

Analiza rynku



MATTHIAS HOPPE
Zarządzający portfelami inwestycyjnymi
Franklin Templeton Investment Management
Limited

FRANKFURT



MARZENA HOFRICHTER, CFA
Analityk inwestycyjny / Zarządzająca portfelami
inwestycyjnymi
Franklin Templeton Investment Management
Limited
FRANKFURT

Czerwiec upłynął pod znakiem kontynuacji wielu spośród tematów inwestycyjnych, które miały kluczowy wpływ na rynki finansowe przez większą część bieżącego roku. Rynki akcji trudem walczyły o jakiegokolwiek znaczące wzrosty, a w późniejszej części miesiąca odczuły niekorzystny wpływ ponownie nasilonych obaw wokół światowego handlu, by ostatecznie stracić wypracowane uprzednio zyski. Ta zmienność przełożyła się na spadek rentowności obligacji rządowych z rynków rozwiniętych, pomimo wprowadzenia przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych (Fed) powszechnie oczekiwanej podwyżki stóp procentowych. Rynki wschodzące przez większą część miesiąca pozostawały pod presją; waluty traciły na wartości i narastały obawy, że to osłabienie rozprzestrzeni się także na inne aktywa. Zewnętrzna wartość złotego zanotowała spadek o 1,19% w stosunku do euro, zwyżając tym samym stopy zwrotu z inwestycji międzynarodowych. Uspokojenie bieżących obaw przed destabilizacją strefy euro ustabilizowało jednak kurs euro w stosunku do dolara amerykańskiego. Na przestrzeni miesiąca nastąpiła zmiana liderów na światowym rynku akcji — akcje, które wykazywały się większą dynamiką zanotowały większą korektę na tle szerokiego rynku. Indeks MSCI World Index poszedł jednak w górę o 1,18%, a akcje spółek ze Stanów Zjednoczonych zyskały 1,87% w złotym polskim. Europejskie rynki akcji wciąż radziły sobie słabiej i poszły w górę zaledwie o 0,54%; rynki zależne od eksportu, takie jak Niemcy, notowały spadki, a kursy akcji krajowych poszły w dół o 1,03%.

Ogólnoswiatowy trend związany z rozczarowującymi danymi ekonomicznymi w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących utrzymał się także w czerwcu. Wskaźniki nastrojów w Europie sugerowały, że słabsze tempo wzrostu produktu krajowego brutto (PKB) notowane w pierwszym kwartale 2018 r. może się utrzymać. Choć inflacja mierzona wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) notowała dalsze odbicie, bazowy wskaźnik CPI w strefie euro spadł od początku roku do czerwca do poziomu 1,0%, czyli wciąż znacznie poniżej docelowego 2-procentowego poziomu przyjętego przez Europejski Bank Centralny (EBC). W tej sytuacji EBC podkreślił znaczenie cierpliwości i uporu w kontynuacji działań stymulacyjnych, pomimo zapowiedzi wygaszenia programu skupu aktywów do końca roku. Rentowność niemieckich dziesięcioletnich „Bundów” spadła do końca czerwca o 4 punkty bazowe do poziomu 0,30%.

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce wciąż był zaniżony; inflacja zasadnicza pozostała w dolnej połowie przedziału docelowego Narodowego Banku Polskiego, co pomogło uzasadnić decyzję banku centralnego o utrzymaniu oficjalnych stóp procentowych na niezmiennym poziomie 1,50%. Polskie obligacje skarbowe wypracowały wzrosty generalnie porównywalne z innymi rynkami europejskimi, a rentowność papierów pięcioletnich spadła o 4 punkty bazowe do 2,39%. Nachylenie krzywej dochodowości nieco spadło, a główną siłą napędową tego trendu były obligacje długoterminowe. Z kolei japońskie obligacje rządowe nie zanotowały zmian rentowności; rentowność papierów dziesięcioletnich utrzymała się na poziomie 0,04%, odzwierciedlając brak zmian w japońskiej polityce pieniężnej.

W Stanach Zjednoczonych rynkowe oczekiwania dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej przez Fed pozostawały generalnie zgodne z zapowiedziami czterech podwyżek stóp procentowych w 2018 r. przez bank centralny. Poza tym rynek oczekiwał jednak wolniejszego tempa wzrostów, co ograniczyło wzrost kursu dolara amerykańskiego. Pomimo wiary w optymistyczne prognozy ekonomiczne oraz inflacji sięgającej poziomu docelowego, Fed zdawał się tonować oczekiwania co do szybszego zaostrzenia polityki pieniężnej. Krzywa dochodowości nadal się zatem spłaszczała, a rentowność 10-letnich bonów skarbowych ze Stanów Zjednoczonych zakończyła miesiąc na niezmiennym poziomie 2,86%, podczas gdy realna rentowność szła w dół. Obligacje korporacyjne o wysokim dochodzie poszły minimalnie w górę, ale obligacje o korporacyjne o ratingu inwestycyjnym radziły sobie słabiej niż papiery skarbowe ze Stanów Zjednoczonych, odzwierciedlając wpływ szerszych spreadów rentowności.

Akcje spółek z rynków wschodzących radziły sobie słabiej niż ich odpowiedniki z rynków rozwiniętych. Waluty z rynków wschodzących generalnie nadal osłabiały się w stosunku do dolara amerykańskiego i polskiej złotówki. Umiarkowane straty w walutach lokalnych po przeliczeniu na złotówki przełożyły się spadek o 2,95%. Choć spadki były dość powszechne, jedne z najniższych zwrotów wypracowała Azja — kursy akcji tamtejszych spółek poszły w dół o 3,46% w złotym polskim. Podczas gdy rynek koncentrował się na przebiegu konfliktu handlowego pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami, krajowa polityka mająca ograniczyć popyt na kredyty została rozluźniona, a renminbi chińskie mocno się osłabiło w stosunku do dolara amerykańskiego. W rezultacie akcje chińskich spółek pozostały w tyle za papierami spółek z innych krajów z regionu, a względnie słabo radziły sobie także akcje przedsiębiorstw z Tajlandii i Indonezji. Ameryka Łacińska notowała nieco lepsze wyniki, pomimo utrzymującej się presji na peso argentyńskie. W Brazylii kurs waluty wciąż spadał, a rynek akcji w Meksyku zanotował odbicie; w obydwu przypadkach były to efekty zmieniającego się nasilenia napięć na krajowej scenie politycznej. Sytuacja na rynku tureckim nadal była zmienna po zwycięstwie prezydenta Erdogana w wyborach pod koniec czerwca. Kategoria aktywów z Europy, Bliskiego Wschodu i Afryki (EMEA) zanotowała spadek o 1,07% ogółem, a Rosja nadal odrabiała straty po wywołanym przez sankcje kwietniowym osłabieniu. Obligacje z rynków wschodzących denominowane w lokalnych walutach traciły pod wpływem spadków kursów tych walut oraz wyższej rentowności w warunkach pogarszających się nastrojów. Choć denominowane w twardej walucie obligacje skarbowe z rynków wschodzących zanotowały mniejsze spadki w USD, i tak pozostały w tyle za instrumentami z rynków rozwiniętych.

Ceny ropy wciąż były wysokie i odzwierciedlały większą równowagę pomiędzy produkcją i popytem, który także szybko rośnie. Cena ropy naftowej Brent utrzymała się minimalnie poniżej poziomu 80 USD za baryłkę, pomimo zawartego pomiędzy niektórymi państwami członkowskimi Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) porozumienia w sprawie zwiększenia produkcji w celu zrekompleksowania strat w innych krajach. Z kolei złoto poszło mocno w dół pomimo utrzymujących się napięć geopolitycznych, natomiast niektóre produkty rolne, takie jak soja, traciły na wartości w związku z prawdopodobieństwem wprowadzenia ceł.

Wyniki i pozycjonowanie

Inwestycje w akcje wygenerowały kombinację dodatnich i ujemnych stóp zwrotu, a mniejsza ekspozycja na instrumenty o stałym dochodzie wypracowała wzrost w złotym polskim w ujęciu ogólnym. Niemniej jednak hedging walutowy oraz fundusze aktywów mieszanych umiarkowanie zaniżyły ogólny zwrot.

Zwykła jednookresowa stopa zwrotu,
dane na 30 czerwca 2018 r.

	Cze 2017 / Cze 2018	Cze 2016 / Cze 2017	Cze 2015 / Cze 2016	Cze 2014 / Cze 2015	Cze 2013 / Cze 2014
PLN	3,20%	0,80	-	-	-

Przedstawiane wyniki inwestycyjne Funduszu są wynikami osiągniętymi w okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Fundusz nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych wyników inwestycyjnych. Uczestnicy Funduszu muszą się liczyć z możliwością utraty części lub całości wpłaconych środków Wyniki nie uwzględniają opłat manipulacyjnych związanych z lokowaniem w dany subfundusz wydzielony w Funduszu oraz podatków. Wyniki mogą być pomniejszone o pobrane opłaty manipulacyjne i należne podatki.

Pozycje akcyjne portfela poszły w górę w ujęciu ogólnym, a zyski te były większe w porównaniu z zyskami całego rynku. Wśród rynków wschodzących znalazły się niektóre z najstabszych rynków, w przypadku których indeksy rynkowe wypracowały słabsze wyniki na tle indeksów rynków rozwiniętych. Pozycja wieloczynnikowego funduszu ETF radziła sobie słabiej, w związku

z ekspozycją na instrumenty selekcjonowane według kryterium wartości, które nie cieszyły się popularnością. Akcje mniejszych spółek także notowały generalnie słabsze wyniki, ale pozycja funduszu radziła sobie lepiej niż ten segment rynku. Ekspozycja na akcje krajowe również wykazała się bardziej defensywnym charakterem i wzmocniła ogólną stopę zwrotu z rynków wschodzących. Inwestycja w akcje ze Stanów Zjednoczonych zanotowała umiarkowany wzrost; preferowane przez fundusz spółki o potencjale zrównoważonego wzrostu wypracowały zwrot porównywalny z szerokim rynkiem.

Ekspozycja na papiery skarbowe ze Stanów Zjednoczonych poszła w górę, podobnie jak pozycja nowozelandzkich obligacji skarbowych po uwzględnieniu wpływu hedgingu walutowego. Korzystny wpływ na wynik miały także pozycje funduszy ETF ze Stanów Zjednoczonych i Europy mających ekspozycję na oczekiwania inflacyjne. Ekspozycja na krajowe obligacje rządowe poszła w górę i radziła sobie lepiej niż obligacje z rynków wschodzących ogółem. Fundusz obligacji z rynków wschodzących odczuł jednak wpływ osłabienia walut z rynków wschodzących. Ekspozycja na sektor obligacji emitowanych przez inne podmioty niż rządy pozostała w tyle za obligacjami rządowymi z rynków rozwiniętych po uwzględnieniu wpływu hedgingu walutowego, wraz z rozszerzeniem się spreadów obligacji korporacyjnych. Obydwa sektory rynku wydają nam się mniej atrakcyjne na podstawie wyników naszych analiz i dostrzegamy większy potencjał zwrotów skorygowanych o ryzyko w krajowych obligacjach rządowych i inwestycjach powiązanych z inflacją w Stanach Zjednoczonych.

Część inwestycji portfela w akcje i obligacje denominowane w dolarach amerykańskich, euro i jenach japońskich oraz wszystkie inwestycje w obligacje z rynków rozwiniętych były zabezpieczone przed zmianami kursu złotówki w celu ograniczenia ryzyka walutowego. W okresie osłabienia złotego, ta polityka miała niekorzystny wpływ na wynik. W czerwcu zmniejszyliśmy także pozycje gotówkowe w naszym portfelu oraz zwiększyliśmy ekspozycję na fundusz aktywów mieszanych. Fundusz ten zapewnia ekspozycję na szereg inwestycji o niezależnej od sytuacji rynkowej premii za ryzyko, akcje i obligacje światowe oraz kilka pozycji hedgingowych zabezpieczających przed wzmożoną zmiennością i stanowi dla nas elastyczny sposób wyrażania naszych poglądów inwestycyjnych.

Perspektywy

Wskaźniki wyprzedzające koniunkturę sygnalizują szanse na utrzymujący się globalny wzrost w średniej perspektywie. W świetle takiego rozwoju sytuacji i solidnych fundamentów przedsiębiorstw podtrzymujemy nieco mniej ostrożne podejście do aktywów wzrostowych, takich jak globalne akcje, a ponadto dostrzegamy ograniczoną wartość na rynkach obligacji rządowych z rynków rozwiniętych. Zważywszy na rozbieżności w polityce pieniężnej realizowanej przez banki centralne, spodziewamy się możliwości inwestycyjnych wśród różnych klas aktywów.

Najważniejsze wnioski z naszych analiz:

- Globalna gospodarka wciąż przechodzi okres konsekwentnego wzrostu w ujęciu ogólnym, włącznie z kluczowymi rynkami wschodzącymi.
- Notowania publikowanych przez Markit globalnych indeksów odzwierciedlających nastroje wśród menedżerów odpowiedzialnych za zakupy (PMI) stały się nieco bardziej umiarkowane, ale nadal wykazują oznaki solidnej ekspansji.
- Wskaźniki wzrostu zysków spółek, danych przewyższających wstępne oczekiwania oraz dynamiki nadal są solidne. Niemniej jednak, pomimo ostatniej korekty, wyceny akcji pod względem wskaźników cen do zysków na rynkach rozwiniętych wydają się zawyżone i są podwyższone na tle danych historycznych.
- Prognozy dotyczące inflacji są mieszane; inflacja bazowa w wielu gospodarkach rozwiniętych jest wciąż niższa od poziomów docelowych, natomiast wzrost płac nie dorównuje oczekiwaniom opartym na ogólnym wzroście zatrudnienia.
- Banki centralne na rynkach rozwiniętych nadal najwyraźniej mają ograniczone pole manewru; z jednej strony banki chciałyby zacząć wycofywać się z niekonwencjonalnej polityki i normalizować stopy procentowe, a z drugiej strony stymulacja wciąż jest potrzebna.
- Prawdopodobieństwo, że stopy procentowe pozostaną na poziomach stymulujących gospodarkę, wciąż przekłada się na bardzo niską rentowność obligacji skarbowych z wielu rynków rozwiniętych, co oznacza, w naszej ocenie, ograniczone możliwości inwestycyjne na rynkach obligacji skarbowych.
- Choć banki centralne z rynków rozwiniętych najwyraźniej mają większą elastyczność w obszarze polityki pieniężnej, wyższa rentowność i protekcyjna polityka handlowa w Stanach Zjednoczonych mogą niekorzystnie oddziaływać na inwestycje na rynkach wschodzących.
- Okres niepewności co do tempa zaostrzania polityki pieniężnej, wpływ zmian w polityce budżetowej oraz utrzymujące się czynniki ryzyka geopolitycznego sugerują, że rynkowe wskaźniki zmienności, które wzrosły w 2018 r., mogą utrzymać się na tych bardziej normalnych poziomach.

Obecnie możemy nadal spodziewać się wyższych zwrotów z inwestycji w akcje, a w szczególności w papiery spółek, których zyski rosną, pomimo wysokiej z historycznego punktu widzenia wyceny. Nadal z pesymizmem podchodzimy do tych aktywów, które uważamy za najbardziej przeszacowane, włącznie z obligacjami rządowymi z rynków rozwiniętych, a w szczególności obligacjami skarbowymi ze strefy euro.

JAKIE SA KLUCZOWE CZYNNIKI RYZYKA?

Przedstawiane wyniki inwestycyjne Funduszu są wynikami osiągniętymi w okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Subfundusz został zaklasyfikowany do 4 kategorii ryzyka, ponieważ inwestuje głównie w zbywalne papiery wartościowe spółek spoza Polski, wybieranych przy użyciu podejścia zorientowanego na wartość w tym w znacznej mierze akcji. Papiery wartościowe wyżej wymienionego rodzaju historycznie podlegały znaczącym zmianom cen w krótkim okresie czasu. W związku z tym, wyniki Subfunduszu mogą podlegać znacznym wahaniom we względnie krótkich okresach. Powyższa kategoria ryzyka odpowiada skażnikowi ryzyka i zysku wskazanemu w dokumencie Kluczowe Informacje dla Inwestorów aktualnemu na dzień sporządzenia niniejszego dokumentu.

Ryzyka mające istotne znaczenie dla Subfunduszu:

Ryzyko kredytowe: związane jest z możliwością trwałej lub czasowej utraty przez emitentów zdolności do wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań, w tym również z niezdolnością do zapłaty odsetek od zobowiązań. **Ryzyko płynności:** ryzyko powstające, gdy niekorzystne warunki rynkowe wpływają na możliwość umorzenia aktywów w pożądanym terminie. Ograniczona płynność może mieć negatywny wpływ na cenę aktywów. **Ryzyko walutowe:** ryzyko straty wynikające z wahań kursów walutowych lub reglamentacji obrotu dewizowego. **Ryzyko instrumentów pochodnych:** związane z inwestycjami Subfunduszu w instrumenty pochodne, w tym m.in. ryzyka związane z niewłaściwym zabezpieczeniem, które nie zrekompensuje ewentualnych strat z inwestycji.

Pełne omówienie wszystkich obszarów ryzyka związanych z Subfunduszem opisane są w prospekcie informacyjnym Funduszu w punkcie opisującym ryzyka inwestycyjne.

INFORMACJE NATURY PRAWNEJ

Franklin Templeton Fundusz Inwestycyjny Otwarty („**Fundusz**”) został utworzony i jest zarządzany przez Templeton Asset Management (Poland) Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie („**Towarzystwo**”). O ile nie zaznaczono inaczej, źródłem danych i informacji zawartych w niniejszym dokumencie są źródła własne Towarzystwa, a dane są aktualne na dzień sporządzenia niniejszego dokumentu. Niniejszy dokument nie stanowi porady prawnej, podatkowej ani inwestycyjnej dotyczącej jednostek uczestnictwa Funduszu. Informacje zamieszczone w niniejszym dokumencie nie stanowią również oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. Decyzje o nabyciu jednostek uczestnictwa Funduszu należy podejmować z uwzględnieniem informacji zawartych w aktualnym prospekcie informacyjnym Funduszu oraz w Kluczowych informacjach dla inwestorów, a także w ostatnim poddanym audytowi rocznym lub półrocznym sprawozdaniu finansowym, które udostępnione są na stronie internetowej Towarzystwa www.franklintempleton.pl oraz które można otrzymać bezpłatnie w siedzibie Towarzystwa w Warszawie przy ul. Rondo ONZ 1; 00-124 Warszawa (tel.: +48 22 337 13 50, faks: +48 22 337 13 70.) Jednostki uczestnictwa Funduszu nie są wprowadzone do obrotu w innych jurysdykcjach niż Polska.

Inwestowanie w jednostki uczestnictwa Funduszu wiąże się z ryzykiem opisanym w szczególności w prospekcie informacyjnym oraz w Kluczowych informacjach dla inwestorów.

Szczególne ryzyko może być związane z inwestycjami Funduszu w określone typy instrumentów, klasy aktywów, sektory, rynki, waluty czy kraje, a także z wykorzystywaniem przez Fundusz instrumentów pochodnych. Ryzyka te są szczegółowo opisane w prospekcie informacyjnym Funduszu oraz w Kluczowych informacjach dla inwestorów, a klient powinien dokładnie zapoznać się z tymi informacjami przed podjęciem decyzji o zainwestowaniu swych środków w jednostki uczestnictwa Funduszu.

Przedstawiane wyniki inwestycyjne Funduszu są wynikami osiągniętymi w okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Fundusz nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych wyników inwestycyjnych. Uczestnicy Funduszu muszą się liczyć z możliwością utraty części lub całości wpłaconych środków. **Wartość aktywów netto subfunduszy wydzielonych w ramach Funduszy cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego.** W związku z powyższym dochód z zainwestowanych środków może ulec zwiększeniu lub zmniejszeniu. **Subfundusze wydzielone w Funduszu mogą lokować ponad 35% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski.** Prezentowane w niniejszym dokumencie wyniki nie uwzględniają opłat manipulacyjnych związanych z lokowaniem w dany subfundusz wydzielony w Funduszu oraz podatków. Wyniki mogą być pomniejszone o pobrane opłaty manipulacyjne i należne podatki.

Dokument sporządzony został przez Templeton Asset Management (Poland) Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., które działa na podstawie decyzji Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 3 listopada 2015 roku (Nr decyzji DFI/I/4030/12/63/13/14/15/JG).

Organem sprawującym nadzór nad Towarzystwem jest Komisja Nadzoru Finansowego.

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