



## Biuletyn „Pośród byków i niedźwiedzi”

PUNKT WIDZENIA ZARZĄDZAJĄCYCH PORTFELAMI Z FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

**W TYM NUMERZE:** *Artykuły w tym numerze są aktualne na dzień 30 października 2018 r.*

**Jaka przyszłość rysuje się przed prezydentem-elektem Bolsonaro w Brazylii?:** Jair Bolsonaro odniósł zwycięstwo w wyborach prezydenckich w Brazylii, a Frederico Sampaio, CIO w zespole Franklin Templeton Emerging Markets Equity Brazil, uważa, że rynki w dużej mierze już wcześniej uwzględniły ten scenariusz w wycenach aktywów. Autor tłumaczy, że Bolsonaro ma przed sobą dużo pracy na polu przeciwdziałania recesji gospodarczej, zasypywania deficytu budżetowego i walki z korupcją.

**Meksykański punkt widzenia na nowe północnoamerykańskie porozumienie handlowe:** Stany Zjednoczone, Meksyk i Kanada wypracowały niedawno warunki nowego historycznego porozumienia, które ma zastąpić Północnoamerykański Układ Wolnego Handlu (NAFTA). Timothy Heyman, Ramsé Gutiérrez i Jorge Marmolejo z Franklin Local Asset Management Mexico odpowiadają na kilka pytań dotyczących implikacji nowego porozumienia dla Meksyku.

**Nowe porozumienie pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Meksykiem i Kanadą z punktu widzenia Kanadyjczyków:** Po ponad roku napiętych negocjacji, Kanada, Meksyk i Stany Zjednoczone zdołały wypracować układ, który zastąpi porozumienie NAFTA. Stephen Lingard z zespołu Franklin Templeton Multi-Asset Solutions przedstawia swój punkt widzenia na nowe trójstronne porozumienie i tłumaczy jakie korzystne skutki może mieć jego zawarcie dla niektórych spółek kanadyjskich.

## Jaka przyszłość rysuje się przed prezydentem-elektem Bolsonaro w Brazylii?



Fred Sampaio, CFA  
CIO  
Franklin Templeton Emerging Markets Equity  
Brazil

Wzrosty na brazylijskim rynku akcji po pierwszej turze wyborów (pomimo trwającego od pewnego czasu etapu realizacji zysków na rynkach w Stanach Zjednoczonych) odzwierciedlały optymistyczną wiarę inwestorów w bardziej prorynkową politykę po objęciu urzędu prezydenta przez Jaira Bolsonaro.

Teraz, po zapewnieniu sobie wyborczego triumfu, Bolsonaro musi zmierzyć się z zadaniem przywrócenia brazylijskiej gospodarki na właściwe tory i odzyskania zaufania. Wyborcy najwyraźniej uznali, że to właściwy moment na radykalną zmianę.

W oczach elektoratu rywal Bolsonaro, czyli Fernando Haddad, zapowiadał kontynuację poprzedniej polityki, która doprowadziła do rozregulowania gospodarki, włącznie z wygenerowaniem dużego deficytu budżetowego. Podczas gdy Partia Pracujących Haddada była zamieszana w afery korupcyjne, Bolsonaro zyskiwał poparcie między innymi dzięki swojej antykorupcyjnej retoryce.

Obywatele Brazylii wyrazili swoje nadzieje na zmiany i reformy, wybierając Bolsonaro, którego Partia Społeczno-Liberalna była do tej pory w dużej mierze nieznaną.

Bolsonaro zyskał na wiarygodności wraz z wyborem na ministra finansów uznanego liberalnego ekonomisty Paula Guedesa, absolwenta Uniwersytetu Chicagowskiego. Dotychczasowe wystąpienia Guedesa odzwierciedlały bardziej probiznesowe i prorynkowe podejście. Nowy minister mówi o konieczności prywatyzacji, agresywnego zmniejszania deficytu budżetowego i podnoszenia wydajności gospodarki.

Rynek czekał na taki przekaz, a Ibovespa, benchmark brazylijskiego rynku akcji, rozpoczął rajd w górę zaraz po tym, jak sondaże zaczęły sygnalizować przewagę Bolsonaro.

Sądzymy, że w przyszłości lokalny scenariusz powinien być niezwykle korzystny zarówno dla wzrostu zysków, jak i dla brazylijskiego rynku akcji ogółem. Nowy skład brazylijskiego Kongresu z większą reprezentacją konserwatystów powinien zapewnić Bolsonaro rozsądną bazę poparcia dla obiecanych działań, włącznie z prywatyzacją i reformami.

Teraz, gdy sytuacja polityczna staje się mniej niepewna, uważamy, że ryzyko zwrotu w konserwatywnej polityce gospodarczej reprezentowanej przez Partię Pracujących, jaka dominowała na brazylijskiej scenie politycznej przez wiele lat, zostanie wyeliminowane. Sądzymy, że można spodziewać się bardziej sprzyjającego klimatu, w którym nastroje wśród konsumentów i przedsiębiorców ponownie mogą się poprawić, co przeloży się na przyspieszenie dynamiki gospodarki krajowej.

Wyceny na rynku lokalnym są, według nas, rozsądne pod względem wskaźników cen do zysków, a przestrzeń do dalszych wzrostów powinna być większa, gdy sytuacja gospodarcza się poprawi, choć optymistyczne wiadomości zostały w dużej mierze już uwzględnione w wycenach. Po recesji, w efekcie której stopa wzrostu produktu krajowego brutto (PKB) Brazylii spadła o ponad 3% w 2015 r. i 2016 r., uważamy, że jest spory niewykorzystany potencjał do przyspieszenia wzrostu bez nasilania presji inflacyjnej.

## Jaka przyszłość rysuje się przed prezydentem-elektem Bolsonaro w Brazylii? — ciąg dalszy

Po odzyskaniu zaufania powinno się pojawić więcej przestrzeni do szybszego wzrostu PKB.

### Przed Brazylią duże wyzwanie: reforma systemu emerytalnego

Reforma systemu emerytalnego to, w naszej ocenie, największe wyzwanie lub najpoważniejsze źródło obaw inwestorów. Brazylijski system emerytalny należy do najhjojniejszych na świecie, w szczególności w stosunku do pracowników sektora publicznego, którzy mogą przejść na emeryturę jeszcze przed ukończeniem 60 lat, a ich świadczenia emerytalne są niemal równe wysokości ostatnich zarobków. Odchodzący prezydent Michel Temer próbował reformować ten obszar gospodarki, jednak warunki polityczne dla realizacji takiego zadania były dalekie od idealnych.

Płace i świadczenia emerytalne stanowią dużą część wydatków rządowych, a wysokość emerytur jest korygowana w odniesieniu do płacy minimalnej, co zwiększa wydatki na te cele wyrażone jako procent PKB. W rzeczywistości prawdopodobnie konieczne jest podniesienie wieku emerytalnego oraz skorygowanie preferencyjnych warunków emerytalnych dotyczących pracowników publicznych.

Według rynkowych oczekiwań, reformę systemu emerytalnego ma przeprowadzić kolejny prezydent. Bolsonaro wprawdzie porusza ten temat, ale, jak wiadomo, diabeł tkwi w szczegółach, których jak dotąd nie ma zbyt wiele. Dobra wiadomość jest taka, że po wyborach prezydent będzie miał więcej zwolenników zarówno wśród gubernatorów, jak i w Kongresie, zatem powinien mieć niezbędne poparcie, by przeforsować zmiany. Parlament brazylijski będzie teraz bardziej konserwatywny niż podczas poprzedniej kadencji, co powinno pomóc w przeprowadzeniu reform, włącznie z dalszą prywatyzacją — może nie państwowego koncernu Petrobras, ale innych, mniejszych spółek.

Jak wspomniano wcześniej, Guedes skutecznie walczył z deficytem, podnosząc wydajność spółek skarbu państwa i obniżając podatki od przedsiębiorstw.

### Szersze implikacje globalne

Podczas gdy media przedstawiają Bolsonaro jako skrajnie prawicowego kandydata w kontekście niektórych elementów jego polityki społecznej, lewicowa Partia Pracujących, która dotychczas dominowała na krajowej scenie politycznej, w większym stopniu przypominała latynoamerykańskie dyktatury, realizując politykę nazywaną „współpracą południowo-południową”. Ta polityka nie okazała się dla Brazylii zbyt owocna.

Bolsonaro powiedział, że pierwsze dwa kraje, jakie chciałby odwiedzić w ramach wizyt zagranicznych, to Izrael i Stany Zjednoczone. Chce działać na rzecz zwiększenia wymiany handlowej, zmniejszania podatków od importu i otwierania gospodarki. Opowiada się także za otwieraniem wymiany handlowej ze Stanami Zjednoczonymi i Europą, w odróżnieniu od poprzednich administracji, które w rezultacie przegrywały na polu globalnego handlu.

Z optymizmem patrzę na perspektywy rysujące się przed Brazylią, biorąc pod uwagę stan gospodarki i rynku, jednak czas pokaże, czy obietnice składane przez Bolsonaro podczas kampanii przełożą się na rzeczywistą politykę. Podczas swojej kadencji w Kongresie nie głosował za konserwatywnymi posunięciami w polityce gospodarczej i nie zdążył się jeszcze sprawdzić, zatem przyszłość wciąż jest niepewna. Niemniej jednak uważamy, że Brazylia ma duży potencjał wzrostowy.

Do końca roku prawdopodobnie będziemy obserwować swego rodzaju „miesiąc miodowy”, gdy Bolsonaro będzie przedstawiał swoje plany i obsadzał stanowiska. W kolejnym roku przyjdzie czas na realizację planów, którą będziemy uważnie obserwować.

