



Biuletyn „Pośród byków i niedźwiedzi”

PUNKT WIDZENIA ZARZĄDZAJĄCYCH PORTFELAMI Z FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

W TYM NUMERZE: Artykuły w tym numerze są aktualne na dzień 28 czerwca 2018 r.

Prawdziwe przyczyny napięć handlowych w Stanach Zjednoczonych: Coraz więcej mówi się o „wojnie handlowej” pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a kilkoma spośród ich najważniejszych partnerów handlowych. Chiny boleśnie odczuwają wpływ cel nałożonych przez Stany Zjednoczone na szeroki wachlarz towarów i odpowiadają groźbą działań odwetowych, czego efektem jest wymiana werbalnych ciosów pomiędzy dwoma największymi gospodarkami na świecie. Norm Boersma z zespołu Templeton Global Equity Group analizuje przyczyny bieżących napięć handlowych. Podczas gdy ta sytuacja może nasilić presję na wzrost inflacji i stóp procentowych, która narasta pod koniec cyklu rynkowego (co może być korzystne dla akcji spółek selekcyonowanych według kryterium wartości, które mogą zyskiwać w takich warunkach), Boersma uważa, że ostatnie zmiany są per saldo niekorzystne dla globalnego wzrostu i międzynarodowej współpracy.

Posiedzenie EBC: większa przejrzystość, ale ostrożność wciąż uzasadniona: Czerwcowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego (EBC) przyniosło długo oczekiwaną przejrzystość co do kierunku przyszłej polityki pieniężnej w strefie euro. Niektóre pytania wciąż jednak nie doczekały się odpowiedzi i pozostaje spore pole do interpretacji. David Zahn, szef zespołu Franklin Templeton ds. europejskich instrumentów o stałym dochodzie, zastanawia się, co może nas czekać w najbliższej przyszłości i tłumaczy, dlaczego nadal nie spodziewa się podwyżek stóp procentowych w strefie euro wcześniej niż w 2020 r.

Ocena konsekwencji wprowadzenia cła na import metali do Stanów Zjednoczonych: Administracja prezydenta Trumpa ogłosiła wprowadzenie kolejnych cel na import stali i aluminium z kilku krajów zaliczających się do sojuszników Stanów Zjednoczonych, co ponownie rozbudziło ożywione spekulacje na temat wojen handlowych. Stephen Lingard z zespołu Franklin Templeton Multi-Asset Solutions omawia implikacje ewentualnej wojny handlowej i tłumaczy, dlaczego te cła stanowią, według niego, szczególnie duże zagrożenie dla rynku motoryzacyjnego w Ameryce Północnej.

Prawdziwe przyczyny napięć handlowych w Stanach Zjednoczonych



Norm Boersma, CFA
CIO
Templeton Global Equity Group

Kontekst: wzrost protekcjonizmu

Napięcia handlowe od kilku miesięcy nie schodzą z pierwszych stron gazet, ostatnio konflikty wydają się eskalować, a przyczyny tego problemu mają głębokie korzenie. Kilka ostatnich dekad upłynęło pod znakiem ewoluującej i coraz szerszej globalizacji, która jest korzystna dla zachodnich konsumentów, producentów z rynków wschodzących oraz światowej gospodarki w ujęciu ogólnym. Proces ten wyciągnął miliony ludzi z biedy i znacząco podniósł poziomy zarobków klasy średniej na całym świecie. Niemniej jednak dystrybucja korzyści płynących z globalizacji nie była równomierna. Pracownicy fizyczni w krajach zachodnich, których zastąpiono zagraniczną siłą roboczą i którzy mieli trudności z dostosowaniem się do nowych warunków ekonomicznych, ze zrozumiałych względów czują się rozczarowani globalizacją.

Kryzys finansowy sprzed dekady nie zmienił tej sytuacji, podobnie jak reakcja w obszarze polityki gospodarczej, która wprawdzie wygenerowała pożądaną przez inwestorów wzrost cen aktywów, ale nie przełożyła się na inflację płac, jakiej oczekiwali pracownicy.

Z tych i innych powodów na rynkach rozwiniętych zaczął narastać protekcjonizm, co znalazło odzwierciedlenie w uruchomionej przez prezydenta Stanów Zjednoczonych Donalda Trumpa polityce „America First”. Problem w tym, że, jak pokazuje nasze doświadczenie, protekcjonistyczna polityka rzadko przynosi obiecywane rezultaty w dłuższej perspektywie.

Zapowiedziane przez Trumpa nałożenie cel na import długiej listy towarów, takich jak stal, aluminium, panele słoneczne czy artykuły gospodarstwa domowego, stanowią część protekcjonistycznej polityki handlowej, obejmującej także wycofanie się USA z Partnerstwa Transpacyficznego i trwające dochodzenie w sprawie stosowanych przez Chiny praktyk związanych z własnością intelektualną. W czerwcu 2018 r. amerykańskie Biuro Przedstawiciela Handlowego Stanów Zjednoczonych wzięło na cel ponad 1000 chińskich wyrobów, dla których łączna wartość rocznej wymiany handlowej w 2018 r. sięgnęła ok. 50 mld USD.¹ Cła mają być nakładane etapami i mają być skoncentrowane przede wszystkim na kluczowych produktach przemysłowych i technologiach związanych z chińską inicjatywą „Made in China 2025”.

Cła w odpowiednim kontekście

Nakładanie ceł nie jest nowym elementem amerykańskiej polityki handlowej; każdy prezydent od czasu Jimmy'ego Cartera stosował pewnego rodzaju protekcyjnistyczne ograniczenia handlu, w tym często na rynku stali. Cła wprowadzone przez Trumpa w wielu przypadkach same w sobie nie wyrządzą poważniejszych szkód; najważniejsze spośród nich, czyli cła na import stali i aluminium, w krótkiej perspektywie zmniejszą amerykański produkt krajowy brutto zaledwie o 0,2% w ujęciu rocznym.²

Tym, co faktycznie *jest* nowym elementem tej polityki, jest jej kontekst. Cła wprowadzane są w chwili, gdy Ameryka zaczyna zwracać się do wewnątrz i odchodzić od długo odgrywanej roli lidera wolnorynkowego kapitalizmu, międzynarodowej współpracy i innych wartości definiujących globalizację. Ten moment jest, według nas, szczególnie niebezpieczny ze względu na zwiększone prawdopodobieństwo bardziej niepokojących form działań odwetowych, w szczególności ze strony Chin, w czasie, gdy prezydent Xi Jinping stara się przedstawić alternatywę dla wartości i hegemonii Stanów Zjednoczonych.

Własność intelektualna: oliwa dolana do ognia

Rzeczywiste ryzyko związane jest, w naszej ocenie, z tym, że wprowadzone dotychczas cła to tylko wstęp do pełnoprawnej i wielostronnej wojny handlowej, która może odbić się na całej globalnej gospodarce. Bodaj najważniejszym punktem zapalnym potencjalnego konfliktu może być kwestia praw własności intelektualnej w sektorze technologicznym. Według opublikowanego w 2017 r. raportu sporządzonego po dochodzeniu Biura Przedstawiciela Handlowego Stanów Zjednoczonych w sprawie stosowanych przez Chiny praktyk w obszarze własności intelektualnej, kradzieże własności intelektualnej przez Chińczyków kosztują amerykańskie spółki nawet 600 mld USD rocznie.³

Eskalacja wojny handlowej między Chinami a Stanami Zjednoczonymi oznaczałaby wzrosty cen dla konsumentów oraz prawdopodobne przyspieszenie inflacji, co z kolei wywierałoby presję na wzrost stóp procentowych. Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że prawdopodobnym rezultatem byłoby pogorszenie się koniunktury i bezpieczeństwa w obydwu krajach.

Wprowadzenie ceł to nie jedyne protekcyjnistyczne działanie podjęte przez Stany Zjednoczone. Wcześniej w tym roku Kongres przegłosował ustawę zakazującą rządowi współpracy z dwoma chińskimi przedsiębiorstwami telekomunikacyjnymi

(choć później prezydent Trump bronił dostępu jednej z tych spółek do rynku amerykańskiego). Prezydent Trump zdecydował się także na nietypowy krok i zablokował przejęcie amerykańskiego producenta chipów przez singapurskiego konkurenta, uzasadniając tę decyzję względami bezpieczeństwa narodowego.

Choć uważamy, że ryzyko eskalacji wojny handlowej jest ewidentnie niekorzystne dla globalnego wzrostu i międzynarodowej współpracy, efekty uboczne w postaci wyższej inflacji i rosnących stóp procentowych mogą jednak uchronić akcje spółek wyróżniających się przede wszystkim wartością przed niekorzystnymi konsekwencjami, ponieważ papiery te są często silnie skoncentrowane we wrażliwych na zmiany stóp procentowych i inflacji sektorach, takich jak finanse czy surowce.

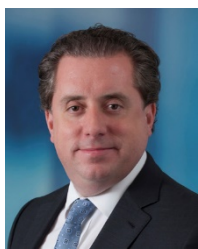
Poszukiwanie potencjalnych możliwości

Akcje selekcjonowane według kryterium wartości wypracowały słabsze wyniki niż akcje wzrostowe w 10 spośród 11 ostatnich lat, notując najdłuższą i najgłębszą bessę w tym segmencie w historii.⁴ Problemy stylu opartego na wartości wynikały przede wszystkim ze sztucznie zaniżonych stóp procentowych, które, według nas, wypaczyły wartość pieniądza i zmusiły inwestorów do poszukiwania wzrostu i dochodu na dłuższym końcu krzywej dochodowości.

Sądzymy, że konsekwentna normalizacja stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych może sprzyjać akcjom selekcionowanym według kryterium wartości oraz innym rynkom i sektorom zyskującym na ostatnim etapie cyklu rynkowego, takim jak finanse, energetyka czy rynki europejskie. Europejskie rynki zwykle radzą sobie dobrze pod koniec cyklu w związku z dużą ekspozycją na wrażliwe na zmiany inflacji i stóp procentowych sektory, takie jak surowce czy finanse. Zyski przedsiębiorstw europejskich są znacznie niższe w porównaniu z zyskami spółek ze Stanów Zjednoczonych, ale jednocześnie wyceny akcji spółek z Europy są zaniżone na tle danych historycznych, co oferuje potencjał do wzrostu zysków i wskaźników wyceny wraz z normalizacją polityki.

Ogólnie rzecz biorąc, ryzyko eskalacji wojny handlowej uważamy za niekorzystne dla światowego wzrostu gospodarczego i koniunktury na rynkach akcji. Choć portfele budowane według kryterium wartości wydają nam się względnie dobrze przygotowane na wzrosty stóp w końcowej fazie cyklu, eskalacja napięć handlowych wciąż budzi niepokój wśród światowych inwestorów.

Posiedzenie EBC: większa przejrzystość, ale ostrożność wciąż uzasadniona



David Zahn, CFA, FRM

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

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBC przedłużył program luzowania ilościowego (który miał zakończyć się we wrześniu) do końca 2018 r. Niemniej jednak choć wydany po posiedzeniu komunikat banku nieco wyjaśnił sytuację, sądzimy, że pole do interpretacji wciąż jest spore.

W krótkiej perspektywie większa przejrzystość jest jednak, naszym zdaniem, czynnikiem korzystnym. Przed czerwcowym posiedzeniem rentowność europejskich obligacji poszła mocno w górę, co najwyraźniej odzwierciedlało oczekiwania wcześniejszego zakończenia luzowania ilościowego, a w konsekwencji mniejszej płynności na rynku obligacji.

Kiedy stopy procentowe zaczną rosnąć?

Przed posiedzeniem banku centralnego coraz intensywniej spekulowano także na temat ewentualnych podwyżek stóp procentowych w strefie euro.

Jednoznacznych informacji na temat czasu tych podwyżek nie było jednak ani w wydanym po posiedzeniu oficjalnym komunikacie banku, ani w słowach prezesa EBC Maria Draghiego wygłoszonych podczas konferencji prasowej.

Bank centralny zaznaczył jednak, że przewiduje co najmniej dwa kwartały przerwy pomiędzy wygaszeniem programu luzowania ilościowego a pierwszymi podwyżkami stóp procentowych w strefie euro. To sugerowałoby, że wzrost stop można się spodziewać najwcześniej latem 2019 r.

Choć teraz już wiemy, że luzowanie ilościowe ma zostać wygaszone za kadencji Draghiego, uważamy, że EBC może poczekać nieco dłużej, zanim zacznie podnosić stopy procentowe.

Kadencja Draghiego wygasa z końcem października 2019 r., zatem podejrzewamy, że EBC raczej nie zdecyduje się na pierwsze podwyżki stóp, dopóki nowy prezes banku centralnego nie poczuje się pewnie na swoim stanowisku.

Gdyby Draghi wprowadził EBC na ścieżkę zaostrzenia polityki pieniężnej, ograniczyłoby to swobodę działania jego następcy. Z naszego doświadczenia wynika, że szefowie banków centralnych generalnie unikają wytyczania kierunku swoim następcom.

Pośpiech w działaniach jest, według nas, niepotrzebny

Nie dostrzegamy powodu, by EBC działał pośpiesznie i szybko wygaszał poluzowaną politykę.

Zważywszy na wciąż bardzo niską inflację oraz ostatnio niższe oczekiwania inflacyjne EBC w porównaniu z wcześniejszymi szacunkami, uważamy, że bank będzie chciał utrzymać rozluźnione warunki.

Gdyby gospodarka zwolniła, szybkie zaostrzenie polityki przez EBC spotęgowałoby skalę tego spowolnienia. Jeżeli jednak bank będzie działał powoli, a gospodarka przyspieszy, będzie można bez trudu zwiększyć tempo podwyżek stóp.

Celem EBC jest doprowadzenie inflacji do poziomu nieznacznie poniżej 2% w dłuższej perspektywie. Za kadencji poprzedniego prezesa EBC Jeana-Claude'a Tricheta trwającej od 2003 r. do 2011 r. inflacja w strefie euro wzrosła w krótkim czasie znacznie powyżej 2%, jednak w ujęciu średnim ustabilizowała się nieznacznie poniżej poziomu 2%.

Draghi podczas swojej kadencji miał do czynienia zarówno z deflacją, jak i z dłuższym okresem niskiej inflacji, zatem sądzimy, że EBC ze spokojem przyjmie nieco wyższą inflację, oczekując na stabilizację średniej długoterminowej stopy w okolicach zakładanego celu inflacyjnego.

Ponadto w różnych częściach regionu mamy niepewną sytuację polityczną, co, według nas, także będzie miało wpływ na rynki.

Przedstawiciele EBC publicznie zapewniali, że wydarzenia polityczne nie będą wpływać na ich działania, ale uważamy, że mogą zmienić swój punkt widzenia w przypadku nasilenia się niepokojów we Włoszech czy w Hiszpanii lub nagłego wzrostu rentowności obligacji w peryferyjnych krajach eurolandu.

Reinwestowanie przychodów z instrumentów osiągniętych zapadalność

EBC planuje nadal reinwestować przychody z aktywów osiągniętych zapadalność, co powinno podtrzymać płynność rynku. To z kolei powinno utrzymać rentowność instrumentów długoterminowych na niższym poziomie niż możemy dziś przypuszczać.

Uważamy, ponadto, że reinwestycje będą kontynuowane jeszcze przez pewien czas. Jeżeli EBC zastosuje ten sam model, co Stany Zjednoczone, zaostrzenia polityki pieniężnej moglibyśmy spodziewać się przed przejściem do zmniejszania rozmiarów bilansu banku centralnego.

Ocena konsekwencji wprowadzenia cła na import metali do Stanów Zjednoczonych



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

31 maja administracja Trumpa zrealizowała swoją zapowiadaną wcześniej groźbę nałożenia ceł na import stali i aluminium z Kanady i Meksyku, jak również z Unii Europejskiej (UE). Decyzję podjęto dwa dni po tym, jak administracja zapowiedziała dalsze kroki w kierunku oclenia towarów produkowanych w Chinach.

W marcu zostały wprowadzone cła na import metalu, ale Kanada, Meksyk i UE zostały w kwietniu tymczasowo zwolnione z opłat celnych. Niemniej jednak niedawne rozmowy z UE dotyczące ulg handlowych oraz negocjacje z Kanadą i Meksykiem dotyczące zmian w porozumieniu NAFTA (Północnoamerykańskim Układzie Wolnego Handlu) najwyraźniej utknęły w martwym punkcie. To z kolei było przyczyną zniesienia ulg.

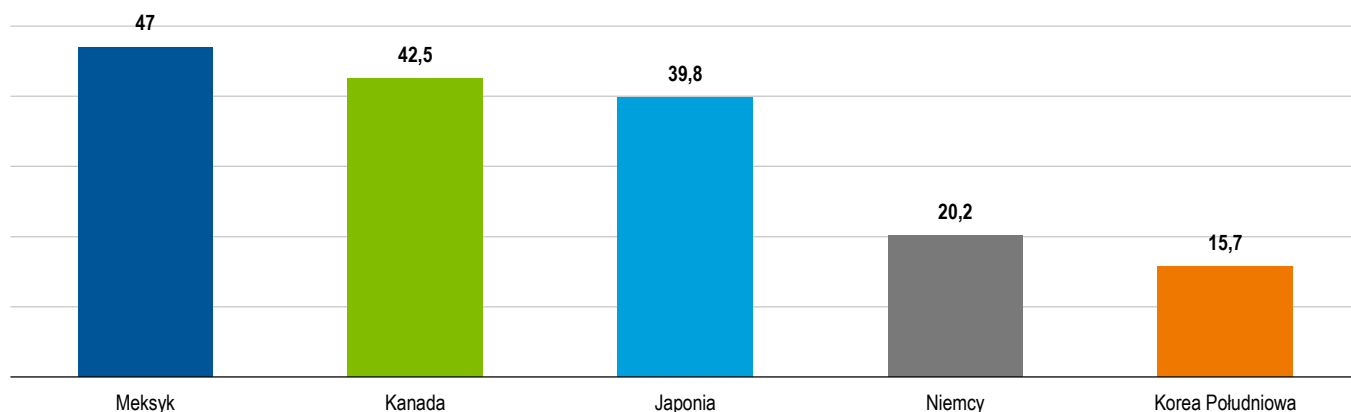
Uważamy, że w przypadku wojny handlowej w rzeczywistości nikt nie jest zwycięzcą. Choć cła w Stanach Zjednoczonych mogą przekładać się na poprawę salda wymiany handlowej i rachunku obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych, w dłuższej perspektywie sytuacja może się pogorszyć w obydwu tych obszarach. Nie dostrzegamy zbyt wielu zamienników dla niektórych spośród importowanych produktów, które cieszą się obecnie popularnością wśród konsumentów ze Stanów Zjednoczonych. Sądymy, że wytworzenie tych produktów w Stanach Zjednoczonych byłoby czasochłonne, o ile w ogóle byłoby możliwe.

Według naszych analiz gdyby Kanada i Meksyk zostały zmuszone do płacenia cła Stanom Zjednoczonym, ucierpiałyby

Import samochodów do Stanów Zjednoczonych z rynków zagranicznych

Import nowych pojazdów osobowych w 2017 r.

W mld USD



Źródło: Departament Handlu Stanów Zjednoczonych, Biuro ds. spisu powszechnego, Wydział ds. handlu zagranicznego.

na tym cały przemysł motoryzacyjny w Ameryce Północnej. Jak widać na poniższym wykresie, w 2017 r. Kanada i Meksyk były dwoma największymi eksporterami pojazdów do Stanów Zjednoczonych, zatem ta branża ma duże znaczenie dla wszystkich trzech krajów.

Implikacje dla inwestorów

Jeżeli dojdzie do wojny handlowej, która spowolni globalny wzrost w warunkach wyższej inflacji i większego deficytu budżetowego, większość światowych rynków akcji będzie, według nas, notować zsynchronizowane spadki.

Należy zauważyć, że rynek akcji w Stanach Zjednoczonych wprawdzie spadał względnie mocno podczas ostatnich okresów wzmożonej zmienności, ale jednocześnie oferuje inwestorom bardziej defensywną strukturę sektorową i charakteryzuje się mniejszą podatnością na wpływ cyklu gospodarczego niż inne rynki, takie jak Europa, która ma większą ekspozycję na finanse i surowce. W przyszłości możemy zatem spodziewać się pewnych rozbieżności pomiędzy poszczególnymi rynkami i sektorami.

Zakładając zatem, że trwający obecnie konflikt handlowy zostanie załagodzony, z optymizmem oceniamy perspektywy rysujące się przed światowym wzrostem gospodarczym i światowymi rynkami akcji. Pokłady wartości dostrzegamy, w szczególności, wśród wybranych spółek spoza Stanów Zjednoczonych, które wyróżniają się szybszym wzrostem zysków i lewarowania operacyjnego.

Niemniej jednak, podsumowując, działania obecnej administracji w Stanach Zjednoczonych często bywają nieprzewidywalne. Styl negocjacyjny Trumpa zdaje się sprzyjać wywoływaniu chaosu, który często prowadzi do zmian interpretowanych jako „zwycięstwa” przez jego bazę polityczną.

Jakie jest ryzyko?

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnać lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach. Wycena papierów selekcjonowanych według kryterium ukrytej wartości może nie rosnać tak bardzo, jak oczekujemy, lub może wręcz spadać. W zależności od tymczasowej koncentracji portfela na wybranych krajach, regionach, branżach, sektorach czy typach inwestycji portfel może być narażony na wyższe ryzyko niekorzystnych wydarzeń dotyczących tych obszarów większego zaangażowania w porównaniu z portfelem utrzymującym ekspozycję na szersze spektrum krajów, regionów, branż, sektorów czy typów inwestycji. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, np. dotyczącym wahań kursów wymiany walut, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej; inwestowanie na rynkach wschodzących wiąże się z podwyższonym ryzykiem związanym z tymi samymi czynnikami. 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. 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., 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 Zurich. **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. Źródło: Biuro Przedstawiciela Handlowego Stanów Zjednoczonych, czerwiec 2018 r.
2. Źródło: Trade Partnership Worldwide LLC, „Dyskusja o handlu czy wojna handlowa? Szacowany wpływ cel na rynki stali i aluminium” („Trade Discussion or Trade War? The Estimated Impacts of Tariffs on Steel and Aluminum”), 5 czerwca 2018 r.
3. Źródło: Biuro Przedstawiciela Handlowego Stanów Zjednoczonych, „Ustalenia z dochodzenia w sprawie działań, polityki i praktyk Chin związanych z transferem technologii, własnością intelektualną i innowacjami na mocy par. 301 ustawy handlowej z 1974 r.”, 22 marca 2018 r.
4. Źródła: Franklin Templeton, Eugene Fama & Kenneth French. Dane za okres od 31 lipca 1936 r. do 31 grudnia 2017 r.

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



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS