaliśmy w artykule: „**Czy da się pokonać rynek?**”.

### Mijająca dekada była przeciętna pod względem zmienności na rynku akcji

Spadki na rynkach akcji zazwyczaj mają dużo bardziej gwałtowny przebieg w porównaniu do wzrostów. W trakcie ostatnich 10 lat nie mieliśmy jednak ani jednego krachu na giełdach w Stanach Zjednoczonych, w związku z czym trwająca hossa nie wyróżnia się pod względem zmienności (patrz poniższy wykres).



Spory wpływ miały na to banki centralne, które przez wszystkie te lata pompowały wyceny na rynkach akcji, obligacji i obligacji korporacyjnych nie dopuszczając do głębszych spadków. Dobrym przykładem tego, jak krach wpływa na zmienność jest pierwsza dekada XXI wieku, podczas której doszło do pęknięcia bańki dotcomów. Na koniec skupmy się jeszcze na dekadzie lat 70-tych. Mieliśmy wówczas do czynienia z wysoką inflacją. Nominalnie akcje czasem rosły, czasem spadały, ale po uwzględnieniu inflacji okazało się, że giełda zaliczyła spadek o ponad siedemdziesiąt procent w latach 68-82. Dlatego, że w wartościach nominalnych spadki nie były zauważalne, nie wywoływało to paniki, a spadki rozłożyły się na kilkanaście lat.

*Independent Trader Team*

PS. W imieniu Tradera21 oraz całego Zespołu, życzymy Wam szczęśliwego Nowego Roku oraz żeby nadchodzący rok był jeszcze lepszy niż poprzedni.

## Które rynki wybrać w 2020 roku? Cz. 1

Na rynkach pojawiła się niepewność związana z napięciem na linii USA – Iran. Trudno wyrokować czy całe zamieszanie przerodzi się w wojnę czy też nastąpi normalizacja stosunków. Dlatego postanowiliśmy skupić się na najatrakcyjniej wycenionych giełdach świata, a do tematów geopolitycznych z pewnością szybko powrócimy.

Większość Czytelników ma świadomość, że obecna hossa trwa już ponad 10 lat i w przypadku wielu rynków mamy do czynienia z drogimi akcjami. Z drugiej strony trzeba pamiętać, że zawsze da się znaleźć kilka okazji inwestycyjnych. Obecnie należy szukać ich głównie w krajach rozwijających się. Z czego to wynika? Otóż w trakcie każdej hossy kapitał płynie silniej albo do Stanów Zjednoczonych albo na rynki wschodzące. Trwającą hossę zdominowały spółki amerykańskie. Podobnie było w końcówce lat 90. Z kolei rynki rozwijające się dominowały w latach 1989-1994 oraz 2003-2008.

W efekcie ogromnego zainteresowania amerykańską giełdą w ostatnich 10 latach, akcje w USA są dziś skrajnie drogie na tle reszty świata. Dobrze pokazuje to poniższe porównanie. Fundusz dający ekspozycję na 500 największych spółek amerykańskich został zestawiony z funduszem inwestującym na rynkach wschodzących. Im wyższe wartości, tym droższe są akcje w USA względem rynków rozwijających się.



Jak widać, amerykańska giełda jest tak droga w porównaniu do krajów *emerging markets* jak w 2000 roku. Był to okres manii wokół spółek technologicznych (tzw. bańka internetowa). Ktokolwiek zainwestował wówczas w te firmy np. poprzez indeks NASDAQ, trafił na bessę i musiał czekać na odrobienie strat przez kolejne 15 lat. W rzeczywistości większość inwestorów sprzedała swoje udziały w trakcie paniki w latach 2001-2003.

Tutaj nie chodzi jedynie o to, że indeksy z USA są wysoko w stosunku do indeksów z innych krajów. Amerykańskie spółki są bardzo drogie pod względem fundamentalnym. Mamy tu na myśli poziomy wskaźników P/E, CAPE czy P/BV, o których nowi Czytelnicy mogą poczytać w naszym [Słowniczku](#).

Najbardziej wiarygodnym z tych wskaźników jest oczywiście CAPE (inaczej P/E Shillera). Im wyższa jego wartość, tym droższe są akcje i tym mniejszy ich potencjał do wzrostu.

Według danych starcapital.de na początku 2020 roku wartości wskaźnika CAPE wyglądają następująco:

- Stany Zjednoczone – 31,1
- Pozostałe kraje rozwinięte – 25,7
- Rynki wschodzące (Emerging Markets) – 15,8
- Europejskie rynki wschodzące (Polska, Rosja, Węgry, Czechy) – 9,9

Wychodzi na to, że akcje w USA są trzykrotnie droższe niż w naszym regionie. Czemu to takie ważne? Na podstawie ostatnich 140 lat możemy zauważyć wyraźną korelację między poziomem wskaźnika CAPE, a przyszłymi zyskami. Wszystko tłumaczy poniższa tabela.

CAPE - przedziały		Średnioroczna stopa zwrotu za 10 lat	Najniższa stopa zwrotu za 10 lat	Najwyższa stopa zwrotu za 10 lat
od	do			
5,2	9,6	10,30%	4,80%	17,50%
9,6	10,3	10,40%	3,80%	17,05%
10,8	11,9	10,40%	2,80%	15,10%
11,9	13,8	9,10%	1,20%	14,30%
13,8	15,7	8,00%	-0,90%	15,10%
15,7	17,3	5,60%	-2,30%	15,10%
17,3	18,9	5,30%	-3,90%	13,80%
18,9	21,1	3,90%	-3,20%	9,90%
21,1	25,1	0,90%	-4,40%	8,30%
25,1	46,1	0,50%	-6,10%	6,30%

Jak widać, jeśli CAPE oscyluje wokół 10, tak jak w przypadku naszego regionu, to średnioroczna stopa zwrotu w ciągu kolejnych 10 lat powinna wynosić ok. 10%. Z kolei w przypadku bardzo wysokiego wskaźnika, tak jak obecnie w USA, średnioroczna stopa zwrotu powinna wynosić mniej więcej 0%.

Zdajemy sobie sprawę, że dziś, kiedy Apple czy Tesla biją rekordy, takie negatywne prognozy dla Stanów Zjednoczonych brzmią absurdalnie. Dokładnie tak samo było w 1970 oraz 2000 roku. W każdym z tych przypadków kolejne lata pokazały jednak, że inwestowanie w najdroższe rynki kończy się źle.



Wróćmy jednak do rynków emerging markets. Co prawda niektóre z nich są atrakcyjnie lub neutralnie wycenione, jednak nie jest to inwestycja pozbawiona ryzyka. Dlatego też pora zastanowić się nad wadami i zaletami inwestycji w krajach EM.

## Co przemawia „za”?

Na początek kilka czynników przemawiających za inwestowaniem na rynkach wschodzących.

### a) Wyceny

Wątek omówiony powyżej. Każdy rozsądny inwestor chce kupować tanie aktywa, ponieważ zdaje sobie sprawę, że w długim terminie to one mają największy potencjał do wzrostu.

### b) FED osłabia dolara

Musicie pamiętać, że wynik z inwestycji na rynkach EM zależy jest od dwóch rzeczy – notowań tamtejszych spółek oraz siły tamtejszych walut. Przykład: jeśli inwestujemy w ETF PAK dający ekspozycję na giełdę w Pakistanie, to jego notowania są wypadkową dwóch elementów. Jeśli pakistańskie spółki podrożeją o 20%, ale pakistańska rupia osłabi się o 10% do dolara, to nasz wynik z inwestycji wynosi 10%.

Idealnie jest, jeśli jednocześnie spółki z krajów EM drożeją, a tamtejsze waluty umacniają się w stosunku do dolara.

To dolar jest wspólnym mianownikiem. Jeśli będzie on słabł, to większość walut krajów rozwijających się zyska. W którym kierunku pójdzie dolar w 2020 roku? Aktualnie obserwujemy jak indeks dolara po dość długich wzrostach zaczął się osłabiać.



Dodatkowo, Rezerwa Federalna robi wszystko by osłabić amerykańską walutę. Niektórzy jej członkowie wspominają o możliwości dopuszczenia inflacji na wyższe poziomy, co oznacza po prostu szybsze psucie dolara.

Nie wiadomo z kolei w jaki sposób na dolara wpływać będą wydarzenia wokół wyborów prezydenckich w USA.

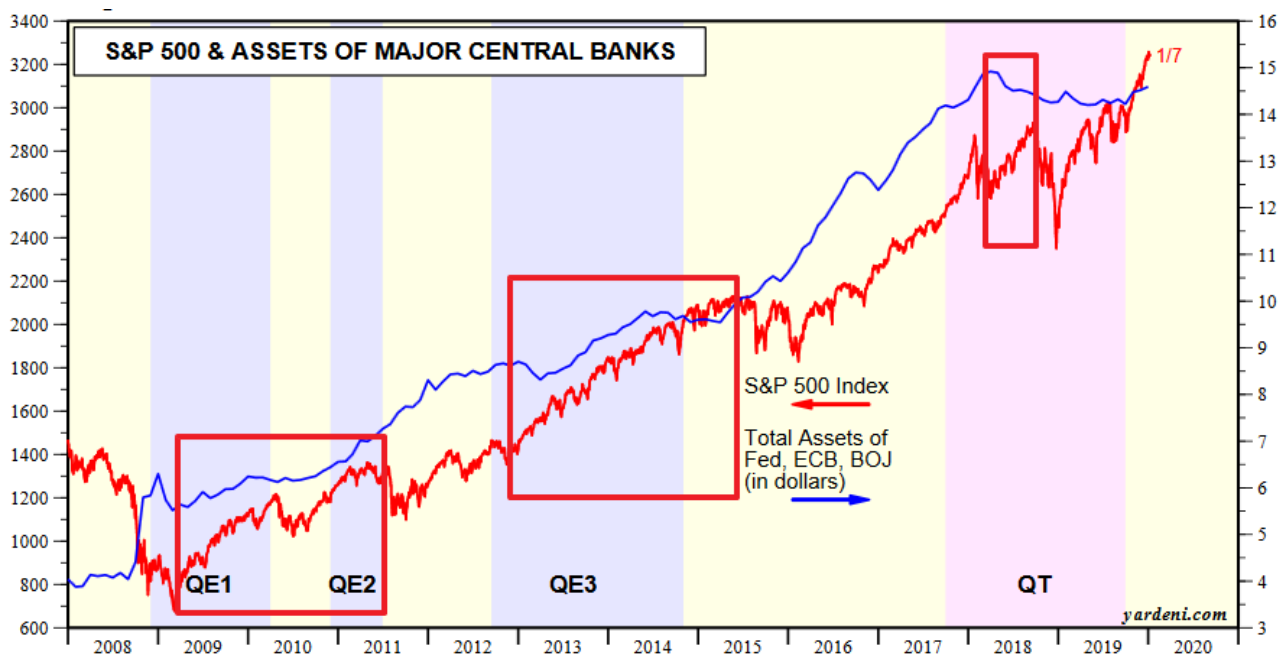
### **c) Wspaniały rok nowojorskiej giełdy**

Ostatnie 12 miesięcy było świetne dla niemal wszystkich aktywów, ale giełda w USA mocno wyróżniała się na tle reszty. Wzrost głównego indeksu o ok. 30% mówi sam za siebie. Pamiętajmy jednak, że jeśli jakieś aktywum notuje wspaniały rok, to kolejny zazwyczaj jest dużo słabszy. Silne wzrosty w 2019 roku sprawiły, że dywidenda z akcji w USA wynosi dziś zaledwie 1,9%. To dokładnie tyle samo, ile oferują 10-letnie obligacje rządu Stanów Zjednoczonych. Na czym polega różnica? Akcje to zdecydowanie bardziej ryzykowne aktywa, które w razie pesymistycznego scenariusza mogą stracić ponad 50% swojej wartości. Z kolei obligacje rządowe stanowią fundament systemu. Banki centralne nie pozwolą by ich ceny znacząco spadły i w razie potrzeby będą je skupować.

Zatem inwestor trzymający dziś akcje amerykańskie płacące dywidendę rządu 1,9% ma całkiem niezłą alternatywę: kupić dużo bezpieczniejsze obligacje z podobną rentownością bądź też zainwestować na rynkach EM poprzez któryś z ETF-ów (wiele z nich płaci dywidendę rządu 4-7% rocznie).

Zapewne część z Was myśli teraz: „co z tego, że giełda w USA jest droga, skoro banki centralne ponownie prowadzą skup aktywów?”. Faktycznie, FED oraz Bank Japonii skupują obligacje, co pośrednio wspiera rynek akcji. Zresztą na blogu wielokrotnie publikowaliśmy wykres, pokazujący korelację pomiędzy amerykańskim indeksem S&P 500 (czerwony kolor), a łącznym bilansem kilku największych banków centralnych. Patrząc na niego dzisiaj można jednak stwierdzić, że w ostatnim okresie wyceny w USA wzrosły wyjątkowo silnie, z kolei bilanse banków centralnych - powoli. Dlatego spodziewamy się pewnego powrotu do stanu równowagi. To znaczy banki centralne wciąż będą pompować rynki, ale amerykańskie indeksy nie będą już rosnąć tak silnie i więcej kapitału popłynie w stronę rynków wschodzących.

Zresztą, w przeszłości mieliśmy kilka takich okresów, kiedy S&P 500 rósł wyjątkowo silnie, mimo że banki centralne nie były aż tak aktywne (czerwone ramki na wykresie). Zazwyczaj po nich przychodziło pewne spowolnienie na rynku akcji w USA.



#### d) Surowce

Gospodarki krajów rozwijających się, a także ich giełdy, są stosunkowo silnie powiązane z cenami surowców. Kiedy w latach 2003-2007 surowce mocno drożały, zyskiwały również waluty i giełdy krajów EM. Następnie doszło do pęknięcia bańki. Statystyka za lata 2008-2019 jest porażająca. W tym okresie ETN DBC, dający ekspozycję na szeroką gamę surowców, przynosił średnioroczny zwrot w wysokości -5,2%. Oczywiście nie oznacza to, że o tyle spadały ceny surowców, ponieważ notowania ETN-u dodatkowo obniżał efekt contango (niezorientowani powinni zajrzeć do Słowniczka). Tak czy inaczej, był to bardzo słaby okres w wykonaniu surowców. Dla porównania, duże spółki amerykańskie drożały w tym czasie o 9% rocznie.

@CharlieBilello		ETF Total Returns (2008 - 2019, as of 12/31/2019)												Data Source: YCharts	
ETF	Asset Class	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2008-19 Cumulative	2008-19 Annualized
SPY	US Large Caps	-36.9%	26.4%	15.1%	1.9%	16.0%	32.2%	13.5%	1.2%	12.0%	21.7%	-4.5%	31.2%	181.3%	9.0%
VNQ	US REITs	-39.4%	28.0%	28.4%	8.6%	17.6%	2.3%	30.4%	2.4%	8.6%	4.9%	-6.0%	28.9%	139.8%	7.6%
MDY	US Mid Caps	-36.5%	37.6%	26.3%	-1.8%	15.0%	35.2%	9.4%	-2.5%	20.5%	15.9%	-11.3%	25.8%	180.2%	9.0%
IWM	US Small Caps	-34.2%	28.5%	26.9%	-4.4%	16.7%	38.7%	5.0%	-4.5%	21.6%	14.6%	-11.1%	25.4%	158.8%	8.2%
EFA	EAFE Stocks	-41.0%	27.0%	8.2%	-12.2%	18.8%	21.4%	-6.2%	-1.0%	1.4%	25.1%	-13.8%	22.0%	27.0%	2.0%
EEM	EM Stocks	-48.9%	69.0%	16.5%	-18.8%	19.1%	-3.7%	-3.9%	-16.2%	10.9%	37.3%	-15.3%	18.2%	15.1%	1.2%
GLD	Gold	4.9%	24.0%	29.3%	9.6%	6.6%	-28.3%	-2.2%	-10.7%	8.0%	12.8%	-1.9%	17.9%	73.3%	4.7%
LQD	Investment Grade Bonds	2.5%	7.9%	9.3%	9.7%	10.6%	-2.0%	8.2%	-1.3%	6.2%	7.1%	-3.8%	17.4%	97.2%	5.8%
PFF	Preferred Stocks	-23.9%	37.6%	13.8%	-2.0%	17.8%	-1.0%	14.1%	4.3%	1.3%	8.1%	-4.7%	15.9%	96.0%	5.8%
EMB	EM Bonds (USD)	-2.1%	15.4%	10.8%	7.7%	16.9%	-7.8%	6.1%	1.0%	9.3%	10.3%	-5.5%	15.5%	104.8%	6.2%
TLT	Long Duration Treasuries	34.0%	-22.1%	9.0%	34.0%	2.6%	-13.4%	27.3%	-1.8%	1.2%	9.2%	-1.6%	14.1%	110.2%	6.4%
HYG	High Yield Bonds	-17.5%	27.4%	11.9%	6.8%	11.7%	5.8%	1.9%	-5.0%	13.4%	6.1%	-2.0%	14.1%	93.0%	5.6%
DBC	Commodities	-31.8%	16.3%	11.9%	-2.6%	3.5%	-7.6%	-28.1%	-27.6%	18.6%	4.9%	-11.6%	11.8%	-47.1%	-5.2%
BND	US Total Bond Market	5.2%	2.9%	5.3%	7.7%	3.9%	-2.1%	5.8%	0.6%	2.5%	3.6%	-0.1%	8.8%	53.4%	3.6%
TIP	TIPS	-0.5%	7.5%	6.1%	13.3%	6.4%	-8.5%	3.6%	-1.8%	4.7%	2.9%	-1.4%	8.3%	46.6%	3.2%
BIL	US Cash	1.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.7%	1.7%	2.2%	6.2%	0.5%
Highest Return		TLT	EEM	GLD	TLT	EEM	IWM	VNQ	PFF	IWM	EEM	BIL	SPY	SPY	SPY
Lowest Return		EEM	TLT	TIP	EEM	TLT	GLD	DBC	DBC	TLT	TIP	EEM	BIL	DBC	DBC
% of Asset Classes Positive		31%	94%	94%	56%	94%	38%	69%	31%	100%	100%	6%	100%	94%	94%

Jeśli ceny surowców odbiją, to przełoży się to na drożące waluty i giełdy krajów EM. Pytanie brzmi: dlaczego miałyby do tego dojść? Otóż przybywa krajów, w których potężne zadłużenie zaczyna całkowicie hamować gospodarkę. Kredyty ograniczają konsumpcję gospodarstw domowych oraz powstrzymują przedsiębiorstwa przed inwestycjami. W takiej sytuacji w przeszłości zazwyczaj dochodziło do fali bankructw, które oczyszczają gospodarkę z nadmiernego zadłużenia i pozwalają na dalszy rozwój. Taki scenariusz nie jest mile widziany przez rządzących. Im marzy się inne rozwiązanie, a mianowicie zdevaluowanie zadłużenia za pomocą wysokiej inflacji. A ta jest równoznaczna z rosnącymi cenami surowców. Podkreślmy to – w okresach rosnącej inflacji nie ma ani jednej grupy aktywów, która radziłaby sobie lepiej niż surowce.

## **Co przemawia „przeciw” wzrostom na rynkach EM?**

Tutaj doprecyzujemy jedną kwestię. Niezależnie od zagrożeń wypisanych poniżej, inwestorzy powinni przynajmniej część środków trzymać na giełdzie, o ile mają dostęp do atrakcyjnie wycenionych rynków. Powód jest prosty: dodruk ze strony banków centralnych trwa i być może przez kolejny rok ceny akcji będą sztucznie podbijane. Jeśli całkowicie „obrazimy” się na rynek, to możemy przespać ciekawe okazje. Nie zmienia to jednak faktu, że przy obecnych zagrożeniach ekspozycja na akcje powinna być mniejsza niż zazwyczaj.

### **a) Spowolnienie gospodarcze**

W przypadku wielu gospodarek rok 2019 był okresem wyhamowania. Słabe dane dotyczyły zwłaszcza przemysłu. Jeśli kolejny rok będzie pod tym względem jeszcze gorszy, to doczekamy się ucieczki kapitału do tzw. aktywów safe haven, czyli tych najbezpieczniejszych. Do tej grupy należy amerykański dolar. Skoro waluta USA będzie rosła w siłę, to wiele walut z rynków EM będzie mieć problemy.

### **b) Wojna USA – Iran**

Podobna sytuacja jak powyżej. Jeśli konflikt rozgorzeje, to wielu inwestorów postanowi zabezpieczyć swój kapitał przenosząc się do najbezpieczniejszych walut, jak również do złota. Jeśli komuś trudno to sobie wyobrazić, to wystarczy wziąć pod uwagę wydarzenia z ostatnich dni. Tuż po zabiciu irańskiego generała przez Amerykanów, wyceny zdecydowanej większości ETF-ów na rynki EM spadły. Po pierwsze dlatego, że przecena dotknęła same spółki. Po drugie dlatego, że waluty tych krajów straciły na wartości. Ostatecznie pomiędzy 2 a 7 stycznia 2020 roku ETF-y dające ekspozycję na Rosję, Turcję, Pakistan, Katar, Zjednoczone Emiraty, Polskę i Brazylię straciły od 1,5% do 3,5% wartości. Ze sprawdzanych przez nas krajów zyskała tylko Nigeria. Umocniły się także złoto i dolar.

### **c) Możliwe spadki w USA**

O przewartościowaniu akcji w Stanach Zjednoczonych napisaliśmy wiele, więc nie będziemy się powtarzać. Reguła jest następująca: rynek akcji w USA może rosnąć, nawet jeśli w innych krajach giełdy spadają. Jeśli jednak giełda amerykańska traci, to przeceny osiągają także inne kraje. Zatem jeśli pomoc ze strony FED-u nie będzie wystarczająca i akcje w USA mocno spadną, to stracą również giełdy w krajach rozwijających się.

### **d) Mania wokół spółek technologicznych**

Indeksy w USA są ewidentnie podtrzymywane wzrostami kilku spółek, takich jak Apple, Microsoft czy Nvidia. Wartość ich akcji potrafi podwoić się w ciągu roku. To przyciąga spekulantów liczących na szybki zysk. Nikt nie jest w stanie określić czy mania wokół spółek technologicznych potrwa kolejny rok czy skończy się za tydzień. Jeśli jednak to szaleństwo będzie kontynuowane, to z pewnością wielu „ulicznych inwestorów” będzie wybierać nie tyle cały rynek w USA, co konkretne spółki, podobnie jak było to pod koniec lat 60. Tym samym zmniejszy się zainteresowanie wokół rynków EM.

### **e) Problemy walut rynków wschodzących**

Jeśli dojdzie do kolejnego znaczącego umocnienia dolara (a jak widzieliście, może tak się stać), to w najgorszej sytuacji znajdują się kraje, które spłacają głównie kredyty denominowane w dolarze. Dla nich wzrost USD to dodatkowe obciążenie. W razie niepokoju, kapitał może zacząć uciekać z takiego kraju, co mocno osłabi jego walutę. Ostatnie 2 lata pokazały, że załamanie walut w krajach EM jest całkiem prawdopodobne. W tym czasie problemy miały Argentyna, Turcja, Brazylia, Indie czy Pakistan.

Podsumowując, nie brakuje zarówno argumentów za inwestycją na rynkach EM, jak i przeciwko niej. Z pewnością sytuacja byłaby łatwiejsza, gdyby w USA ceny utrzymywały się na neutralnych poziomach. Tak nie jest, w związku z czym ekspozycja na rynki EM powinna być nieco mniejsza niż zazwyczaj.

A które rynki wybrać? O tym w drugiej części artykułu, gdzie porównamy wyceny oraz perspektywy dla poszczególnych krajów i ich walut.

*Independent Trader Team*



## Które rynki wybrać w 2020 roku - cz. 2?

W **pierwszej części** artykułu omówiliśmy argumenty „za” i „przeciw” inwestowaniu na rynkach rozwijających się. Teraz przyjrzymy się ich wycenom. Zwrócimy również uwagę na najciekawiej wycenione kraje rozwinięte.

Zacznijmy od opracowania starcapital.de. Jego plusem jest fakt, że wskaźniki obejmują całą giełdę w danym kraju. Minus z kolei jest taki, że znajdziemy tutaj tylko niektóre rynki wschodzące (trudno jest pozyskać wskaźnik CAPE dla całej giełdy w Nigerii, więc tego kraju w tabeli nie ma).

FUNDAMENTAL VALUATION RATIOS IN INTERNATIONAL EQUITY MARKETS AS OF 31.12.2019

Country	Weight	CAPE	PE	PC	PB	PS	DY	RS 26W	RS 52W	Score
Russia	1.0%	7.8	5.9	4.8	1.0	0.9	6.6%	1.11	1.19	1
Turkey	0.2%	8.5	10.3	5.3	1.3	0.7	2.7%	1.16	1.24	2
China	1.9%	15.6	10.9	6.2	1.3	1.3	2.4%	1.10	1.11	3
Korea (South)	1.5%	12.7	16.5	6.6	1.0	0.7	2.1%	1.10	1.08	4
Hungary	0.0%	17.6	10.6	5.0	1.4	0.6	2.7%	1.10	1.09	5
Italy	1.0%	21.2	14.4	5.7	1.3	0.7	3.6%	1.06	1.10	6
Greece	0.1%	-3.2	17.5	6.6	0.9	0.7	3.0%	1.08	1.17	7
United Kingdom	4.6%	16.5	15.9	9.7	1.8	1.2	4.3%	1.09	1.11	8
Austria	0.2%	16.8	11.6	6.5	1.2	0.7	3.4%	1.04	1.06	9
Spain	1.1%	14.5	15.5	6.7	1.5	1.2	3.9%	1.05	1.06	10
Portugal	0.1%	17.3	18.1	5.6	1.7	0.7	4.5%	1.05	1.06	11
Poland	0.2%	11.0	12.5	7.1	1.1	0.7	3.0%	1.01	0.98	12
Singapore	0.8%	14.1	12.8	8.5	1.0	1.0	3.8%	1.02	1.02	13
Czech	0.0%	10.2	13.8	7.1	1.5	1.6	5.8%	1.04	1.02	14
Taiwan	1.3%	22.1	19.2	10.9	2.1	1.2	3.8%	1.12	1.18	15
South Africa	0.5%	17.6	13.8	10.2	1.9	1.3	4.2%	1.07	1.07	16

Giełdy zostały uszeregowane począwszy od tej najatrakcyjniejszej (w opinii autorów opracowania). My jednak przeanalizujemy całość po swojemu.

Najbardziej interesuje nas wskaźnik CAPE i tutaj liderami są Rosja i Turcja. Bardzo dobrze wyglądają także Czechy i Polska. Potwierdza się zatem to o czym pisaliśmy w pierwszej części artykułu – region Europy Środkowo-Wschodniej jest naprawdę atrakcyjnie wyceniony.

W przypadku Grecji wskaźnik CAPE jest ujemny, co oznacza, że tamtejsze spółki notowały straty przez większość poprzedniej dekady. Kraj ten nadal obciążony jest ogromnym długiem, co nie wróży dobrze gospodarce, dlatego naszym zdaniem nie ma sensu inwestować w Grecję długoterminowo.

Dalej mamy wskaźnik P/E (cena/zysk), który jest po prostu mniej wiarygodną wersją CAPE, więc omijamy go w tej analizie. Jeśli ktoś chciałby poznać różnice między CAPE a P/E, niech zajrzy do artykułu „**Jak korzystać ze wskaźnika cena/zysk?**”.

Następnie zerkamy na wskaźnik P/BV (cena/wartość księgową). Tutaj warto zwrócić uwagę na jedną kwestię. Generalnie wskaźnik P/BV jest zazwyczaj nieco niższy w przypadku krajów opartych na surowcach. Wynika to z faktu, że spółki działające np. w przemyśle mają wyższą wartość księgową (budynki, sprzęt), co automatycznie obniża wskaźnik. Tak jest chociażby w Rosji, gdzie P/BV na poziomie 0,8 - 1, to norma. Zupełnie inaczej jest w rozwiniętych krajach azjatyckich. Tamtejsze spółki bardzo często opierają się na wiedzy (nowe technologie), co sprawia, że ich wskaźnik P/BV jest naturalnie wyższy i oscyluje na poziomie 1,5. Przyjrzyjcie się jeszcze raz tabeli. Wskaźnik dla Singapuru i Korei Południowej (dwie innowacyjne gospodarki) jest taki sam, jak w Rosji. To pokazuje, że dwie rozwinięte i stabilne giełdy pod kątem P/BV zrównały się z Rosją, uzależnioną w dużej mierze od wydobycia surowców.

Oprócz wymienionych krajów, pod kątem P/BV dobrze prezentują się również Turcja i Polska.

Warto jeszcze zwrócić uwagę na poziom dywidendy. Rewelacyjnie wyglądają Rosja i Czechy. Pamiętajcie jednak, że jeśli zainwestujecie np. w ETF na Rosję to poziom dywidendy może być nieco inny. W powyższym opracowaniu podano dywidendę dla całego rynku rosyjskiego, natomiast ETF może zapewniać Wam ekspozycję np. na 20-30 wybranych spółek.

## MOAR, czyli które kraje zaliczyły słaby rok?

Analizując rynki pod kątem inwestycji skupiamy się przede wszystkim na analizie fundamentalnej. Warto jednak przypomnieć również strategię Michaela O'Higginsa (tzw. MOAR), prezentowaną przez Tradera21 między innymi w artykule „**MOAR, czyli fantastyczne zyski przy małej zmienności**”. W dużym skrócie: O'Higgins co roku wprowadza do portfela kilka rynków, które prezentowały się bardzo słabo w poprzednich 12 miesiącach. Dlaczego? Dane historyczne pokazują, że rynki, które mają za sobą zły okres, zazwyczaj odbijają w ciągu kolejnego roku, lub maksymalnie dwóch lat.

Strategia MOAR, opierająca się na najtańszych rynkach świata, metalach szlachetnych, obligacjach i gotówce przynosi naprawdę niezłe rezultaty w długim terminie (ok. 9,5% średniorocznego zysku na przestrzeni 50 lat).

Przyjrzyjmy się zatem, które rynki wypadły najlepiej, a które najgorzej w ciągu ostatniego roku. Wykorzystamy w tym celu tabele ze strony [seekingalpha.com](http://seekingalpha.com). Tym razem zamiast całych rynków dostajemy informacje na temat ETF-ów na poszczególne kraje. Plus jest jednak taki, że tabela obejmuje wyniki dla naprawdę wielu krajów.

ETF or ETN	Today	1 Mths	1 Yr▼	YTD
Greece (GREK)	1.2%	6.8%	35.3%	-0.4%
Taiwan (EWT)	0.8%	2.1%	29.3%	-0.5%
Russia (RSX)	0.3%	5.6%	28.9%	3.5%
Netherlands (EWN)	0.2%	2.8%	24.8%	0.1%
Switzerland (EWL)	-0.2%	3.9%	24.4%	0.0%
United States (EUSA)	0.4%	3.0%	23.3%	0.7%
New Zealand (ENZL)	-0.5%	1.7%	20.8%	-1.1%
China (GXC)	1.2%	9.9%	19.5%	3.1%
France (EWQ)	0.1%	3.9%	19.4%	-0.1%
Turkey (TUR)	4.1%	6.8%	17.6%	4.6%
Colombia (GXG)	-0.2%	7.3%	17.5%	1.5%
Canada (EWC)	0.2%	1.9%	17.0%	0.5%
Italy (EWI)	0.6%	4.6%	16.8%	1.1%
Ireland (EIRL)	-0.7%	0.6%	15.8%	-1.1%
Belgium (EWK)	0.3%	1.0%	15.0%	-0.3%
Israel (EIS)	0.4%	0.4%	13.4%	1.3%
Germany (EWG)	0.9%	3.8%	13.0%	1.5%
Australia (EWA)	0.0%	0.8%	13.0%	0.4%
Japan (EWJ)	0.7%	-0.6%	12.8%	1.2%
Sweden (EWD)	-0.5%	2.8%	12.1%	0.2%
United Kingdom (EWU)	0.1%	2.9%	11.3%	-0.6%
Brazil (EWZ)	-0.8%	4.6%	8.6%	-1.7%
Hong Kong (EWH)	1.2%	7.2%	6.5%	2.7%
Austria (EWO)	0.2%	2.8%	5.5%	0.1%

Vietnam (VNM)	-0.1%	0.3%	4.6%	-0.9%
Portugal (PGAL)	-0.4%	2.4%	4.5%	-0.3%
Singapore (EWS)	-0.6%	0.7%	4.5%	0.3%
Mexico (EWW)	0.1%	7.0%	4.0%	2.5%
South Korea (EWY)	0.9%	7.4%	3.9%	-0.4%
Spain (EWP)	0.0%	0.9%	2.0%	-0.8%
Saudi Arabia (KSA)	1.6%	0.5%	1.5%	-0.8%
Peru (EPU)	-0.4%	6.1%	0.6%	-1.3%
Norway (NORW)	-0.2%	6.4%	0.5%	0.1%
Thailand (THD)	0.7%	1.5%	-0.3%	-1.8%
Indonesia (IDX)	-0.1%	0.1%	-1.4%	-0.2%
Philippines (EPHE)	-0.4%	0.4%	-1.5%	-0.7%
Egypt (EGPT)	1.6%	-1.0%	-1.6%	-1.1%
Pakistan (PAK)	1.9%	3.7%	-4.6%	3.6%
Malaysia (EWM)	0.1%	3.8%	-5.3%	0.0%
United Arab Emirates (UAE)	0.8%	0%	-7.0%	-1.5%
Nigeria (NGE)	-0.4%	8.7%	-7.7%	9.7%
Qatar (QAT)	0.8%	-0.4%	-7.9%	0.6%
South Africa (EZA)	-0.8%	-1.6%	-11.0%	-2.2%
India (PIN)	1.0%	-20.2%	-16.6%	0.2%
Chile (ECH)	-0.5%	4.2%	-22.5%	2.3%

W 2019 roku najstabiliej radziły sobie: Chile, Indie, RPA, Katar, Nigeria, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Malezja i Pakistan. Poza tym rok na minusie skończyły także Egipt, Filipiny, Indonezja i Tajlandia. Niektóre z tych krajów nie znalazły się w opracowaniu starcapital.de, więc postanowiliśmy przyjrzeć się ich ETF-om pod kątem fundamen-  
tów.

Ticker	P/E	P/BV	DY
NGE	5,28	0,74	6,29%
PAK	8,26	1,08	3,57%
UAE	10,52	0,98	3,54%
EGPT	10,75	1,37	2,07%
EZA	13,10	1,86	12,26%
QAT	13,61	1,43	3,54%
ECH	14,33	1,46	2,47%

Zdecydowanie najciekawiej wypadają trzy pierwsze, czyli Nigeria (NGE), Pakistan (PAK) oraz Zjednoczone Emiraty Arabskie (UAE). Na szczególną uwagę zasługuje zwłaszcza Nigeria, która jest skrajnie tania, wypłaca wysoką dywidendę i ma za sobą słaby rok. Najwyraźniej nie tylko my to zauważamy. W ciągu ostatnich 10 dni ETF NGE podrożał o 10% (!).

Oczywiście bardzo ładnie wygląda dywidenda dla ETF-u na RPA (EZA), ale dla nas inwestowanie w tym kraju nie wchodzi w grę, tak długo jak rządzą nim chorzy psychicznie ludzie.

Być może zauważyliście, że w powyższym opracowaniu zabrakło Polski. Nie mamy pojęcia, dlaczego seekingalpha.com nie wzięło pod uwagę ETFu EPOL. Na szczęście kilka dni temu jeden z Czytelników rozwiązał ten problem, zamieszczając w komentarzach taką grafikę.

### Indeksy rynków wschodzących - roczne całkowite stopy zwrotu (w USD)

MSCI Country Index	2019 YTD	MSCI Country Index	2018	MSCI Country Index	2017
RUSSIA	52,7%	QATAR	29,8%	ARGENTINA	77,6%
GREECE	43,6%	SAUDI ARABIA	19,3%	<b>POLAND</b>	<b>55,3%</b>
EGYPT	42,1%	PERU	1,6%	CHINA	54,4%
TAIWAN	37,7%	RUSSIA	0,5%	KOREA	47,8%
COLOMBIA	31,2%	BRAZIL	-0,2%	CHILE	42,9%
BRAZIL	26,7%	CZECH REPUBLIC	-2,2%	HUNGARY	38,6%
CHINA	23,7%	THAILAND	-5,3%	TURKEY	38,6%
HUNGARY	19,4%	MALAYSIA	-6,0%	PERU	38,4%
<b>EM (EMERGING MARKETS)</b>	<b>18,9%</b>	HUNGARY	-6,1%	CZECH REPUBLIC	37,9%
KOREA	13,1%	INDIA	-7,3%	<b>EMERGING MARKETS</b>	<b>37,2%</b>
MEXICO	11,8%	UNITED ARAB EMIRATES	-7,7%	INDIA	37,1%
TURKEY	11,7%	TAIWAN	-8,2%	SOUTH AFRICA	35,5%
PHILIPPINES	11,0%	INDONESIA	-8,7%	THAILAND	33,8%
PAKISTAN	10,8%	COLOMBIA	-11,4%	GREECE	27,8%
SOUTH AFRICA	10,7%	<b>POLAND</b>	<b>-12,5%</b>	TAIWAN	27,3%
THAILAND	9,8%	EGYPT	-13,7%	BRAZIL	25,0%
INDONESIA	9,7%	<b>EMERGING MARKETS</b>	<b>-14,2%</b>	PHILIPPINES	24,5%
INDIA	7,6%	MEXICO	-15,3%	INDONESIA	24,2%
SAUDI ARABIA	7,4%	PHILIPPINES	-16,1%	MALAYSIA	23,1%
CZECH REPUBLIC	6,6%	CHINA	-18,8%	COLOMBIA	16,2%
PERU	4,8%	CHILE	-18,9%	MEXICO	13,9%
UNITED ARAB EMIRATES	4,0%	KOREA	-20,5%	SAUDI ARABIA	8,4%
QATAR	-1,0%	SOUTH AFRICA	-24,3%	RUSSIA	5,5%
MALAYSIA	-2,0%	PAKISTAN	-34,2%	EGYPT	5,1%
<b>POLAND</b>	<b>-5,3%</b>	GREECE	-36,7%	UNITED ARAB EMIRATES	2,9%
CHILE	-16,0%	TURKEY	-41,1%	QATAR	-11,5%
ARGENTINA	-20,7%	ARGENTINA	-50,7%	PAKISTAN	-24,0%

Źródło: Qnews.pl, MSCI.

Pokazuje ona wyniki dla indeksów poszczególnych krajów za lata 2017-2019. Pamiętajcie, że są to indeksy, a nie ETF-y. To może wprowadzać w błąd. Np. ETF na Egipt zaliczył słaby 2019 rok. Z kolei indeks MSCI Egipt obejmuje tylko 3 spółki, które akurat radziły sobie bardzo dobrze.



Nas jednak interesuje Polska, a w tym przypadku indeks jest stosunkowo miarodajny (obejmuje 18 spółek). Widzimy, że zarówno 2019, jak i 2018 rok kończyły się na minusie. Efekt jest taki, że dziś polski rynek spełnia kryteria pod kątem inwestycji: jest tani fundamentalnie, ma za sobą słaby okres, a na GPW panuje pesymizm.

Poza Polską jedynie indeksy Malezji, Chile i Argentyny zaliczyły dwa słabe lata. Ten ostatni kraj, ze względu na niestabilną walutę, nie może być brany pod uwagę. Wskaźniki dla ETFu na Chile widzieliście wyżej (ECH). Wciąż nie jest to tani rynek. Zostaje nam Malezja, ale także i w tym przypadku wyceny są niezadowalające ( $PE = 18$ ,  $P/BV = 1,6$ ).

## Co z walutami?

Będziemy przypominać to do znudzenia. Na rynkach EM inwestujemy najczęściej poprzez ETF-y denominowane w dolarze amerykańskim. Jeśli zatem dodajemy do portfela ETF TUR, to nasz wynik zależy od dwóch czynników:

- notowań tureckich spółek

oraz

- zmiany kursu liry tureckiej w stosunku do dolara.

Im lepiej radzi sobie dana waluta, tym wyższy zysk z inwestycji. Dlatego też idealny rynek pod inwestycje, to taki, który:

- Jest tani fundamentalnie,
- Ma za sobą słaby okres,
- Waluta w danym kraju jest stosunkowo nisko względem dolara,
- Dany kraj ma odpowiedniej wielkości rezerwy walutowe i nie ma problemu ze stanem finansów publicznych (np. zbyt wysoki dług mógłby grozić obniżeniem ratingu i ucieczką inwestorów)

Nie ma idealnego sposobu, by określić która waluta prezentuje największy potencjał. Warto jednak zerknąć na zmiany kursów walutowych w ostatnim roku.

W każdym przypadku punktem odniesienia jest dolar. Tabela zaczyna się od naj słabszej waluty, jaką było argentyńskie peso (dolar umocnił się w stosunku do tej waluty aż o 59%).

Name	Last	52W %Chg
U.S. Dollar/Argentine Peso	59.7423	+59.13%
U.S. Dollar/Chilean Peso	772.57	+13.62%
U.S. Dollar/Brazilian Real	4.06606	+9.53%
U.S. Dollar/Hungarian Forint	297.591	+5.93%
U.S. Dollar/Swedish Krona	9.44326	+5.84%
U.S. Dollar/Romanian Leu	4.2887	+5.19%
U.S. Dollar/Korean Won	1,168.04	+4.16%
U.S. Dollar/Australian Dollar	1.4551	+3.89%
U.S. Dollar/Icelandic Krona	123.076	+3.69%
U.S. Dollar/Norwegian Krone	8.86241	+3.66%
U.S. Dollar/Croatian Kuna	6.6865	+2.97%
U.S. Dollar/Danish Krone	6.7144	+2.89%
U.S. Dollar/Euro FX	0.89854	+2.81%
U.S. Dollar/Bulgarian Lev	1.74860	+2.78%
U.S. Dollar/Lebanese Pound	1,510.2	+2.50%
U.S. Dollar/Indian Rupee	71.8221	+2.41%
U.S. Dollar/Qatari Riyal	3.6375	+2.16%
U.S. Dollar/South African Rand	14.24496	+2.09%
U.S. Dollar/Fiji Dollar	2.1624	+1.92%
U.S. Dollar/Serbian Dinar	105.054	+1.84%
U.S. Dollar/Moroccan Dirham	9.5772	+1.82%
U.S. Dollar/Polish Zloty	3.8149	+1.58%
U.S. Dollar/Chinese Yuan	6.9420	+1.31%
U.S. Dollar/Czech Koruna	22.6693	+1.28%
U.S. Dollar/New Zealand Dollar	1.5023	+1.00%
U.S. Dollar/Kuwaiti Dinar	0.30271	+0.15%
U.S. Dollar/Saudi Riyal	3.7511	+0.11%
U.S. Dollar/Japanese Yen	108.460	-0.23%
U.S. Dollar/Malaysian Ringgit	4.0989	-0.25%
U.S. Dollar/Singapore Dollar	1.3501	-0.57%
U.S. Dollar/Sri Lankan Rupee	181.08	-0.60%
U.S. Dollar/Hong Kong Dollar	7.7772	-0.78%
U.S. Dollar/Swiss Franc	0.97139	-0.97%
U.S. Dollar/Indonesian Rupiah	13,892	-1.37%
U.S. Dollar/Canadian Dollar	1.30037	-2.05%
U.S. Dollar/Mexican Peso	18.8781	-2.43%
U.S. Dollar/Philippine Peso	50.8364	-3.11%
U.S. Dollar/British Pound	0.76031	-3.34%
U.S. Dollar/Israeli Shekel	3.464772	-6.27%
U.S. Dollar/Russian Ruble	61.873	-7.45%

Poza argentyńskim peso, jest tylko kilka walut, które wyraźnie straciły do dolara. Są to waluty Chile, Brazylii, Szwecji, Węgier czy Rumunii. Generalnie jednak w większości przypadków nie było wielkich zmian w stosunku do USD (ruchy +/- o 2%).

Patrząc w dłuższej perspektywie, mamy za sobą niemal 10 lat aprecjacji dolara, w związku z czym USD jest silny w stosunku do większości walut. Teoretycznie amerykańska waluta powinna zacząć się osłabiać. Pamiętajmy jednak, że jeśli dojdzie do wzrostu niepewności na rynkach, to dolar od razu się umocni. Potencjalnych czynników zapalnych nie brakuje, są to chociażby:

- a. Globalna recesja,
- b. Konflikt USA – Iran,
- c. Problemy na rynku obligacji korporacyjnych,
- d. Problemy sektora bankowego w Europie lub Chinach.

Którekolwiek z tych wydarzeń może doprowadzić do umocnienia dolara i słabszych wyników krajów EM. Przypominamy o tym po raz kolejny, by każdy miał świadomość, że z jednej strony jest kilka naprawdę atrakcyjnie wycenionych z rynków, a z drugiej lepiej nie inwestować w nie więcej niż 15% portfela.

## Podsumowanie

Przejrzeliśmy wyceny poszczególnych rynków, a także ich wyniki w ostatnich latach. Na tej podstawie z pewnością możemy wyróżnić kilka giełd:

**Rosja** – wciąż najtańszy rynek świata (przynajmniej pod względem CAPE) z bardzo wysoką dywidendą. Minusem jest fakt, że ostatni rok zakończył się sporymi zyskami rosyjskiej giełdy, a rzadko zdarza się by dana giełda przez dwa lata z rzędu notowała bardzo silne wzrosty. Tak czy inaczej pozostajemy pozytywnie nastawieni do tamtejszego rynku, zwłaszcza do wybranych spółek z regularnie wypłacaną wysoką dywidendą.

**Turcja** – kolejny tani rynek z bardzo niskim poziomem wskaźnika P/BV. Głównym obciążeniem dla inwestycji w tym kraju jest ryzyko geopolityczne.

**Nigeria** – bardzo tani rynek z wysoką dywidendą i w dodatku ma za sobą słaby rok. Spełnia wiele wymogów, by stać się najlepszym rynkiem 2020 roku. Problemem jest jednak sytuacja wewnętrzna w Nigerii, z jej nieprzewidywalnym prezydentem na czele.

**Polska** – neutralnie wyceniony rynek, tanie małe spółki, przyzwoita dywidenda, słabe lata 2018 i 2019. To wszystko zachęca, by spojrzeć na GPW przychylniejszym okiem.

**Pakistan** – kolejny tani rynek, który w ostatnich tygodniach wyraźnie odżył. Pakistan, podobnie jak Turcja, lawiruje pomiędzy USA i państwami ze wschodu. To sprawia, że ryzyko geopolityczne w tym kraju jest znaczące.

Poza tym, warto wyróżnić Singapur oraz Korea Południowa. W przypadku tych krajów wyceny zaczynają wyglądać atrakcyjnie. Jednocześnie są to państwa dużo stabilniejsze niż Turcja, Nigeria czy Pakistan.

Na koniec jeszcze jedna uwaga. Do tej pory skupowanie aktywów i podbijanie wycen akcji czy obligacji, było domeną największych banków centralnych. Jeśli jednak koniunktura gospodarcza ulegnie pogorszeniu, nie można wykluczyć, że za druk wezmą się również inne banki centralne. Kilka miesięcy temu prezes NBP Adam Glapiński przyznał, że ma do dyspozycji „wszystkie narzędzia dostępne bankom centralnym na Zachodzie”.

Oczywiście żaden bank centralny nie może przeprowadzić skupu aktywów bez zielonego światła od Banku Rozrachunków Międzynarodowych. Groziłoby to upadkiem waluty. Jeśli jednak takie przyzwolenie z BISu się pojawi, to być może banki centralne zaczną skupować obligacje. Będzie to oznaczało zwiększenie płynności na rynkach finansowych, a część nowego kapitału przepłynie na rynki akcji, podbijając ich wyceny. Póki co są to jednak tylko nasze dywagacje.

Inwestując na rynkach wschodzących musimy pamiętać, że ich wyceny są zależne od tego, co dzieje się w Stanach Zjednoczonych. Z kolei notowania w USA zależą od tego, co robią bankierzy centralni. Jeśli nie chcemy być uzależnieni od ich poczynań, to nie angażujemy większości swoich środków w akcje.

*Independent Trader Team*

## Opinie Czytelników

Poniżej przedstawiamy opinie naszych czytelników. Są bardzo różnorodne, a wiele z nich zdecydowanie zasługuje na wyróżnienie.

### USA robiąc zadymę na Bliskim Wschodzie traci na wielu frontach

**Autor: Freeman**

Coraz bardziej jestem przekonany o tym, że sprawa wokół Iranu na jakiś czas ucichnie, czyli krótko mówiąc wojna jeszcze nie teraz. Coraz bardziej potwierdza się poranna wersja o niskiej szkodliwości irańskiego rewanżu. Co do samego Trumpa przypomniałem sobie kilka jego taktyk z czasów prezydentury i pojawia się schemat robienia zamieszania i niewiele ponadto. Jak bardzo groził Kimowi wojną i rozeszło się po kościach. USA robiąc zadymę na BW traci na wielu frontach: widać było po reakcji, silnych wzrostach Au co oznacza straty dla szortujących fedziarzy. Drożeje ropa, zyskuje Rosja - wróg USA. Na arenie międzynarodowej USA traci twarz i coraz częściej i jawniej dla wielu, odstania się wizerunek pasożyta zbira. Żeby nie było zbyt różowo; oni potrzebują wojny do przetrwania i zrobią ją. Ale musi to być wojna o zasięgu muszącym wywołać globalnie nowe rozdanie wpływów, oczywiście dla USA. Nie oznacza to konieczności nuklearnego zaorania połowy globusa, ale stworzenie pewnego aktu pokazowego i stworzenie tak silnych kulis strachu, że na tej bazie stworzycie nowy porządek. Nie wykluczam, że obecne wydarzenia związane z Iranem nie są początkiem późniejszych radykalnych działań. Na razie dano nam czas.

### Żyjemy w erze ukrytej inflacji

**Autor: manieq**

Po prostu ten system doszedł do ściany, winny jest kapitał który przestał być pieniądzem. Pieniądz stracił swoją funkcję wymiany na towar, a zamienił się w kapitał czyli towar którego funkcją jest ... przyrost ... pieniądza bez funkcji wymiany za towar. Po prostu Warren Buffett nie dlatego ma 130 mld dolarów w łapczywie bo lubi, tylko dlatego że odsetki które zgromadził na operacjach finansowych i z dywidend (czyli odcinanie kuponu od realnej gospodarki bez inwestowania tej gotowizny z powrotem w gospodarkę) straciły swoją wartość jako pieniądz, nie ma za nie nic sensownego do kupienia, chyba że horrendalnie przepłaci i poniesie stratę. Tłumaczenie tego jest ponad moje siły, po prostu żyjemy w erze ukrytej inflacji, która doprowadzi prawdopodobnie albo do kolapsu systemu monetarnego, albo do jakiegoś twardego resetu. Winni są bankierzy i naprawdę jest drugorzędne jakiej są narodowości, bo ten system ma wbudowaną niestabilność w formie odsetek.



Prosty eksperyment myślowy, w pojemniku jest na dnie pożywka w formie ludziny - przyrost 1 pokolenie na 25 lat. Na ludzinie żyją bakterie w formie pieniędzy i kapitału. Funkcją pieniędzy jest wymiana za towar, funkcją kapitału ... przyrost kapitału mierzony oprocentowaniem czyli procent składany, funkcja wykładnicza. Zakładając że pojemnik jest ograniczony a ludzina przyrasta w stałym tempie, a nawet zaczyna maleć, kapitał zaczyna się mnożyć, **z czasem coraz prędzej**. I tyle, koniec można sobie wymyślić samemu.

Dodam że wykładniczy przyrost kapitału NIE równa się do przyrostowi towaru w realnej gospodarce. Bo żremy maks 1 bochenek dziennie i więcej nam nie potrzeba, jeśli ludzina przyrasta w stałym tempie albo maleje to liczba bochenków potrzebnych do życia nie zwiększa się tak samo prędko jak przyrost kapitału, a zapotrzebowanie na chleb może nawet zmaleć. A nikt się nie zgodzi dobrowolnie na zmniejszenie ilości kapitału przecież ...

## Napięcia w naszym regionie się zagęszczają

**Autor: śledźulik**

Raczej nie możemy spodziewać się powtórki lat 1999-2019 w latach 2019-2039, gdzie te same USD, te same CHF i te same papierowe GBP kupione w 99 mogą być wymienione/używane do dziś. Rok 2039 to będzie już zupełnie inna rzeczywistość, na miarę różnicy między Polską AD 1929 a 1949.

Napięcia, dynamiczne wydarzenia i ruchy w naszym regionie zagęszczają się (problem Brexitu, Ukrainy, Rosji, kryzysu emi. etc.) i tak naprawdę NIKT nie wie jak to się potoczy w ciągu najbliższych 20 lat i gdzie będziemy wówczas jako państwo, naród, społeczeństwo czy nawet jako poszczególne jednostki. Wielu wybitnych specjalistów z 1929 w roku 1949 było a marginesie życia, a np. Bolesław Piasecki wchodził na szczyt świącznika z pozycji skrajnie prawicowych przed wojną etc. etc. etc.

Należy dywersyfikować i trzymać skromną ilość waluty w czymś twardym (AG/AU), ale większość z obecnego kapitału (niezależnie od tego czy jest to 5k/mc czy 500k/mc) należy używać na bieżąco i w charakterze inwestycji i celu zażywania rozrywki/konsumpcji, bo kto wie czy nie będziemy w roku 2039 wspominać 2019 jako "starych, dobrych czasów z szeroko dostępną elektroniką, bezpiecznymi ulicami itd."

Nie należy się też bać starości w roku 2065 będąc z rocznika 1985, bo zmarnujemy sobie na zgryzoty najlepsze lata życia. Nie wiemy jak będzie wyglądać ten świat w tym czasie, nie wiemy też czy będziemy w ogóle żyć. Myślicie, że np. aktor Antoni Fertner w roku 1905 czy 1930 zamartwiał się starością w roku 1955? Sądzę, że nie a był "królem życia" i w 1905 i w 1935 a i w 1955, a byli tacy właściciele konsorcjów, właściciele ziemscy czy właściciele przemysłów w 1935, którzy się zamartwiali, dywersyfikowali i czego nie zniszczył im walec wojny to zniszczył im opór wobec władzy...

Wszelkie publikacje zamieszczone na stronie [www.independenttrader.pl](http://www.independenttrader.pl) oraz w Independent Trader Newsletter powstały w oparciu o wiarygodne informacje, lecz ich trafność nie może być gwarantowana. Przedstawione opinie mogą się dezaktualizować, a ich autor nie jest zobowiązany do ich uaktualniania.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 roku, Nr 206, poz. 1715).

Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Każda inwestycja powinna być konsultowana z licencjonowanym doradcą inwestycyjnym.

Wszystkie zamieszczone materiały są chronione prawami autorskimi. Nie mogą być kopiowane, publikowane czy modyfikowane w żadnej formie bez pisemnej zgody autora.