## Meksykański punkt widzenia na nowe północnoamerykańskie porozumienie handlowe

Timothy Heyman, CBE  
CIO  
LAM Mexico  
Franklin Local Asset  
Management

Ramsé Gutiérrez, CFA  
Wiceprezes,  
Zarządzający portfelami  
inwestycyjnymi  
LAM Mexico, Instrumenty o  
stałym dochodzie  
Franklin Local Asset  
Management

Jorge Marmolejo, CFA  
Zarządzający portfelami  
inwestycyjnymi  
LAM Mexico, Instrumenty o  
stałym dochodzie  
Franklin Local Asset  
Management

**PYTANIE:** Na ile zaskakująca była wiadomość o porozumieniu pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Meksykiem i Kanadą?

**ODPOWIEDŹ:** Mielśmy nadzieję na ostateczne osiągnięcie nowego porozumienia, ponieważ strefa gospodarcza Ameryki Północnej ma bardzo duże znaczenie zarówno dla światowej gospodarki (generując 28% globalnego PKB<sup>1</sup>), jak i — pod względem geopolitycznym — dla Stanów Zjednoczonych. Zaskakujący był jednak fakt, że skorygowany termin renegotjacji postanowień układu NAFTA wyznaczony na 30 września został dotrzymany po 48 godzinach w ciągu weekendu w dniach 29-30 września. Kanadyjski premier Justin Trudeau mówił, że Kanada „będzie negocjować warunki nowego porozumienia NAFTA tak długo, jak będzie to konieczne”, co — zważywszy na jego (odwzajemnioną) antypatię do Trumpa, która unaoczniała się podczas szczytu G20 w Kanadzie — zmniejszało prawdopodobieństwo dotrzymania terminu.

Jednocześnie należy zrozumieć, że porozumienie zostało zatwierdzone wyłącznie przez organy władzy wykonawczej poszczególnych krajów, zatem potrzebna jest także zgoda organów władzy ustawodawczej.

Wydaje się prawdopodobne, że parlamenty Meksyku i Kanady zatwierdzą porozumienie. Istnieje jednak pewne ryzyko, że jeżeli Demokraci zdobędą większość w Izbie Reprezentantów lub Senacie (lub w obydwu izbach amerykańskiego parlamentu) w listopadowych wyborach środka kadencji w Stanach Zjednoczonych, mogą oni sprzeciwić się porozumieniu — żądając politycznej zemsty na Trumpie może okazać się silniejsza niż oczywiste ekonomiczne korzyści umowy handlowej, szczególnie, że Stany Zjednoczone najwyraźniej zdobyły kilka punktów podczas renegotjacji.

**PYTANIE:** Jakie mogą być potencjalne implikacje inwestycyjne nowego porozumienia dla Meksyku?

**ODPOWIEDŹ:** Od czasu wyboru Trumpa na prezydenta w listopadzie 2016 r., meksykańskie inwestycje cechowały się wzmoczoną zmiennością w związku z możliwym zerwaniem układu NAFTA, czym Trump straszył podczas kampanii wyborczej. Porozumienie NAFTA umożliwiło transformację meksykańskiej gospodarki, wywołując wzrost średniorocznych inwestycji zagranicznych w Meksyku z 4 mld USD rocznie przed 1993 r. do 20 mld USD w latach kolejnych po wejściu w życie układu NAFTA 1 stycznia 1994 r.<sup>2</sup>

## Meksykański punkt widzenia na nowe północnoamerykańskie porozumienie handlowe — ciąg dalszy

Po zwycięstwie Trumpa peso meksykańskie osiągnęło dzienne minimum na poziomie 22 MXN/USD, odczuwając tym samym najsilniejsze konsekwencje tego wydarzenia spośród wszystkich aktywów. Od czasu tego minimum peso się umacnia, a zaraz po ogłoszeniu porozumienia kurs poszedł w górę do 18,5 MXN/USD. Poziom z początku roku wynosił 19,66 MXN/USD, zatem w rezultacie była to jedna z najsilniej umacniających się walut w stosunku do dolara amerykańskiego w 2018 r.<sup>3</sup>

Klasą aktywów, która jest najbardziej bezpośrednio związana z układem NAFTA, są meksykańskie fundusze nieruchomościowe REIT (nazywane po hiszpańsku „Fibras”), ponieważ wiele ważnych funduszy REIT ma w swoich portfelach nieruchomości przemysłowe, których najemcy są ściśle związani z łańcuchami podaży i logistyki łączącymi Meksyk, Stany Zjednoczone i Kanadę, w szczególności w branży motoryzacyjnej. Co istotne, fundusze Fibras jak dotąd osiągają w tym roku lepsze wyniki niż akcje.

Przy założeniu, że porozumienie zostanie ratyfikowane, prawdopodobnie w którymś momencie w 2019 r., sądzimy, że implikacje inwestycyjne dla Meksyku są generalnie pozytywne, zważywszy na kontynuację stabilnej integracji ekonomicznej, która umacniała postęp gospodarczy, przemysłowy i handlowy Meksyku na przestrzeni ostatnich 24 lat. Co więcej, po 24 latach porozumienia NAFTA zmodernizowano i dostosowano do zmieniających się okoliczności, dodając nowe punkty, których nie było w oryginalnej treści traktatu, dotyczące energetyki, handlu w sieci, korupcji, środowiska naturalnego i pracy, choć niektórzy krytycy narzekają, że ta modernizacja była zakrojona na zbyt małą skalę.

Dla konkretnych inwestycji oznaczałoby to, według nas, silniejsze peso, które dotychczas było chronicznie osłabione od czasu wyborczego zwycięstwa Trumpa. Wprawdzie nie znamy jeszcze pełnych szczegółów porozumienia, ale zakładamy, że meksykańskie sektory przemysłu, finansów i handlu powinny być beneficjentami zmian, a fundusze nieruchomościowe REIT mogą się wyróżniać z powodów wspomnianych powyżej.

Nie należy także ignorować aspektów politycznych. Podczas gdy Meksyk ma pierwszy otwarcie socjalistyczny rząd od czasu II wojny światowej, a socjaliści mają także większość w obydwu izbach meksykańskiego parlamentu oraz we władzach na szczeblu stanowym, prawne, ekonomiczne i finansowe ramy narzucone przez porozumienie USMCA mogą stanowić instytucjonalną przeciwwagę dla nowego rządu, a tym samym umacniać zaufanie inwestorów.

**PYTANIE:** Sądząc na podstawie tego, co do tej pory udało ci się przeczytać, czy dostrzeżasz jakieś aspekty tego porozumienia, które umykają uwadze mediów, a których inwestorzy powinni być świadomi?

**ODPOWIEDŹ:** W naszej ocenie zagraniczne media nie dostrzegają tego, że teraz, gdy ryzyko zerwania układu NAFTA zostało (najprawdopodobniej) wyeliminowane, powszechną uwagę zaczęły skupiać na sobie czynniki stanowiące według wielu Meksykanów potencjalne źródła ryzyka związanego z nową administracją.

**PYTANIE:** Czy prognozy dotyczące ryzyka ekonomicznego (lub politycznego) nieco się poprawiły po tej wiadomości?

**ODPOWIEDŹ:** Generalnie tak, ze względu na powody, o których wspominałem wcześniej, czyli stabilizację i ciągłość. Możliwe, że trzy kraje współtworzące układ USMCA z czasem dostosują się do nowych reguł, a tłumiące wymianę handlową cła na stal i aluminium zostaną obniżone w nieodległej przyszłości.

Co jednak znaczące, 10 dni po ogłoszeniu zawarcia porozumienia kurs peso i kursy akcji meksykańskich spółek poszły w dół. To osłabienie może częściowo wynikać z czynników globalnych, szczególnie biorąc pod uwagę zbliżający się, według nas, koniec globalnego cyklu ekonomicznego, którego naturalną częścią są wyprzedaże na rynkach wschodzących.

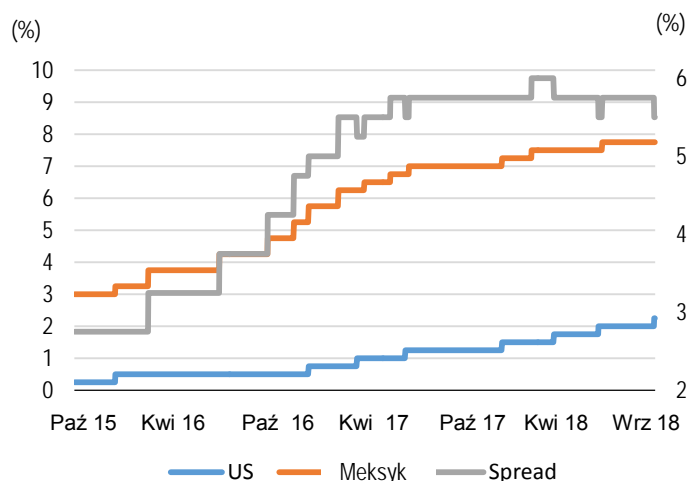
Mógłby to być zatem podobny sygnał, jak ucieczka szczurów z tonącego okrętu.

Wracając do Meksyku, w okresie przejściowym, gdy większość członków nowego rządu generalnie deklaruje swoje poparcie dla układu USMCA, jednocześnie napływają do nas mieszane sygnały dotyczące różnych kwestii:

- styl przywództwa kolejnego prezydenta, Andresa Manuela Lópeza Obradora (AMLO), który zdaje się zdradzać objawy większego zainteresowania polityką niż gospodarką, a i wiedza prezydenta wydaje się być większa w dziedzinie polityki. Jako burmistrz miasta Meksyk, co było jego jedynym dotychczasowym doświadczeniem w sprawowaniu władzy publicznej, generalnie wykazywał się pragmatyzmem. Wiele osób w Meksyku uważa jednak, że urząd prezydenta państwa to coś całkowicie odmiennego, a mówiąc o „Czwartej Transformacji”, AMLO postawił sobie poprzeczkę znacznie wyżej;
- brak homogeniczności przedstawionego do tej pory składu rządu, stanowiącego mieszankę technokratów i gorliwych funkcjonariuszy partyjnych;
- makroekonomia — nie wygląda na to, by zapowiedziane dotychczas programy i elementy polityki mogły zostać w całości sfinansowane bez mocnego zaburzenia dotychczasowej równowagi;
- mikroekonomia — nowe władze mogą podjąć działania w kierunku odwrócenia reform strukturalnych przeprowadzonych przez obecną administrację, co mogłoby osłabić nastroje w sektorze prywatnym.

## Docelowa stopa funduszy federalnych w Stanach Zjednoczonych a docelowa stopa overnight w Meksyku

1 października 2015 r. — 28 września 2018 r.



Źródło: FactSet. Dane na dzień 28 września 2018 r. Wykres ma charakter wyłącznie ilustracyjny i nie odzwierciedla wyników jakichkolwiek funduszy Franklin Templeton.

**PYTANIE:** Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) podniosła we wrześniu stopy procentowe po raz trzeci w tym roku, a jeszcze przed końcem roku spodziewana jest kolejna podwyżka. Czy Meksyk i rynki wschodzące ogółem mogą, według Ciebie, oprzeć się wpływowi rosnących stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych?

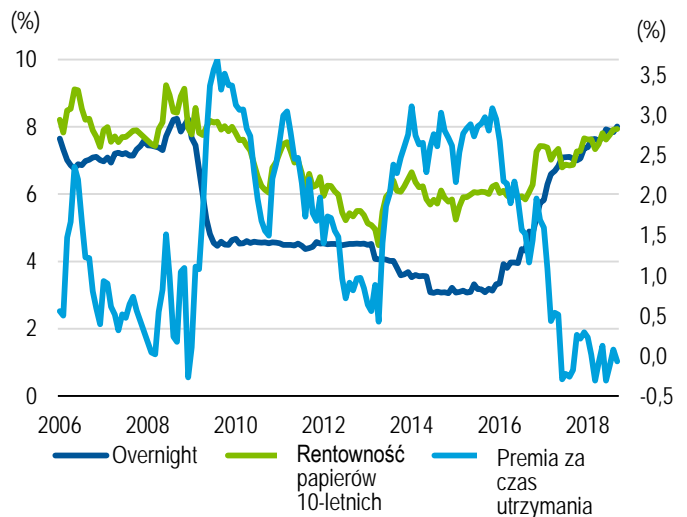
**ODPOWIEDŹ:** W ostatnich latach stopy procentowe w Meksyku rosły szybciej niż w Stanach Zjednoczonych, po części w związku z niepewnością wokół porozumienia NAFTA; podwyżki stóp miały przede wszystkim na celu podtrzymanie zagranicznych inwestycji w meksykańskie rządowe papiery dłużne, w przypadku których rentowność poszła w górę do maksimum na poziomie 38%, a ostatnio nieco spadła do 31%.

## Meksykański punkt widzenia na nowe północnoamerykańskie porozumienie handlowe — ciąg dalszy

Meksykańska referencyjna stopa krótkoterminowa poszła w górę z 3% do 7,75%, podczas gdy referencyjna stopa Fedu wzrosła z 0,25% do 2,25%. Możliwe, że gdy niepewność wokół porozumienia NAFTA osłabnie, bank centralny Meksyku nie będzie już widział potrzeby podnoszenia stóp, nawet jeżeli Fed będzie nadal zaostrzał politykę pieniężną. Jeżeli jednak inny rynek wschodzący stanie w obliczu kryzysu, „efekt domina” może w krótkiej perspektywie dotknąć także Meksyku. Co istotniejsze, wiele zależy od rozwiązania konfliktu pomiędzy technokratami i ekstremistami współtworzącymi nowy rząd, a także od jego kompetencji i spójności realizowanej polityki gospodarczej.

## Oficjalna meksykańska stopa rządowa stopa overnight na zamknięciu

31 stycznia 2006 r. — 30 września 2018 r.



Źródło: Bloomberg. Dane na dzień 30 września 2018 r. Wykres ma charakter wyłącznie ilustracyjny i nie odzwierciedla wyników jakichkolwiek funduszy Franklin Templeton.

## Nowe porozumienie pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Meksykiem i Kanadą z punktu widzenia Kanadyjczyków



Stephen R. Lingard, MBA, CFA  
Starszy wiceprezes, zarządzający portfelami inwestycyjnymi  
Franklin Templeton Multi-Asset Solutions

30 września 2018 r. Kanada i Meksyk w ostatniej chwili wypracowały porozumienie ze Stanami Zjednoczonymi zastępujące Północnoamerykański Układ Wolnego Handlu z 1994 r.

Uważamy, że nowe porozumienie pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Meksykiem i Kanadą (USMCA) uspokaja obawy przed najgorszym scenariuszem, jakim byłoby zerwanie relacji handlowych pomiędzy tymi trzema krajami i potencjalne zaburzenie funkcjonowania regionalnych łańcuchów dostaw. Jak wspominaliśmy wcześniej w tym roku, przedłużający się proces renegocjacji stanowi zagrożenie w szczególności dla rynku motoryzacyjnego w Ameryce Północnej.

Po prawej stronie wymienione są niektóre spośród najważniejszych różnic pomiędzy porozumieniami NAFTA i USMCA:

### CZYM USMCA RÓŻNI SIĘ OD NAFTA?

- Zaostrzone reguły dotyczące kraju pochodzenia — szczególnie surowe dla przemysłu samochodowego.
- Minimalny poziom płac dla pracowników zakładów produkcyjnych: +16 USD za godzinę.
- Porozumienie będzie podlegało weryfikacji po sześciu latach, a wchodzi w życie na okres 16 lat.
- Zwiększenie dostępu do kanadyjskiej branży nabiału, jednak na warunkach podobnych do tych obowiązujących na mocy Partnerstwa Transpacyficznego i Kompleksowej Umowy Gospodarczo-Handlowej (CETA).
- Ogólne zrównoważenie reguł — restrykcjom dotyczącym handlu i inwestycji w niektórych obszarach (np. motoryzacji) towarzyszy złagodzenie regulacji dotyczących, na przykład, rolnictwa i technologii.

Źródła: Biuro Przedstawiciela Handlowego Stanów Zjednoczonych, kanadyjska agencja eksportowa Export Development Canada (EDC).

Uważamy, że nowe północnoamerykańskie porozumienie handlowe nie jest szczególnie sprzyjające lub niesprzyjające dla Kanady i Meksyku, ale korzystny jest, według nas, sam fakt, że pewne wątpliwości zostaną rozwiane. Nowy układ może wesprzeć wydatki kapitałowe i wyeliminować przeszkody ograniczające przyszły wzrost.

Niemniej jednak na drodze prowadzącej do tego kompromisu pojawiły się groźby, cła i sankcje, co nie jest typowe dla normalnego przebiegu negocjacji.

Gdzie podziela się współpraca z uznanymi instytucjami? Trwały uszczerbek dla zaufania i wzajemnego szacunku tworzy trudne warunki, które w Kanadzie i Meksyku nasila obawy przed nadmierną zależnością od jednego partnera handlowego.

## Nowe porozumienie pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Meksykiem i Kanadą z punktu widzenia Kanadyjczyków — ciąg dalszy

Może to skłonić te kraje do poszukiwania możliwości handlowych w innych regionach świata.

Kto wyszedł zwycięsko z impasu? Kanada początkowo wycofała się z negocjacji. Gdy Stany Zjednoczone zgodziły się pertraktować z Meksykiem, Kanada wróciła do stołu negocjacyjnego. Czy jednak dwustronne porozumienie pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Meksykiem przeszłoby przez amerykański Kongres? Skala integracji amerykańsko-kanadyjskich łańcuchów dostaw najwyraźniej przekonała Stany Zjednoczone do kluczowych ustępstw w ostatniej chwili.

A może Amerykanie po prostu zdecydowali się zawęzić skalę wojny handlowej i nie walczyć na kilku frontach jednocześnie? Podjęcie rozmów z innymi wieloletnimi sojusznikami, takimi jak Japonia i Unia Europejska, sugeruje, że Stany Zjednoczone gromadzą całą swoją energię na większe starcie — z Chinami. Jak widać na poniższym wykresie, te kraje i Unia Europejska były najważniejszymi partnerami handlowymi Stanów Zjednoczonych w ciągu ostatnich 10 lat.

## Implikacje dla inwestorów

Uważamy, że zakończenie negocjacji handlowych jest korzystne dla Kanady, ponieważ rozwija chmury rozciągające się nad tą gospodarką i sprzyja cyklicznemu wzrostowi dynamiki gospodarczej w krótkiej perspektywie. W 2019 r. wciąż jednak należy spodziewać się pewnego spowolnienia wzrostu kanadyjskiego PKB.

Zarządzając globalnymi portfelami, z lekką ostrożnością podchodzimy do obligacji kanadyjskich.

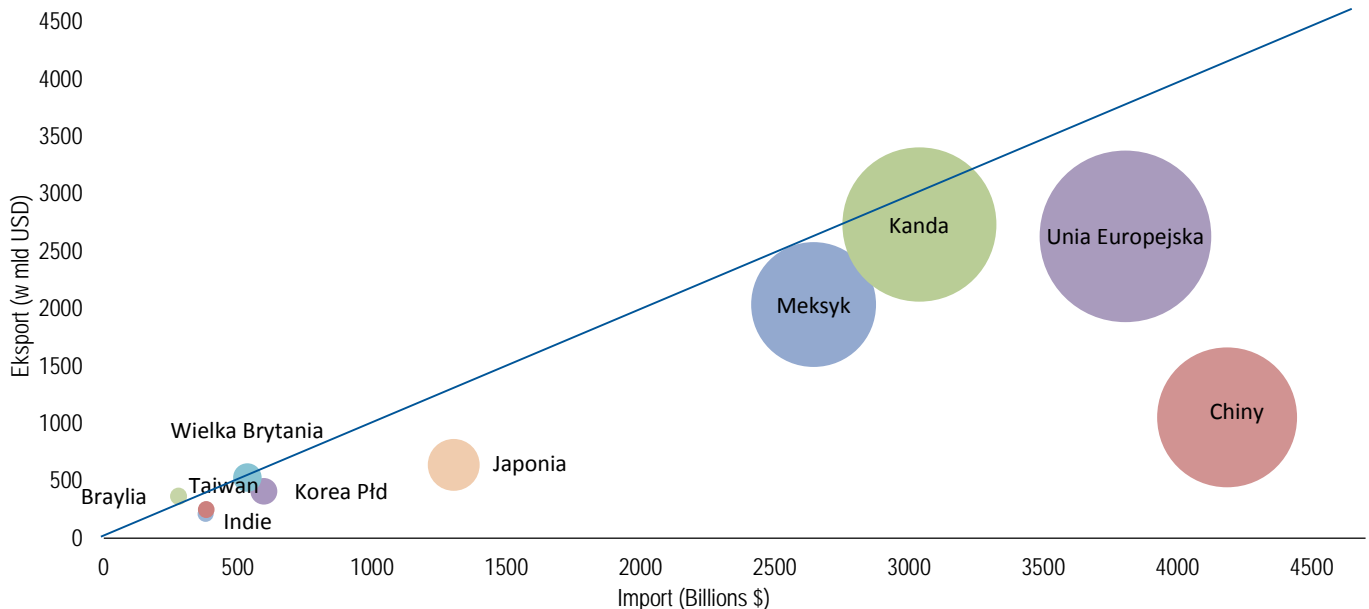
O niepewności wokół sytuacji w handlu wspominał już wcześniej Bank Kanady. Gdy przyczyny tej niepewności zostaną wyeliminowane, przypuszczamy, że bank centralny zacznie ponownie podnosić stopy procentowe.

Dostrzegamy wybrane możliwości wśród akcji kanadyjskich spółek; rosnące stopy procentowe prawdopodobnie okażą się korzystne dla sektora finansowego, a wyższe ceny ropy naftowej będą sprzyjać sektorowi energetycznemu.

Na tych trendach może także skorzystać dolar kanadyjski.

## Najważniejsi partnerzy handlowi Stanów Zjednoczonych

Całkowita wartość importu i eksportu towarów  
2008 r. — 2017 r.



Źródło: agencja rządowa U.S. Census Bureau. Dane na dzień 18 czerwca 2018 r. Rozmiar odzwierciedla całkowitą wymianę handlową Stanów Zjednoczonych z danym krajem w okresie od stycznia 2008 r. do grudnia 2017 r.

## Jakie jest ryzyko?

**Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnąć lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków.** Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywołanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach. Ceny obligacji generalnie poruszają się w kierunku przeciwnym do kierunku zmian stóp procentowych. Gdy zatem rynkowe ceny obligacji utrzymywanych w portfelu będą korygowane pod wpływem podwyżek stóp procentowych, wartość portfela może pójść w dół.

## INFORMACJA NATURY PRAWNEJ

Niniejszy materiał ma charakter ogólny, a zawarte w nim treści nie powinny być traktowane jako indywidualne porady lub rekomendacje inwestycyjne dotyczące kupna, sprzedaży lub utrzymania jakichkolwiek inwestycji lub przyjęcia jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mają charakteru porad prawnych ani podatkowych.

Poglądy wyrażone w niniejszym materiale odzwierciedlają punkt widzenia zarządzającego inwestycjami, a wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu czy rynku. **Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału.**

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego materiału. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments („FTI”). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym materiale; inwestor może opierać swoje decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko.

Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane poza Stanami Zjednoczonymi przez inne podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby dowiedzieć się, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.

**Australia:** wydane przez Franklin Templeton Investments Australia Limited (ABN 87 006 972 247) (australijskiego dostawcę usług finansowych posiadającego licencję nr 225328), Level 19, 101 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000. **Austria/Niemcy:** wydane przez Franklin Templeton Investment Services GmbH, Mainzer Landstraße 16, D-60325 Frankfurt nad Menem, Niemcy. Dopuszczone do użytku w Niemczech przez IHK Frankfurt M., nr rej. D-F-125-TMX1-08. **Kanada:** wydane przez Franklin Templeton Investments Corp., 5000 Yonge Street, Suite 900 Toronto, ON, M2N 0A7, faks: (416) 364-1163, (800) 387-0830, [www.franklintempleton.ca](http://www.franklintempleton.ca). **Dubaj:** wydane przez Franklin Templeton Investments (ME) Limited, podmiot działający na podstawie licencji i pod nadzorem Urzędu Regulacji Rynków Finansowych w Dubaju. Oddział w Dubaju: Franklin Templeton Investments, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubaj, ZEA, tel.: +9714-4284100, faks: +9714-4284140. **Francja:** wydane przez Franklin Templeton France S.A., 20 rue de la Paix, 75002 Paryż, Francja. **Hongkong:** wydane przez Franklin Templeton Investments (Asia) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hongkong. **Włochy:** wydane przez Franklin Templeton International Services S.à.r.l. — oddział we Włoszech, Corso Italia, 1 — Mediolan, 20122, Włochy. **Japonia:** wydane przez Franklin Templeton Investments Japan Limited. **Korea Południowa:** wydane przez Franklin Templeton Investment Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Seul, Korea 150-968.

**Luksemburg/Beneluks:** wydane przez Franklin Templeton International Services S.à.r.l. podlegającą nadzorowi *Commission de Surveillance du Secteur Financier* — 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luksemburg — Tel.: +352-46 66 67-1 — Faks: +352-46 66 76. **Malezja:** wydane przez Franklin Templeton Asset Management (Malaysia) Sdn. Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn. Bhd. **Polska:** wydane przez Templeton Asset Management (Poland) TFI S.A., Rondo ONZ 1; 00-124 Warszawa. **Rumunia:** wydane przez oddział Franklin Templeton Investment Management Limited w Bukareszcie, 78-80 Buzesti Street, Premium Point, 7th-8th Floor, 011017 Bukareszt 1, Rumunia. Podmiot zarejestrowany w rumuńskim Urzędzie Nadzoru Finansowego pod numerem PJM01SFIM/400005/14.09.2009 oraz notyfikowany i regulowany w Wielkiej Brytanii przez Urząd Regulacji Rynków Finansowych (FCA). **Singapur:** wydane przez Templeton Asset Management Ltd. Registration No. (UEN) 199205211E. 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapur. **Hiszpania:** wydane przez oddział Franklin Templeton Investment Management w Madrycie, profesjonalny podmiot działający w sektorze finansowym pod nadzorem CNMV, José Ortega y Gasset 29, Madryt. **Republika Południowej Afryki:** wydane przez Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd., licencjonowanego dostawcę usług finansowych. Tel.: +27 (21) 831 7400, faks: +27 (21) 831 7422. **Szwajcaria:** wydane przez Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zurych. **Wielka Brytania:** wydane przez Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML) z siedzibą pod adresem: Cannon Place, 78 Cannon Street, Londyn EC4N 6HL. Podmiot notyfikowany i regulowany w Wielkiej Brytanii przez Urząd Regulacji Rynków Finansowych (Financial Conduct Authority, FCA). **Region krajów skandynawskich:** wydane przez Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), oddział w Szwecji, Blasieholmmsgatan 5, SE-111 48 Sztokholm, Szwecja. Tel.: +46 (0) 8 545 01230, faks: +46 (0) 8 545 01239. FTIML jest podmiotem notyfikowanym i regulowanym w Wielkiej Brytanii przez Urząd Regulacji Rynków Finansowych (Financial Conduct Authority, FCA) oraz ma pozwolenia wydane przez określone organy regulacyjne na prowadzenie działalności inwestycyjnej w Danii, Szwecji, Norwegii i Finlandii. **Ameryki:** w USA niniejsza publikacja udostępniana jest wyłącznie pośrednikom finansowym przez Templeton/Franklin Investment Services, 100 Fountain Parkway, St. Petersburg, Florida 33716. Tel.: (800) 239-3894 (połączenie bezpłatne w USA), (877) 389-0076 (połączenie bezpłatne w Kanadzie), faks: (727) 299-8736. Inwestycje nie mają ubezpieczenia FDIC, mogą tracić na wartości i nie są objęte gwarancjami bankowymi. Dystrybucja poza USA może być prowadzona przez Templeton Global Advisors Limited lub innych dystrybutorów, pośredników, sprzedawców lub profesjonalnych inwestorów, którym Templeton Global Advisors Limited powierzy dystrybucję tytułów uczestnictwa funduszy Franklin Templeton pod niektórymi jurysdykcjami. Niniejszy materiał nie stanowi oferty sprzedaży ani zachęty do składania oferty kupna papierów wartościowych pod jakąkolwiek jurysdykcją, pod którą byłoby to niezgodne z obowiązującym prawem.

CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.

1. Źródło: Bank Światowy, dane na 2017 r.
2. Źródła: Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, bezpośrednie inwestycje zagraniczne, napływ kapitału netto.
3. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.

Ważne uwagi i warunki dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie [www.franklintempletondataresources.com](http://www.franklintempletondataresources.com).



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS