



Biuletyn „Pośród byków i niedźwiedzi”

PUNKT WIDZENIA ZARZĄDZAJĄCYCH PORTFELAMI Z FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

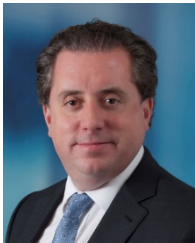
W TYM NUMERZE: Artykuły w tym numerze są aktualne na dzień 23 maja 2018 r.

Nowy niekonwencjonalny rząd we Włoszech: Dwa miesiące po wyborach we Włoszech wygląda na to, że nowy rząd stworzą prawicowa partia La Lega oraz lewicowy Ruch Pięciu Gwiazd. Rynki potrzebują trochę czasu, by przeanalizować pełne implikacje tego nietypowego mariażu; David Zahn, szef zespołu Franklin Templeton ds. europejskich instrumentów o stałym dochodzie, przedstawia swoją analizę sytuacji politycznej we Włoszech.

Czy inwestowanie skoncentrowane na wartości wreszcie powróci na pierwszy plan?: W ostatnich latach inwestowanie skoncentrowane na wartości grało drugie skrzypce, akompaniując inwestycjom wzrostowym. Czy nadszedł wreszcie moment, by wartość odzyskała dawną pozycję? Peter Langerman, CEO z Franklin Mutual Series, przedstawia swoje spostrzeżenia na ten temat i zdradza powody do optymizmu.

Prognozy dla strategii opartych na funduszach hedgingowych na drugi kwartał: K2 Advisors: W prognozach na drugi kwartał 2018 r. członkowie zespołów K2 Advisors ds. badań i budowy portfeli inwestycyjnych tłumaczą, dlaczego, według nich, inwestorzy nie powinni obawiać się powrotu zmienności rynkowej oraz dlaczego może ona odblokować możliwości inwestycyjne dla aktywnych zarządzających. Uważamy, że ta wiedza pomoże inwestorom lepiej zrozumieć korzyści płynące z posiadania tytułów uczestnictwa funduszy inwestujących w strategię hedgingowe.

Nowy niekonwencjonalny rząd we Włoszech



David Zahn, CFA, FRM

Szef zespołu ds. europejskich instrumentów o stałym dochodzie,
Starszy wiceprezes
Franklin Templeton Fixed Income Group

Analizując sytuację bezpośrednio po wyborach we Włoszech w marcu bieżącego roku, odnosiliśmy wrażenie, że koalicja pomiędzy Ruchem Pięciu Gwiazd a partią La Lega (wł. „Liga”), czyli dwoma populistycznymi ugrupowaniami z przeciwległych biegunów sceny politycznej, byłaby najgorszym możliwym scenariuszem dla rynków.

Po dwóch miesiącach od wyborów, te dwie partie wydają się być gotowe do stworzenia nowego włoskiego rządu, o ile prezydent zaakceptuje wspólnie wyłonionego kandydata na premiera.

Niekorzystny wpływ ryzyka politycznego na rynki we Włoszech

Rynki we Włoszech mają za sobą rozległą wyprzedaż, wywołaną przez reakcję inwestorów na rosnące prawdopodobieństwo przejęcia władzy przez populistów.

To właśnie propozycja koalicji przeciwności nasiliła zawirowania na rynkach finansowych. Obydwie strony chętnie opowiadają jak zamierzają wydawać pieniądze, ale słabiej wychodzi im tłumaczenie gdzie zamierzają te pieniądze znaleźć.

Szeroko omawiane tematy to, na przykład, wprowadzenie niskiej i ujednoczonej stawki podatku, skrócenie wieku emerytalnego (w czasie, gdy większość innych krajów wykonuje kroki w przeciwnym kierunku) czy zapewnienie najbiedniejszym uniwersalnego dochodu podstawowego.

Te cele są tyleż szlachetne, co kosztowne. Włochy już teraz mają względnie duży deficyt budżetowy. W budżecie podstawowym jest wprawdzie nadwyżka po odliczeniu odsetek, ale już stosunek zadłużenia do produktu krajowego brutto (PKB) przekracza 130%. Sądzymy zatem, że zwiększenie wydatków nie wydaje się być dobrą odpowiedzią na problemy Włoch.

Co więcej, włoska gospodarka postrzegana jest jako jedna z najsłabszych w Europie.

Mniejszy popyt na włoskie obligacje rządowe

Uważamy, że włoski rząd powinien pomyśleć o reformach, które przełożą się na długofalowy wzrost, zamiast próbować napędzać ten wzrost wydatkami budżetowymi.

Nowy niekonwencjonalny rząd we Włoszech — ciąg dalszy

Zmniejszenie skali programu skupu obligacji przez Europejski Bank Centralny (EBC) może stanowić kolejne wyzwanie dla ambicji nowego rządu.

W ubiegłym roku EBC wydawał 60 mld euro miesięcznie skupując europejskie obligacje rządowe i korporacyjne. Sporą część skupowanych obligacji rządowych stanowiły instrumenty z Włoch, a program ten okazał się dość korzystny dla włoskiego rynku obligacji rządowych.

Teraz EBC zmniejszył skalę skupu papierów do 30 mld euro miesięcznie, a cały program ma zostać zakończony we wrześniu. Sądzymy, że bank przedłuży skup aktywów do 2019 r., ale przypuszczamy, że skoncentruje się w większym stopniu na obligacjach korporacyjnych.

Gdy EBC będzie się wycofywać z rynku, popyt na włoskie obligacje rządowe prawdopodobnie będzie mniejszy niż rok temu, nawet jeżeli obecna zmienność związana z krajową sytuacją polityczną okaże się tymczasowa. Dlatego włoski rząd będzie musiał znaleźć innych nabywców, co dodatkowo utrudni pozyskiwanie finansowania.

Na jakie wsparcie można liczyć ze strony Francji i Niemiec?

Choć sądzymy, że strach przed eurosceptycyzmem koalicji Ligi i Ruchu Pięciu Gwiazd jest wyolbrzymiony, mamy świadomość, że mogą pojawić się napięcia pomiędzy Rzymem i Brukselą, w szczególności wokół planów wydatków nowego rządu.

Włoska konstytucja nie dopuszcza możliwości przeprowadzenia referendum w sprawie członkostwa Włoch w strefie euro czy w Unii Europejskiej, a obecnie jest mało prawdopodobne, by Liga i Ruch Pięciu Gwiazd miały większość trzech czwartych głosów w parlamencie, by zmienić konstytucję.

Niemniej jednak wydatki planowane przez nowy rząd mogą wywoływać pewne tarcia w strefie euro.

Wciąż nie wiemy na ile rządy Francji i Niemiec będą wspierać plany nowego rządu Włoch. Może to być zaskakujące, ale dostrzegamy powody, by przypuszczać, że to wsparcie może okazać się całkiem spore.

W warunkach agresywnej polityki handlowej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami, Europa może chcieć utrzymać większą jednomyślność.

Choć rentowność włoskich obligacji już jest dość wysoka w porównaniu z resztą Europy, sądzymy, że nowy rząd będzie walczył o realizację swojego programu i zatrzymania rynków finansowych po swojej stronie. Będzie to prawdopodobnie wywierać presję na rentowność włoskich obligacji w krótkiej perspektywie, dlatego nasze prognozy dla instrumentów dłużnych tego kraju są negatywne. Uważnie obserwujemy jednak rozwój wydarzeń i jeżeli rentowność zbliży się do poziomów, które będą w większym stopniu rekompensowały ryzyko polityczne, możemy ponownie rozważyć to pesymistyczne podejście.

Czy inwestowanie skoncentrowane na wartości wreszcie powróci na pierwszy plan?



Peter Langerman
Prezes
CEO
Franklin Mutual Series

Uważamy, że wydarzenia makroekonomiczne w Stanach Zjednoczonych i innych częściach świata mogą odmienić los inwestycji skoncentrowanych na wartości, po kilku latach słabszych wyników.

Efektom połączenia zaniżonych stóp procentowych oraz niskiej zmienności był dłuższy okres, w którym wartość pozostawała w tyle za wzrostem.

Gdy jednak będziemy obserwować zmianę z warunków odbiegających od normy w kierunku warunków bardziej normalnych, w których zmienność utrzymuje się na pewnym poziomie, a stopy procentowe są wyższe, równowaga pomiędzy wzrostem a wartością także powinna się normalizować.

Nie prognozujemy przy tym okresu ogromnej przewagi wartości nad wzrostem; wskaźniki fundamentalne zapowiadają raczej dążenie do pewnej równowagi.

Sądzymy zatem, że dla nas, jako inwestorów koncentrujących się na wartości, warunki będą lepsze niż przez kilka ostatnich lat.

Powrót zmienności to potencjalne źródło możliwości

Sytuacja polityczna na świecie niewątpliwie czyni nasze życie ciekawszym, a czasem może wywołać wzmożone wahania rynkowe.

Zmienność postrzegamy jako źródło możliwości, szczególnie gdy rynek kieruje się przede wszystkim krótkoterminowymi założeniami technicznymi. Naszym zadaniem, jako długoterminowych inwestorów koncentrujących się na indywidualnej analizie poszczególnych instrumentów, jest filtrowanie bieżących informacji i wydarzeń oraz skupianie się na wycenie opartej na analizie fundamentalnej.

Niektóre z tych wydarzeń oczywiście mają wpływ na sytuację. Takie kwestie, jak cła czy podatki, mogą mieć realne konsekwencje dla gospodarki.

Czy inwestowanie skoncentrowane na wartości wreszcie powróci na pierwszy plan? — ciąg dalszy

Przyglądamy się tym zmianom, które mogą mieć długofalowy wpływ na zyski spółek i kursy ich akcji, ignorując zapowiedzi, które są odwracane następnego dnia, by kolejnego dnia znowu zmienić wektor.

Takie podejście wiąże się dla nas z określonymi możliwościami. Ludzie mają tendencję do błyskawicznego reagowania na rozmaite wydarzenia, ale nasza długofalowa perspektywa pozwala nam wykorzystywać sytuacje, w których ta reakcja rynków jest przesadna lub niewłaściwa.

Stopy mogą rosnąć, ale niezbyt szybko

W naszej ocenie, większość ludzi zauważyła, że okres sztucznie zaniżonych stóp procentowych w różnych częściach świata nie będzie trwać wiecznie.

Rynki na całym świecie odchodzą od nadzwyczajnie niskich stóp procentowych, które w dużej mierze są wynikiem decyzji banków centralnych.

Podwyżki stóp generalnie uważamy za względnie korzystne, o ile będą przeprowadzane w sposób kontrolowany. Nagłe wzrosty stóp procentowych mogłyby wywołać strach przed recesją. Rosnące stopy można jednak postrzegać jako sygnał lepszej koniunktury gospodarczej. Wzrost zatrudnienia i przyspieszenie wzrostu gospodarczego tworzą korzystne warunki.

Przez 12-18 ostatnich miesięcy uważaliśmy, że banki mogą względnie skorzystać na lekkim wzroście stóp procentowych.

Słowo „lekkim” ma jednak kluczowe znaczenie.

Istnieje ryzyko, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) pozostanie w tyle podczas bieżącego cyklu zaostrzania polityki pieniężnej i będzie musiała agresywnie reagować na zbyt wysoką inflację.

Z kolei zbyt agresywne działania banku centralnego mogą stłumić wzrost gospodarczy. Dotychczasowe działania podejmowane przez Fed i inne banki centralne na świecie wydają się nam jednak rozważne.

Globalna perspektywa

Jako inwestorzy globalni, nie podejmujemy decyzji inwestycyjnych kierując się wyłącznie naszą opinią na temat danego kraju ani nawet na temat danego sektora krajowej gospodarki. Nasze decyzje oparte są na ogólnych wycenach.

Chcemy, by nasz proces selekcji papierów był tym czynnikiem, który nas wyróżnia.

Prognozy dla strategii opartych na funduszach hedgingowych na drugi kwartał: K2 Advisors



David Saunders
Założyciel i dyrektor zarządzający
K2 Advisors



Brooks Ritchey
Starszy dyrektor zarządzający
Dyrektor ds. budowy portfeli
K2 Advisors



Robert Christian
Starszy dyrektor zarządzający
Dyrektor ds. badań
K2 Advisors

Nie bój się „barometru strachu”

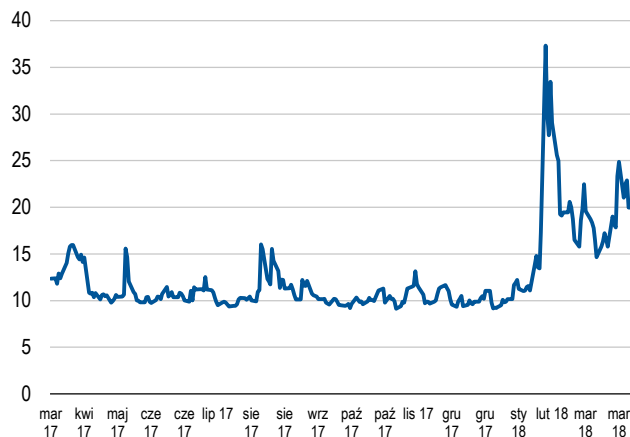
Pod koniec ubiegłego roku sugerowaliśmy, że gdy potężna fala globalnej płynności wpompowanej na rynki po 2008 r. zacznie opadać, można będzie spodziewać się wzmożonej zmienności. Wygląda na to, że zmienność zaczęła właśnie rosnąć.

Zmienność rynkowa mierzona indeksem VIX (tzw. „barometrem strachu”) wzrosła w pierwszym kwartale roku o 80%. Indeksy S&P 500 Index i Dow Jones Industrial Average poszły w dół w omawianym kwartale, natomiast indeks Nasdaq Composite Index zanotował umiarkowany wzrost, będący w dużej mierze wynikiem solidnego wzrostu styczniowego. Dziewięć spośród jedenastu sektorów ujętych w indeksie S&P 500 poszło w dół.

Spadki były najbardziej strome w sektorach usług telekomunikacyjnych, dóbr konsumpcyjnych pierwszej potrzeby i energetyki. Na plus wyróżniały się technologie informatyczne i dobra konsumpcyjne wyższego rzędu pomimo szerokiej wyprzedaży w marcu. Spadkowy kwartał dla indeksu S&P 500 Index przełamał dobrą passę dziewięciu wzrostowych kwartałów z rzędu — był to najdłuższy okres wzrostów od 20 lat. Co więcej, wszystko to miało miejsce zaraz po dziewiątej rocznicy początku hossy na rynku w Stanach Zjednoczonych, która rozpoczęła się 9 marca 2009 r., a także 10 lat po bailoutcie Bear Stearns.

CBOE Market Volatility Index („VIX”)

Okres jednego roku kończący się 31 marca 2018 r.



Źródło: CBOE za pośrednictwem FactSet. Indeks VIX obliczany jest na potrzeby odzwierciedlenia stałej 30-dniowej oczekiwanej zmienności na rynku akcji w Stanach Zjednoczonych na podstawie bieżących średnich cen opcji kupna i sprzedaży na indeks S&P 500 Index. Dane za okres od 31 marca 2017 r. do 31 marca 2018 r. **Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.** Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży.

A zatem co teraz? Z naszego punktu widzenia, po bezprecedensowo niskiej zmienności należało się spodziewać większych wahań, które są wręcz mile widziane. Pod pewnymi względami oznaczają one wręcz powrót do bardziej normalnych warunków rynkowych. To, według mnie, optymistyczny sygnał.

Jak już wspominaliśmy w naszych poprzednich komentarzach, zakrojone na rekordowo dużą skalę luzowanie ilościowe po globalnym kryzysie finansowym, czyli ekspansja bilansu Fedu z ok. 900 mld USD do prawie 4,5 bln USD obecnie, była w ciągu ostatniej dekady jedną z najważniejszych sił kształtujących sytuację na rynku. W naszej ocenie efektem tej polityki były wypaczone poziomy wyceny, sztuczne obniżenie zmienności i mniejszy nacisk na fundamenty spółek.

Poza tym, że rentowność papierów skarbowych spadła na rekordowo niskie poziomy, a rynki akcji zanotowały nowe maksima, wielu inwestorów odczuwało presję na przesuwanie kapitału w kierunku aktywów o wyższym ryzyku, podczas gdy koszty kapitału były sztucznie zaniżone. W takich warunkach pasywne inwestowanie przynosiło dobre wyniki, a aktywnie zarządzane portfele i fundusze hedgingowe radziły sobie słabiej. Ponieważ czasy stymulacji poprzez luzowanie ilościowe powoli dobiegają końca, spodziewamy się poprawy warunków dla aktywnych zarządzających.

Mniejsze wsparcie ze strony banku centralnego powinno zwiększyć podatność akcji na wpływ czynników idiosynkratycznych. Panuje powszechne przekonanie, że mniej poluzowana polityka pieniężna przełoży się na większą wrażliwość cen na fundamenty poszczególnych spółek, co z kolei może zmniejszyć korelację pomiędzy nimi. Gdyby ten scenariusz miał się zrealizować, powinno to, według nas, wywołać także większe rozproszenie sektorowe, co stworzyłoby dogodne warunki dla zarządzających do identyfikowania potencjalnych zwycięzców i przegranych. Uważamy, że sytuacja w pozostałych miesiącach 2018 r. może w rezultacie sprzyjać zwiększaniu wskaźnika alfa¹.

Strategie makroekonomiczne zarządzane w sposób uznaniowy

Nasze prognozy dla strategii makroekonomicznych zarządzanych w sposób uznaniowy są coraz lepsze. Większa aktywność banków centralnych i różnicowanie polityki pieniężnej połączone z niepewną sytuacją polityczną w wielu dużych gospodarkach przyczyniły się do wzrostu zmienności cen wielu ważnych klas aktywów. Ten wzrost, choć umiarkowany, sygnalizuje jednak większą niepewność i potencjalnie lepsze możliwości dla zarządzających potrafiących elastycznie obracać różnymi klasami aktywów (w tym, w szczególności, instrumentami o stałym dochodzie i walutami, które w przeszłości były zwykle w centrum uwagi zarządzających strategiami makroekonomicznymi zarządzanymi w sposób uznaniowy).

Europejskie strategie akcyjne typu „long/short”

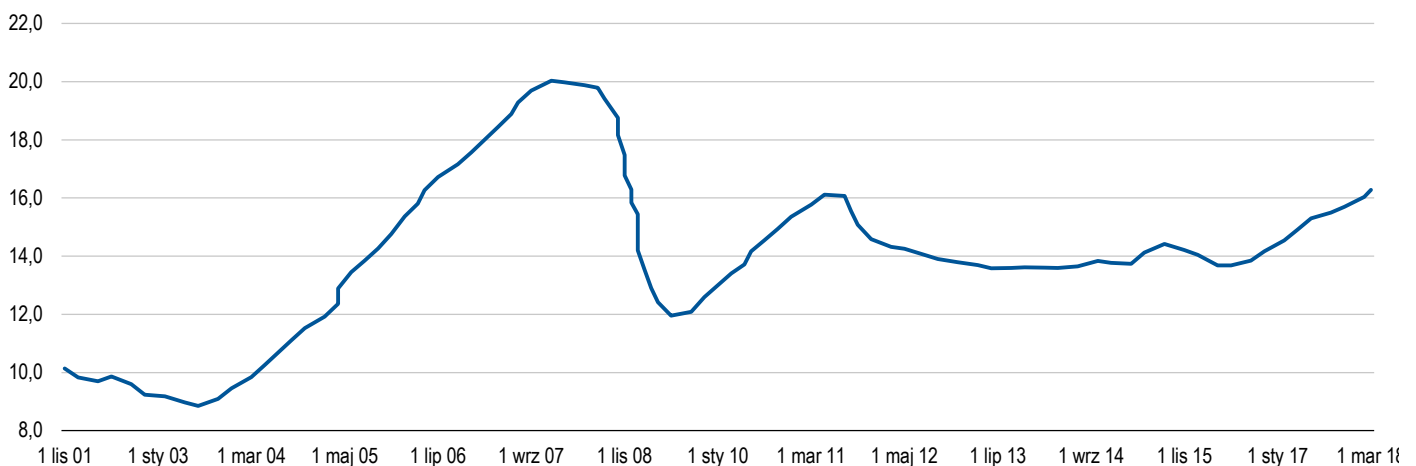
Wachlarz możliwości dla zarządzających strategiami akcyjnymi typu „long/short” w Europie jest wciąż szeroki. Akcje spółek europejskich nadal są wyceniane poniżej średnich poziomów historycznych w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi, gdzie wyceny papierów odpowiadają, według nas, ich wartości godziwej. Prognozy zysków w strefie euro są niższe w porównaniu z ostatnim poziomem szczytowym, co zapewnia sporą przestrzeń do dalszego odbicia. Z kolei prognozy zysków w Stanach Zjednoczonych są znacznie powyżej maksimum z 2008 r.

Wzrost gospodarczy w Europie powinien wciąż przyspieszać w warunkach niskich stóp, ponownego ożywienia akcji kredytowej i solidnej ekspansji zewnętrznej. Sądzymy, że strach przed katastrofą, do której miałyby doprowadzić decyzja o Brexicie, zaczyna słabnąć wraz ze zbliżaniem się do porozumienia w tej sprawie pomiędzy Europą i Wielką Brytanią. Ponadto Europa najwyraźniej stara się zbliżyć do prezydenta Stanów Zjednoczonych Donalda Trumpa przy stole negocjacji handlowych, dzięki czemu może zająć lepszą pozycję w porównaniu z Chinami lub Japonią pod względem ewentualnych ceł nakładanych przez amerykańską administrację.

Co więcej, warunki wydają się sprzyjać zwiększaniu wskaźnika alfa, biorąc pod uwagę coraz większe rozproszenie i malejącą korelację² pod wpływem różnych regionalnych wydarzeń makroekonomicznych, posiedzeń EBC i wyborów.

Prognozowane zyski na akcję spółek z indeksu MSCI Europe w perspektywie 12 miesięcy

Listopad 2001 r. — marzec 2018 r.



Źródło: Thomson Reuters I/B/E/S. Dane za okres od 17 listopada 2001 r. do 15 marca 2018 r. Średnia ważona w czasie uśrednionych prognoz zysków dla indeksu MSCI Europe Index na bieżący i kolejny rok. Dane miesięczne do grudnia 2005 r., w okresie późniejszym dane tygodniowe. Indeks MSCI Europe Index obejmuje akcje dużych i średnich przedsiębiorstw z 15 europejskich krajów zaliczanych do rynków rozwiniętych. MSCI nie udziela żadnych gwarancji ani nie ponosi żadnej odpowiedzialności w związku z przedstawionymi danymi MSCI. Dalsze rozpowszechnianie lub wykorzystywanie jest zabronione. Niniejszy raport nie został zatwierdzony ani opracowany przez MSCI. **Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.** Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Realizacja jakichkolwiek prognoz, założeń lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.

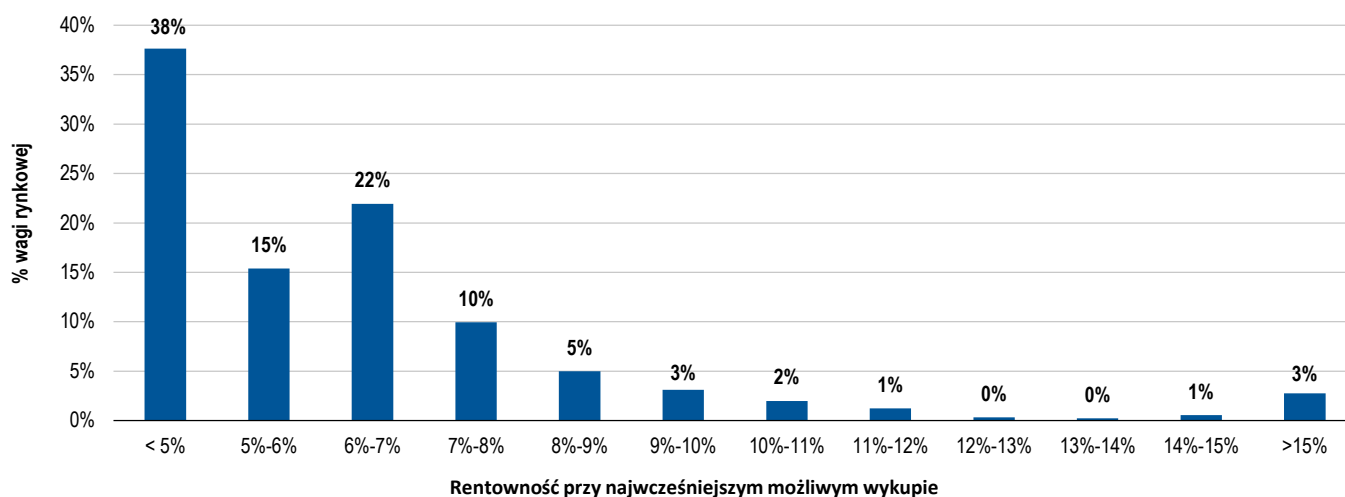
Inwestycje w instrumenty o stałym dochodzie skoncentrowane na wartości względnej

Podczas gdy stopy procentowe wreszcie zaczynają rosnać, ryzyko czasu trwania³ ponownie zaczyna być coraz bardziej istotne dla inwestorów interesujących się instrumentami o stałym dochodzie. Inwestorzy stosujący strategię opartą na wartości względnej instrumentów o stałym dochodzie, tacy jak zarządzający strategiami kredytowymi typu „long/short”, są najwyraźniej dobrze przygotowani, by zniwelować to ryzyko, biorąc pod uwagę krótszy czas trwania papierów w ich portfelach; tacy inwestorzy powinni także być w stanie generować alfa dzięki rosnącemu rozproszeniu sektorowemu.

Spodziewamy się większych możliwości skorelowanych ze zmianami sytuacji gospodarczej w związku z rozbieżnymi ścieżkami polityki realizowanej przez banki centralne w najważniejszych gospodarkach na świecie. Działania nabywców i sprzedawców obligacji kierujących się zmianami perspektyw gospodarczych powinny wywołać jeszcze większe rozbieżności rynkowe pomiędzy środkami pieniężnymi, obligacjami i kontraktami terminowymi, co byłoby korzystne dla strategii opartych na wartości względnej. Ta strategia wciąż jednak jest podatna na większe ryzyko lewarowania i finansowania, dlatego wymaga ostrożnego podejścia.

Udział rynku instrumentów o wysokim dochodzie ze Stanów Zjednoczonych według rentowności przy najwcześniejszym możliwym wykupie

Dane na dzień 21 marca 2018 r.



Źródło: BofA Merrill Lynch. Rynek instrumentów o wysokim dochodzie jest reprezentowany przez indeks ICE BofAML US High Yield Index, który mierzy wyniki obligacji korporacyjnych denominowanych w dolarach amerykańskich o ratingu niższym niż inwestycyjny będących w obrocie publicznym na krajowym rynku w Stanach Zjednoczonych. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży.

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. 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. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Wycena papierów wartościowych selekcyjowanych według kryterium ukrytej wartości może nie rosnąć tak bardzo, jak oczekujemy, lub może wręcz spadać. Inwestowanie w fundusz koncentrujący się na sektorze surowcowym wiąże się ze szczególnym ryzykiem, związanym z takimi czynnikami, jak większa podatność na niekorzystne trendy ekonomiczne i zmiany regulacji mających wpływ na ten sektor. Inwestycje w spółki zaangażowane w przejęcia, przeprowadzające reorganizację lub poddawane likwidacji także wiążą się ze szczególnym ryzykiem - przeprowadzane procesy mogą nie zostać ukończone w planowanym czasie lub ich warunki mogą okazać się niekorzystne. Z inwestowaniem w obligacje o niższym ratingu wiąże się typowe dla podmiotów inwestujących we wszystkie typy instrumentów, włącznie z ryzykiem zmienności rynkowej. Nie ma żadnej gwarancji, że strategie inwestycyjne stosowane przez zarządzających funduszami hedgingowymi i płynnymi inwestycjami alternatywnymi okażą się skuteczne. Każda transakcja może wygenerować stratę, jeżeli oczekiwania zarządzającego się nie zrealizują. Prognozy dotyczące strategii hedgingowych są formułowane w odniesieniu do innych strategii hedgingowych i nie odzwierciedlają opinii dotyczących spodziewanych wyników bezwzględnych czy spodziewanego ryzyka związanego z jakąkolwiek strategią czy elementem strategii. Szacunki dotyczące nastrojów rynkowych są formułowane przez zespół K2 ds. analiz na podstawie szeregu różnych czynników istotnych z punktu widzenia analityków zajmujących się daną strategią lub elementem strategii i mogą ulegać zmianie zgodnie z uznaniem analityków.

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., Reg. no. 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. **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, Blasieholmsgatan 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. Wskaźnik alfa to miara różnicy pomiędzy rzeczywistą a oczekiwaną stopą zwrotu funduszu przy poziomie ryzyka rynkowego mierzonego wskaźnikiem beta. Dodatni wskaźnik alfa oznacza, że fundusz wypracował lepszy wynik, niż można było się spodziewać na podstawie wskaźnika beta. Z kolei ujemny wskaźnik alfa oznacza, że wynik funduszu nie dorównał oczekiwaniom sformułowanym na podstawie wskaźnika beta. Niektórzy inwestorzy postrzegają wskaźnik alfa jako miarę wartości dodanej lub odjętej przez zarządzającego portfelem funduszu.

2. Korelacja to liniowa zależność pomiędzy dwiema seriami stóp zwrotu. Wskaźnik korelacji odzwierciedla siłę zależności pomiędzy dwiema seriami stóp zwrotu. Im silniejsza zależność, tym większe podobieństwo stóp zwrotu.

3. Czas trwania to miara wrażliwości ceny (wartości nominalnej) instrumentu o stałym dochodzie na zmiany stóp procentowych. Czas trwania wyraża się w latach.

Ważne uwagi i warunki dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS