



## Biuletyn „Pośród byków i niedźwiedzi”

PUNKT WIDZENIA ZARZĄDZAJĄCYCH PORTFELAMI Z FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

**W TYM NUMERZE:** *Artykuły w tym numerze są aktualne na dzień 26 lipca 2018 r.*

**Hasenstab: Jak AMLO i Meksyk mogą uniknąć losu populistów:** Rynki generalnie spodziewały się zwycięstwa Andrésa Manuela Lópeza Obradora w wyborach prezydenckich w Meksyku, które odbyły się 1 lipca, ale długofalowe implikacje przejścia władzy przez nową ekipę dopiero teraz zaczynają nabierać kształtów, gdy prezydent elekt czeka na zaprzysiężenie zaplanowane na 1 grudnia. Dr Michael Hasenstab, CIO z zespołu Templeton Global Macro, przedstawia swoją analizę prognoz dla Meksyku oraz tłumaczy, dlaczego nowy prezydent powinien, według niego, strzec się przed naśladowaniem populistycznej polityki, jaką w niedawnej historii prowadzili inni przywódcy państw latynoamerykańskich.

**Punkt widzenia na przełomowe zmiany:** Podczas swoich podróży po całym świecie i spotkań z przedstawicielami spółek nasi analitycy wiele słyszą o potencjale nowych spółek, w tym często tych, których działalność opiera się na nowoczesnych technologiach i które mają zaburzyć dotychczasowe status quo na rynkach. Nasze doświadczenie i wiedza podpowiadają jednak, że to zaburzenie równowagi wykracza poza obszar technologii. Stephen Dover, szef zespołu Franklin Templeton Investments ds. akcji, podaje trzy przykłady przełomowych zmian poza sektorem technologicznym.

**Droga obligacji Sukuk do głównego nurtu świata finansowego:** Inwestorzy poszukujący ekspozycji na instrumenty o stałym dochodzie mają tendencję do koncentrowania się na konwencjonalnych obligacjach skarbowych i korporacyjnych. Dino Kronfol, CIO ds. strategii Franklin Templeton związanych z globalnymi inwestycjami Sukuk i instrumentami o stałym dochodzie z rynków MENA, uważa, że papiery Sukuk, czyli obligacje zgodne z prawem szariatu, konsekwentnie zmirzają w kierunku głównego nurtu świata finansów. Autor tłumaczy dlaczego nie jest to już lekceważona klasa aktywów i obala kilka mitów związanych z tym obszarem inwestycyjnym.

## Hasenstab: Jak AMLO i Meksyk mogą uniknąć losu populistów



**Dr Michael Hasenstab**  
Wiceprezes wykonawczy,  
CIO  
Templeton Global Macro

Populista Andrés Manuel López Obrador (AMLO) odsunął od władzy Partię Rewolucyjno-Instytucjonalną (PRI), co wywołuje pewne polityczne niepokoje. Sądzymy jednak, że zespół AMLO zrobił dostatecznie dużo, by zapewnić inwestorów, że zmiana rządu będzie przebiegać w sposób uporządkowany, „by utrzymać stabilność gospodarczą i finansową”. To, według nas, dobry początek działalności nowego rządu.

### Dyscyplina finansowa a bodźce populistyczne

W historii Ameryki Łacińskiej znajdziemy wiele przykładów populistycznych rządów, które odrzucały politykę prorynkową ze szkodą dla własnych krajów; można tu wspomnieć, w szczególności, o rządach Dilmy Rousseff w Brazylii czy Kirchnerów w Argentynie.

Wprawdzie AMLO stosował pewne bodźce populistyczne, takie jak obietnice zwiększenia świadczeń emerytalnych czy stypendiów, ale jego zespół najwyraźniej ma świadomość pułapek, w jakie mogą wpaść rządy, których działania burzą zaufanie do krajowych rynków finansowych.

Na przestrzeni kilku ostatnich tygodni zespół AMLO zobowiązał się do przestrzegania dyscypliny budżetowej i utrzymania niezależności banku centralnego. AMLO zaznaczył ponadto, że nie zamierza cofać szeregu kluczowych reform przeprowadzonych przez jego poprzednika, takich jak prywatyzacja sektora energetycznego.

Oczywiście czas pokaże, jaką politykę będzie w rzeczywistości prowadził nowy rząd, ale uwaga, jaką zespół już na początku poświęca rynkom kapitałowym i biznesowi, może napawać optymizmem. Co więcej, podczas swojej kadencji burmistrza miasta Meksyk AMLO prowadził w istocie odpowiedzialną politykę budżetową.

### Jak silne okażą się polityczne sojusze AMLO?

W kontekście nowego rządu pojawiają się jednak także pewne obawy. Do lewicowej partii Morena, którą AMLO założył w 2014 r., należy sporo nowych i nieznanymi osobom bez doświadczenia politycznego, łącznie z różnymi aktywistami i celebrytami. Jego koalicja rządząca w Kongresie o nazwie Juntos Haremos Historia ma większość w Izbie Deputowanych, gdzie kontroluje 62% mandatów, ale jest zbudowana z politycznie przeciwstawnych sił w postaci Partii Pracy (PT) i konserwatywno-społecznego ugrupowania PES.

## Hasenstab: Jak AMLO i Meksyk mogą uniknąć losu populistów — ciąg dalszy

Spoiłem łączącym te przeciwległe frakcje polityczne wydaje się być popularność AMLO, jednak czas pokaże, czy te sojusze przetrwają faktyczne sprawowanie władzy, szczególnie, jeżeli poparcie dla AMLO zacznie słabnąć.

Nawet sama partia Morena, która obecnie ma największą liczbę mandatów w obydwu izbach Kongresu, ma niewielkie doświadczenie w pozyskiwaniu głosów. Uważamy, że jeżeli Meksyk ma rozwijać swoją gospodarkę i nadal przyciągać inwestycje, rząd będzie musiał podtrzymać dotychczasowe reformy i realizować nowe.

### Rynki jak dotąd reagują pozytywnie

Pomimo pewnych długofalowych niepokojów politycznych po wyborach, w ostatnich tygodniach rynki generalnie reagowały pozytywnie. Jest to w dużej mierze zasługa banku centralnego (Banku Meksyku), który w okresie wyborczym niezmiennie realizował ortodoksyjną politykę. Ta polityka obejmowała, między innymi, podniesienie 21 czerwca bazowej stopy procentowej o 25 punktów bazowych do 7,75% oraz zobowiązanie do dalszego wspierania kursu peso i utrzymywania oczekiwań inflacyjnych pod kontrolą.

Peso meksykańskie zareagowało umocnieniem o 10% w stosunku do dolara amerykańskiego w okresie od 14 czerwca do 15 lipca, natomiast rynki już wyceniają kolejną podwyżkę stóp o 25 punktów bazowych podczas posiedzenia zaplanowanego na 2 sierpnia.

Ogólnie rzecz biorąc, perspektywa rządu z partią Morena na czele wciąż budzi szereg pytań, ale nie spodziewamy się poważniejszych zaburzeń instytucjonalnej kondycji kraju czy meksykańskiej gospodarki.

Inwestorzy powinni pamiętać, że meksykański rząd prowadził odpowiednią politykę budżetową przez dwie ostatnie dekady, jednocześnie strzegąc niezależności banku centralnego i utrzymując zmienny kurs waluty. Nie dostrzegamy ryzyka zaburzenia tych struktur instytucjonalnych.

### Nasze prognozy dla Meksyku są wciąż optymistyczne

Co więcej, gospodarka Meksyku nadal jest względnie solidna — to jedna z najbardziej otwartych gospodarek na świecie, korzystająca na umowach o wolnym handlu ze Stanami Zjednoczonymi, Kanadą, Japonią, państwami Ameryki Środkowej i Unią Europejską. Korzystna dla meksykańskiej gospodarki jest także dobra koniunktura cyklu biznesowego w Stanach Zjednoczonych.

Obawy wciąż budzi proces renegotjacji warunków porozumienia NAFTA (Północnoamerykańskiego Układu Wolnego Handlu), jednak nie powinien on, według nas, zakłócić funkcjonowania rozbudowanych struktur handlowych pomiędzy Meksykiem a Stanami Zjednoczonymi.

Nasze prognozy dla tego kraju generalnie wciąż są optymistyczne. Niezmiennie koncentrujemy się na możliwościach inwestycyjnych na meksykańskim rynku instrumentów denominowanych w lokalnej walucie, ponieważ peso wciąż jest niedoszacowane, a rentowność papierów na przednim końcu krzywej dochodowości jest nadal na bardzo atrakcyjnym poziomie przewyższającym 7,5%.

## Punkt widzenia na przełomowe zmiany



**Stephen H. Dover, CFA**  
Wiceprezes wykonawczy,  
Szef zespołu ds. akcji  
Franklin Templeton Investments

W ostatnich latach byliśmy świadkami szeregu zmian, które sugerują, że inwestorzy powinni zrewidować swoje dotychczasowe przekonania.

Napisano niezliczoną ilość raportów na temat przełomowych zmian, jakie na ogólnoswiatowych rynkach wywołują nowe technologie takie jak samochody autonomiczne. Mniej zainteresowania budzą zmiany zachodzące poza światem technologii.

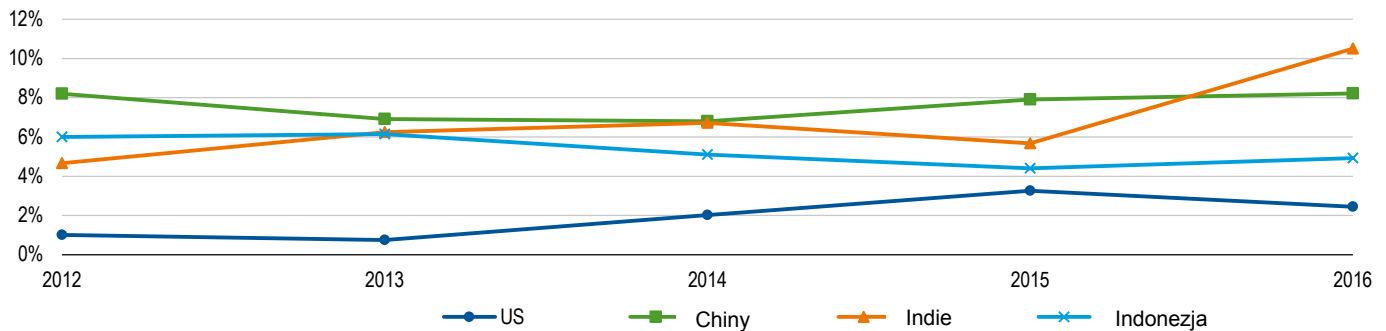
W artykule wskazujemy trzy przełomowe zmiany, które inwestorzy powinni wziąć pod uwagę, analizując sytuację na rynkach, w gospodarce i w polityce.

### Zmiana nr 1: Zmieniające się trendy globalnej konsumpcji

Azja przełamuje dominację Stanów Zjednoczonych w obszarze globalnej konsumpcji. W ostatnich latach wiele krajów azjatyckich, szczególnie tych gęsto zaludnionych, takich jak Chiny, Indie i Indonezja, notuje dynamiczny wzrost konsumpcji krajowej. Jak widać na wykresie na str. 3, konsumpcja w tych krajach rośnie szybciej niż w Stanach Zjednoczonych, co przekłada się na większą równowagę konsumpcji globalnej niż miało to miejsce w przeszłości.

## Wzrost konsumpcji w Azji wyższy niż w Stanach Zjednoczonych

**Konsumpcja gospodarstw domowych**  
Roczny wskaźnik wzrostu



Źródło: Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD).

### Zmiana nr 2: Wzrost cen aktywów finansowych

Od czasu globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. banki centralne na całym świecie pompowały do światowej gospodarki potężne ilości stymulacyjnych środków pieniężnych. Ci z nas, którzy studiowali ekonomię, uważali, że doprowadzi to do ogromnej inflacji na całym świecie.

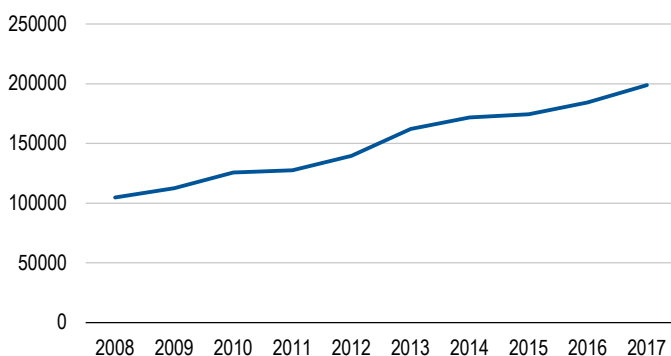
Na razie do tego nie doszło, choć zaczynamy obserwować oznaki rosnącej inflacji na kilku rynkach. Jedną z przyczyn tej sytuacji może być potężny wzrost światowej populacji, który utrzymuje koszty pracy na niskich poziomach.

Występuje jednak inflacja innego rodzaju, która nie znajduje odzwierciedlenia w typowych indeksach cen konsumenckich i jest efektem ogólnoswiatowych programów stymulacyjnych. Mówimy o inflacji cen aktywów, ponieważ duża część stymulacyjnego kapitału pompowanego przez banki centralne trafiła na rynki akcji, nieruchomości i innych aktywów.

W ten sposób wywołano efekt bogactwa. Ludzie, którzy zachowali swoje aktywa po globalnym kryzysie finansowym, wyszli na tym wprost znakomicie. Przykładowo, jak widać na poniższym wykresie, średnia wartość netto gospodarstwa domowego w Stanach Zjednoczonych wzrosła prawie dwukrotnie ze 105 tys. USD w 2008 r. do 199 tys. USD w 2017 r.

### Wartość netto gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych od czasu globalnego kryzysu finansowego

**Wartość netto gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych (USD)**  
(2008 r. — 2017 r.)



Źródło: OECD.

### Zmiana nr 3: Populizm

W ostatnich latach obserwujemy wzrost poparcia dla ruchów populistycznych w Stanach Zjednoczonych i w Europie.

Uważamy, że trend odzwierciedla wzrost indywidualizmu oraz coraz większą nieufność w stosunku do społeczeństw obywatelskich w ich obecnej formie. Wielu ludzi ma poczucie, że jest pomijanych i zaczyna kwestionować pozycję władz. Może to być po części związane ze zmieniającymi się warunkami demograficznymi.

Przykładowo w Stanach Zjednoczonych zniechęcone starsze pokolenie najwyraźniej było jedną z głównych sił napędowych wyborczego zwycięstwa Donalda Trumpa. Wśród jego zwolenników było wiele osób, którzy odczuli spadek poziomu życia w porównaniu z sytuacją z przeszłości.

Wyborcze sukcesy partii populistycznych w Europie także wywołały większą niepewność i zmienność rynkową.

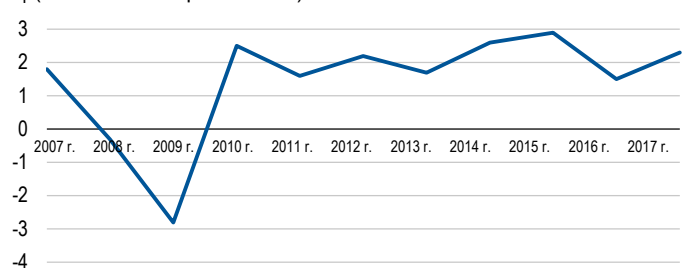
Uważamy, że gospodarcza inercja w Europie i Stanach Zjednoczonych połączona z narastającą nieufnością przyspieszyła rozpowszechnianie się populizmu.

W przeszłości Stany Zjednoczone notowały średni wzrost produktu krajowego brutto (PKB) rzędu 3% w okresach 10 lat.

Jak jednak widać na poniższym wykresie, amerykańska gospodarka nie wypracowała takiego wzrostu PKB od 10 lat.

### Wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych od 2017 r.

**Wzrost realnego PKB w Stanach Zjednoczonych**  
4 (roczna zmiana procentowa)



Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

# Droga obligacji Sukuk do głównego nurtu świata finansowego



**Mohieddine (Dino) Kronfol**

CIO  
Strategie Franklin Templeton związane z globalnymi inwestycjami „Sukuk” i instrumentami o stałym dochodzie z rynków MENA

Światowy rynek instrumentów dłużnych urósł w 2017 r. o 9,7%, osiągając rekordowo wysoką wartość 237 bln USD<sup>1</sup>, ale sądzimy, że te dane przysłaniają jeszcze bardziej interesującą zmianę: emisja obligacji Sukuk poszła w tym samym okresie w górę o 45% do wartości 97,9 mld USD.<sup>2</sup>

Dostrzegamy kilka czynników, które mogłyby zmienić rozpowszechniony wizerunek inwestycji Sukuk z produktów niszowych na instrumenty stanowiące część głównego nurtu świata inwestycyjnego. Te czynniki to, między innymi, emisja dużych ilości instrumentów w krajach należących do Rady Współpracy Krajów Zatoki Perskiej (GCC)<sup>3</sup>, obecność na tym rynku innych krajów, takich jak Indonezja, Hongkong, Wielka Brytania, Pakistan czy Turcja, a także pierwsza emisja obligacji Sukuk w Nigerii.

## Niska korelacja obligacji Sukuk z cenami ropy

Niezależnie od tego wzrostu, światowe obligacje Sukuk są, według nas, niezrozumianą klasą aktywów. Nieporozumienia wokół tych instrumentów związane są często z założeniem, że są one podatne na niekorzystny wpływ zmian cen ropy lub że są skoncentrowane wyłącznie w kilku miejscach na świecie.

Wprawdzie duża część światowych obligacji Sukuk pochodzi z emisji w bogatych w ropę naftową państwach członkowskich GCC czy w eksportującej ropę Malezji, ale nasze badania pokazują, że ta klasa aktywów nie pozostaje na łasce cen ropy, a wręcz jest w niewielkim stopniu skorelowana z tym surowcem.<sup>4</sup> Trzyletnia korelacja światowych obligacji Sukuk z ropą naftową wynosi 0,09<sup>5</sup>, co w praktyce oznacza, że zmiany cen ropy nie mają zbyt dużego wpływu na ten rynek.

Kwestionujemy także tezę, że Sukuk to mało płynna klasa aktywów. Pojedyncze emisje obligacji Sukuk są coraz większe, a coraz więcej instrumentów jest notowanych na giełdach jako aktywa stanowiące uzupełnienie portfeli inwestorów. Z naszego doświadczenia wynika, że coraz więcej inwestorów wykorzystuje Sukuk jako narzędzia do potencjalnej dywersyfikacji portfeli lub jako sposób na inwestowanie w obszary rynku, do których trudno byłoby dotrzeć poprzez konwencjonalne obligacje.

## Przyszłość obligacji Sukuk w Azji, na Bliskim Wschodzie i w innych częściach świata

Rosnące zainteresowanie inwestorów zagranicznych może być, naszym zdaniem, kluczem do dalszego wzrostu światowego rynku obligacji Sukuk. Wraz z coraz większą standaryzacją obejmującą szeroki sektor islamskich finansów oraz coraz szerszym rozpowszechnieniem w krajach, w których Muzułmanie nie stanowią większości, takich jak Wielka Brytania czy Stany Zjednoczone, coraz większe inwestycje zagraniczne w regionach emitujących obligacje Sukuk przełożą się na dalszy rozwój tego segmentu.

## Dotarcie do szerszego grona inwestorów

Przykładowo, pewną rolę w przyszłym rozwoju rynku światowych obligacji Sukuk mogą odegrać Chiny, ponieważ światowe ośrodki islamskie, takie jak Malezja, zwykle obsługują chińskich inwestorów.

Malezja przeprowadziła pierwszą światową emisję obligacji Sukuk w 1990 r. i wciąż jest jednym z największych rynków dla tych instrumentów. Dotychczasowa aktywność Malezji na rynku obligacji Sukuk ograniczała się przede wszystkim do emisji w lokalnej walucie (czyli ringgicie malezyjskim).

Sądzimy, że emisje większych ilości papierów denominowanych w walutach obcych mogą spotkać się z zainteresowaniem szerszego grona inwestorów z całego świata.

Takie podejście, połączone z odpowiednimi regulacjami wspieranymi przez bank centralny, może pomóc Malezji zaspokoić odczuwalny popyt zagraniczny i zyskać prawdziwie globalną pozycję na rynku Sukuk.

Choć zatem nie mamy jeszcze pełnej wiedzy na temat skali ewentualnego chińskiego zaangażowania na tym rynku, przewidujemy, że do dużych emitentów tych instrumentów w najbliższej przyszłości dołączą chińskie spółki z sektorów nieruchomości i usług finansowych.

Uważamy, że jeżeli Malezja będzie potrafiła odpowiednio skorygować swój rynek Sukuk, by zaspokoić popyt zagraniczny, ten kraj może stać się jednym z beneficjentów tego trendu, który pomoże umocnić pozycję islamskich instrumentów w głównym nurcie świata finansowego.



### Rozwój rynku Sukuk

Kraje należące do GCC, na czele z Dubajem, to kolejne ekscytujące rynki, na których dostrzegamy duży potencjał do wzrostu segmentu Sukuk.

Choć Malezja nadal emituje więcej obligacji Sukuk niż państwa członkowskie GCC, głównie dlatego, że ma głębszy rynek krajowy z lepiej rozwiniętymi sektorami ubezpieczeń, planów emerytalnych i zarządzania aktywami, GCC staje się coraz bardziej atrakcyjnym ośrodkiem przyciągającym inwestycje zagraniczne do segmentu produktów inwestycyjnych spełniających wymogi szariatu.

Jedną z kluczowych przyczyn tej atrakcyjności jest fakt, że obligacje Sukuk emitowane w krajach należących do GCC są zwykle denominowane w dolarach amerykańskich lub powiązane z kursem USD. Obserwujemy rosnące zainteresowanie emisją papierów Sukuk przez lokalne władze, ponieważ instrumenty te są coraz szerzej postrzegane jako korzystna forma finansowania zapewniająca dywersyfikację w stosunku do przychodów z ropy. Tylko w ramach swojej pierwszej w historii sprzedaży obligacji Sukuk denominowanych w dolarach amerykańskich, Arabia Saudyjska w ubiegłym roku zebrała 9 mld USD<sup>6</sup>, czyli o 1 mld USD więcej niż początkowo planował rząd.

Ze 180 mld USD, jakie jak dotąd zebrano w tym roku w ramach emisji obligacji korporacyjnych na całym świecie, ok. 10 mld USD to emisje w krajach należących do GCC<sup>7</sup>. Podczas gdy branża nieprzerwanie rośnie (choć w wolnym tempie), władze Dubaju za cel postawiły sobie uczynienie miasta światową stolicą islamskich finansów i aktywnie działają na rzecz osiągnięcia tego celu. Uważamy, że Dubaj może stać się wiodącym światowym ośrodkiem emisji obligacji Sukuk.

Ogólnie rzecz biorąc, liczba emisji instrumentów Sukuk na świecie cały czas rośnie. Wartość obligacji Sukuk wyemitowanych w 2017 r. sięgnęła 84 mld USD, w porównaniu z 71 mld USD w 2016 r.<sup>8</sup> Dostrzegamy utrzymującą się trajektorię wzrostową i z zainteresowaniem będziemy się przyglądać dalszemu rozwojowi rynku Sukuk w tych sprzyjających warunkach. Większa współpraca pomiędzy regulatorami, rządami i branżą może, według nas, dodatkowo przyspieszyć integrację tego obszaru inwestycyjnego z głównym nurtem świata finansowego.

---

### 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, np. dotyczącym wahań kursów wymiany walut, 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. Takie inwestycje zawsze mogą podlegać wzmożonemu wahaniom wyceny rynkowej. 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. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywołanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach. Znaczący wpływ na sektor technologii mogą mieć takie czynniki jak wychodzenie technologii z użytku, krótki cykl żywotności produktów, spadki cen i zysków, konkurencja ze strony nowych graczy rynkowych oraz ogólne warunki ekonomiczne. Inwestowanie w fundusz koncentrujący się na sektorze energetycznym wiąże się ze szczególnym ryzykiem, związanym z takimi czynnikami, jak większa podatność na niekorzystne trendy ekonomiczne i zmiany regulacji mających wpływ na ten sektor.

## 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](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, Blasieholmogatan 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 pozwolenie 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: Instytut Finansów Międzynarodowych (IIF), kwiecień 2018 r.

2. Źródło: globalne ratingi Standard & Poor's, styczeń 2018 r.

3. Rada Współpracy Krajów Zatoki Perskiej (GCC) to sojusz sześciu państw bliskowschodnich: Bahrajnu, Kuwejtu, Omanu, Kataru, Arabii Saudyjskiej i Zjednoczonych Emiratów Arabskich (ZEA).

4. Korelacja to wskaźnik zgodności kierunku zmian dwóch inwestycji. Korelacja mieści się w przedziale od 1 (zupełna korelacja dodatnia, występująca, gdy dwie klasy aktywów zawsze poruszały się w przeszłości w tym samym kierunku) do -1 (zupełna korelacja ujemna, występująca, gdy dwie klasy aktywów zawsze poruszały się w przeszłości w przeciwnych kierunkach).

5. Źródło: FactSet, dane na dzień 31 marca 2018 r.

6. Źródło: Ministerstwo Finansów Arabii Saudyjskiej.

7. Źródło: Bloomberg, dane na dzień 31 grudnia 2017 r.

8. Ibid.

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



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS