



# Biuletyn „Pośród byków i niedźwiedzi”

PUNKT WIDZENIA ZARZĄDZAJĄCYCH PORTFELAMI Z FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

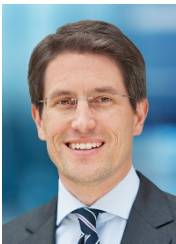
**W TYM NUMERZE: Artykuły w tym numerze są aktualne na dzień 28 sierpnia 2018 r.**

**Perspektywa wykraczająca poza medialny hałas: Trump, handel i Twitter:** W 2018 r. tweety prezydenta Stanów Zjednoczonych Donalda Trumpa na temat handlu międzynarodowego wywoływały fale rynkowych wahań i obaw przed globalnym spowolnieniem gospodarczym. W tej sytuacji Matthias Hoppe z zespołu Franklin Templeton Multi-Asset Solutions tłumaczy, dlaczego czynniki fundamentalne będą miały, jego zdaniem, większy wpływ na los światowej gospodarki niż słowa Trumpa.

**Akcje krajowych spółek o średniej kapitalizacji w centrum uwagi pomimo niepewności związanej z Brexitem:** Apetyty na akcje brytyjskich spółek o średniej kapitalizacji spadały, gdy inwestorzy próbowali przetrwać możliwy wpływ rozmaitych scenariuszy związanych z Brexitem. Paul Spencer z zespołu Franklina ds. akcji brytyjskich uważa jednak, że niepewna przyszłość Wielkiej Brytanii może wiązać się z możliwościami dla długoterminowych inwestorów, biorąc pod uwagę rozszerzającą się lukę pomiędzy wyceną akcji spółek brytyjskich a kursami papierów zagranicznych przedsiębiorstw. Spencer zwraca uwagę na kilka czynników, które potencjalnie mogą stymulować wzrost kursów akcji średnich przedsiębiorstw z Wielkiej Brytanii.

**Dlaczego hossa w Stanach Zjednoczonych może utrzymać się także w 2019 r.?:** Hossa trwająca obecnie na rynku akcji w Stanach Zjednoczonych jest już oficjalnie najdłuższym rynkiem byka w historii, co wśród niektórych obserwatorów budzi obawy przed rychłym załamaniem. Grant Bowers, wiceprezes i zarządzający portfelami inwestycyjnymi z Franklin Equity Group, tłumaczy dlaczego hossa może, według niego, utrzymać się także w 2019 r.

## Perspektywa wykraczająca poza medialny hałas: Trump, handel i Twitter



**Matthias Hoppe**  
Starszy wiceprezes  
Zarządzający portfelami inwestycyjnymi  
Franklin Templeton Multi-Asset Solutions

### Wprowadzenie

W ostatnich miesiącach prezydent Stanów Zjednoczonych Donald Trump nałożył cła na import z krajów od dawna należących do sojuszników Stanów Zjednoczonych, takich jak Kanada, Meksyk czy Unia Europejska (UE), a także na import coraz większej liczby wyrobów z Chin.

Jak widać na wykresie na kolejnej stronie, najważniejszymi partnerami handlowymi Stanów Zjednoczonych w ciągu ostatnich 10 lat były dwa kraje sąsiednie oraz UE.

### Tweety Trumpa i wstrząsy na rynku akcji

Swoje przemyslenia na temat handlu Trump najwyraźniej zawsze komunikuje za pośrednictwem jednego kanału: Twittera. Wpływ powtarzanych przez niego gróźb rozszerzania ceł na kolejne sprowadzane z zagranicy towary odczuwalny jest nie tylko na rynkach akcji, ale także we wszystkich obszarach rynków finansowych.

Po każdym tweecie Trumpa na temat kolejnych ceł indeksy giełdowe w Stanach Zjednoczonych często idą w górę lub w dół, zmienia się rentowność obligacji, a czasem dolar amerykański traci lub zyskuje na wartości w ciągu jednego dnia. Nic dziwnego, że wywołuje to dezorientację wśród inwestorów.

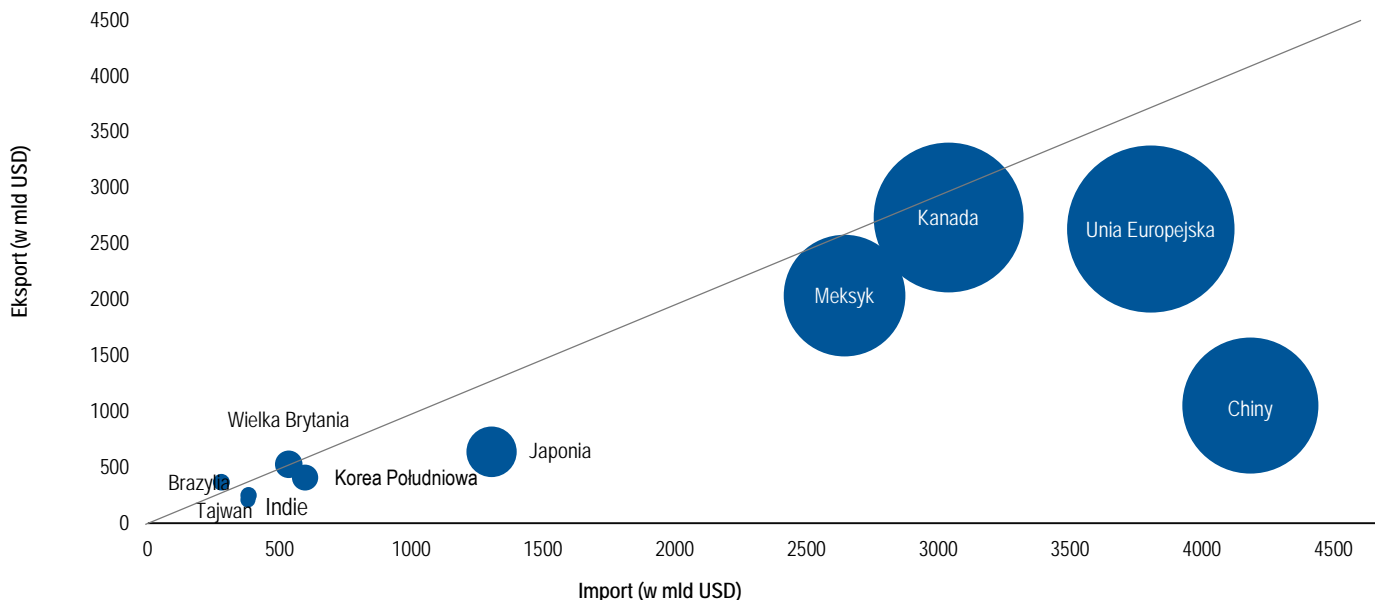
Choć temat jest szeroko omawiany w mediach, komunikaty Trumpa publikowane na Twitterze nie zaszkodziły nadmierne tegorocznym wynikom światowych rynków akcji — przynajmniej do tej pory. Z drugiej strony niektóre klasy aktywów z rynków wschodzących, a w szczególności waluty, notowały wahania, gdy druga pod względem wielkości gospodarka na świecie, czyli Chiny, reagowała zaostrożaniem własnej polityki celnej.

## Najważniejsi partnerzy handlowi Stanów Zjednoczonych

### Główni partnerzy handlowi Stanów

Zjednoczonych (USD)

2008 r. — 2017 r.



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

Jak widać na wykresie po prawej stronie, kursy walut krajów zaliczanych do rynków wschodzących spadły w pierwszej połowie 2018 r. o ok. 7% (według indeksu JP Morgan Emerging Markets Currency Index)<sup>1</sup>.

### Dlaczego Trump prawdopodobnie nie przestanie tweetować?

Sądzymy, że polityczne zamieszanie wokół handlu i cel prawdopodobnie nie uspokoi się w możliwej do przewidzenia przyszłości.

W listopadzie w Stanach Zjednoczonych odbędą się wybory środka kadencji. W tych wyborach wybierana będzie jedna trzecia senatorów i cały skład Izby Reprezentantów.

Obecnie Republikanie mają większość w obydwu izbach Kongresu, ale najświeższe sondaże wskazują, że w listopadzie ta przewaga nie będzie już taka pewna<sup>2</sup>.

Dlatego przewidujemy, że Trump nie straci zapału do mobilizowania swojej elektoratu. Doświadczenie podpowiada nam, że prezydent uważa kampanie przeciwko obcym mocarstwom za najlepsze narzędzie służące do tego celu.

Co więcej, jego wskaźniki poparcia w tym roku generalnie rosną, choć z bardzo niskiego poziomu bazowego<sup>3</sup>.

Z naszej perspektywy wygląda na to, że nie ma zbyt wielu dowodów na poparcie tezy o korzystnym wpływie jego protekcyjnego stanowiska na lepsze notowania w sondażach. Uważamy, że te sondaże są raczej efektem dobrej sytuacji ekonomicznej w Stanach Zjednoczonych. Produkt krajowy brutto (PKB) Stanów Zjednoczonych wzrósł w drugim kwartale 2018 r. o 4,1% w ujęciu średniorocznym, w porównaniu z 2,2% w kwartale poprzednim<sup>4</sup>.

Spodziewamy się jednak kolejnych serii tweetów na temat restrykcyjnej polityki celnej i bezpieczeństwa.

### Implikacje dla inwestorów

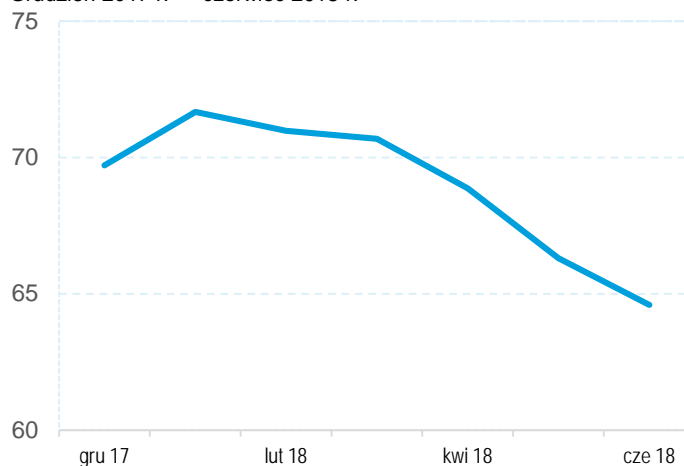
Czy słowa Trumpa mogą mieć długofalowe konsekwencje dla światowych rynków akcji? Obecnie wskaźniki wyprzedzające koniunkturę, w szczególności w Stanach Zjednoczonych, niezmiennie sygnalizują solidny wzrost.

Uważamy, że ostatecznie decydujące znaczenie będą miały fundamenty gospodarcze, a nie deklaracje formułowane na Twitterze.

## JP Morgan Emerging Markets Currency Index

### Dane miesięczne

Grudzień 2017 r. — czerwiec 2018 r.



Źródła: Bloomberg; JP Morgan Currency Index, dane na dzień 30 czerwca 2018 r. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w żaden indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.

Jeżeli gospodarka nadal będzie rosła, wzrost powinien, naszym zdaniem, mieć korzystny wpływ na aktywa o wyższym ryzyku takie jak akcje. Nie wiemy jednak, jak długo może się utrzymać odbicie na schyłkowym etapie rynkowej hossy.

Już teraz zaczynamy dostrzegać oznaki większej ostrożności w planach wydatków kapitałowych (CAPEX). Jeszcze na początku roku wskaźniki sugerowały natomiast, że spółki zamierzają zwiększać inwestycje.

Kolejnym ważnym wskaźnikiem są nastroje wśród konsumentów, które wprawdzie ostatnio nieco się pogorszyły, ale wciąż są dobre. Warunki na amerykańskim rynku pracy nadal są korzystne, czemu towarzyszy ogólny optymizm wśród konsumentów.

Jak długo jednak dobra koniunktura na rynku pracy w Stanach Zjednoczonych może przysłańcać coraz poważniejsze problemy związane ze spadkiem dynamiki wymiany handlowej na świecie? Nastroje mogą się szybko zmienić, co z czasem prawdopodobnie odbiłoby się także na fundamentach.

Rynki akcji, które uważamy za, par excellence, barometry przyszłej koniunktury ekonomicznej, mogą względnie szybko uwzględnić słabszy wzrost w wycenach, szczególnie w razie pogorszenia się danych o światowym handlu. Wstępne raporty już teraz sygnalizują spadek dynamiki importu i eksportu. Handel międzynarodowy jest szczególnie ważny dla Europy i rynków wschodzących — pod względem nie tylko ogólnego wzrostu gospodarczego, ale także zysków spółek.

Uważamy, że Trump powinien dążyć do zachowania równowagi pomiędzy zyskiem politycznym a ryzykiem niekorzystnego wpływu na gospodarkę. Potencjalne koszty wojny handlowej z Chinami na pierwszy rzut oka wydają się znacznie wyższe w porównaniu z kosztami konfliktu z UE zważywszy na stopień integracji łańcuchów dostaw pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami.

Handel z Europą w większym stopniu koncentruje się na gotowych wyrobach, w tym, w szczególności, samochodach. Rachunek obrotów bieżących pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a UE jest jednak zrównoważony. Choć saldo wymiany towarowej jest ujemne w związku z nadwyżką w handlu towarami po stronie UE na poziomie 153 mld USD, w usługach to Stany Zjednoczone mają nadwyżkę sięgającą 51 mld USD<sup>5</sup>.

Co więcej, Stany Zjednoczone mają nadwyżkę tzw. dochodu pierwotnego w wysokości 106 mld USD, na którą składają się przede wszystkim zyski wypracowane przez zlokalizowane w UE

podmioty zależne spółek ze Stanów Zjednoczonych<sup>6</sup>. To może tłumaczyć względnie koncyliacyjną retorykę Trumpa po spotkaniu z przewodniczącym Komisji Europejskiej (KE) Jeanem-Claude'em Junckerem 25 lipca.

Z kolei deficyt Stanów Zjednoczonych na rachunku obrotów bieżących z Chinami nie jest zrównoważony i w 2017 r. wyniósł 358 mld USD, czego przyczyną było długotrwałe ograniczanie inwestycji spółek zagranicznych przez Chiny<sup>7</sup>. Oczekujemy zatem, że retoryka w stosunku do Chin stanie się nieco łagodniejsza po listopadowych wyborach w Stanach Zjednoczonych, szczególnie jeżeli Republikanie wyjdą z nich z dobrym wynikiem.

Presja wywierana na sojuszników europejskich najwyraźniej już nieco osłabła po spotkaniu Trumpa z Junckerem. Możemy spodziewać się negocjacji z KE w sprawie niższych cel. Pozwoliłoby to Trumpowi pokazać wyborcom, że jego działania przynoszą rezultaty.

Wszystko to jednak wyłącznie spekulacje. Inwestorzy nie powinni przywiązywać zbyt dużej wagi do zamieszania politycznego. Znacznie ważniejsze są, według nas, wszelkie sygnały, które świadczyłyby o niepewności w gospodarce.

Obecnie wskaźniki nastrojów w Stanach Zjednoczonych i Europie nie pokazują niczego niepokojącego. Przewidujemy, że solidny wzrost utrzyma się przez resztę bieżącego roku, a także w 2019 r.<sup>8</sup> Dziś jednak bardziej niż kiedykolwiek od czasu kryzysu finansowego z lat 2007-2008 należy, według nas, zachować ostrożność i powstrzymać się przed eksponowaniem portfeli na nadmierne ryzyko.

## Akcje krajowych spółek o średniej kapitalizacji w centrum uwagi pomimo niepewności związanej z Brexitem



Paul Spencer  
Wiceprezes  
Zarządzający portfelami inwestycyjnymi  
Zespół Franklina ds. akcji spółek brytyjskich

To zrozumiałe, że akcje brytyjskich spółek o średniej kapitalizacji straciły uznanie wśród niektórych inwestorów, zważywszy na związane z Brexitem podwyższone ryzyko dla wzrostu gospodarczego i koniunktury rynkowej. Uważamy jednak, że to najwyższy czas, by nieco głębiej przeanalizować niektóre tematy inwestycyjne, które odgrywają znaczącą rolę na rynku średniej wielkości przedsiębiorstw w Wielkiej Brytanii. Akcje spółek o średniej kapitalizacji oferują ekspozycję na strukturalnie rosnące rynki, które mogą, według nas, być odporne na wpływ niepewności co do ogólnej sytuacji ekonomicznej.

Dlatego staramy się zyskać krajową ekspozycję na trzy tematy, które powinny, w naszej ocenie, stymulować wzrosty w segmencie spółek o średniej kapitalizacji, czyli na starzejącą się i coraz zamożniejszą populację Wielkiej Brytanii, deficyt nieruchomości mieszkaniowych na rynku brytyjskim oraz ożywienie produkcji przemysłowej na świecie.

- Wraz ze wzrostem liczby zamożnych emerytów w Wielkiej Brytanii, spodziewamy się coraz większego popytu na usługi placówek oferujących pobyt i opiekę dla osób starszych, nagłą pomoc medyczną, komercyjną hospitalizację czy zarządzanie majątkiem.
- W Wielkiej Brytanii niewątpliwie jest deficyt odpowiednich możliwości mieszkaniowych, co może działać na korzyść branż, które mogą poprawić sytuację w tym sektorze. Połączenie solidnego popytu na nieruchomości mieszkaniowe, dużej konkurencji na rynku kredytów hipotecznych i sprzyjającej polityki rządu powinno zapewnić długoterminowe wsparcie dla spółek zajmujących się budownictwem mieszkaniowym, w tym deweloperów, producentów materiałów budowlanych i sprzedawców nieruchomości.

## Akcje krajowych spółek o średniej kapitalizacji w centrum uwagi pomimo niepewności związanej z Brexitem — ciąg dalszy

- Wreszcie uważamy, że ekspozycja na rynki zagraniczne raczej nie okaże się panaceum na wszystkie inwestycyjne niepokoje, szczególnie biorąc pod uwagę potencjalnie niekorzystny wpływ protekcjonizmu na wolny handel. Niemniej jednak wciąż patrzymy przychylnym okiem na spółki mające ekspozycję na rosnącą globalną produkcję przemysłową, w związku z pewnym ożywieniem w tym sektorze. Dotyczy to, między innymi, spółek zajmujących się inżynierią produkcyjną czy produkcją komponentów elektrycznych i elektronicznych, z geograficzną preferencją dla Stanów Zjednoczonych.

Niemniej jednak akcje spółek o średniej kapitalizacji na wielu rynkach międzynarodowych stały się, w naszej ocenie, zbyt drogie. Na krajowym rynku średnich przedsiębiorstw dostrzegamy jednak potencjalne pokłady wartości w dłuższej perspektywie. Właśnie dlatego bardziej przychylnym okiem patrzymy na spółki krajowe.

Według wyników naszych badań, mniej więcej 55% zysków operacyjnych generowanych przez spółki z indeksu FTSE 250 Index pochodzi z rynku brytyjskiego, zatem indeks ma większą ekspozycję na koniunkturę w gospodarce krajowej niż skoncentrowany w większym stopniu na rynkach międzynarodowych indeks FTSE 100 Index.<sup>9</sup> Dotyczy to średniej wielkości spółek z takich sektorów, jak handel detaliczny, turystyka i rekreacja, transport, budownictwo i nieruchomości.

Dlatego mniej przychylnie patrzymy na obszary w większym stopniu uzależnione od krajowej konsumpcji dóbr wyższego rzędu. Wiele spółek działających w tych sektorach zmagają się ze strukturalną i makroekonomiczną presją związaną ze słabszym wzrostem sprzedaży, rosnącymi kosztami i zmieniającymi się trendami wydatków konsumenckich.

### Kontrariańskie podejście

Jako aktywni zarządzający, jesteśmy przekonani, że inwestowanie w spółki wyceniane znacznie poniżej ich rzeczywistej wartości to droga do zrównoważonych długoterminowych możliwości inwestycyjnych. Czasami może to oznaczać przyjmowanie kontrariańskiego stanowiska i inwestowanie w akcje, które nie cieszą się przychylnością ogółu inwestorów. Oznacza to także unikanie spółek, których wycena wydaje się oderwana od rzeczywistości lub — jak napisał ostatnio pewien makler — których „akcje są uspokajająco drogie”.

Jak powiedział kiedyś legendarny inwestor sir John Templeton, „kupowanie, gdy inni masowo sprzedają, i sprzedawanie, gdy inni chętnie kupują, wymaga największej odwagi i ostatecznie przynosi największe zyski”. Choć nie ma wystarczających podstaw do bezwarunkowego optymizmu co do prognoz ekonomicznych dla Wielkiej Brytanii, dostrzegamy powody do zainteresowania się krajowymi spółkami o średniej kapitalizacji.

## Dlaczego hossy w Stanach Zjednoczonych może utrzymać się także w 2019 r.?



Grant Bowers  
Wiceprezes  
Zarządzający portfelami inwestycyjnymi  
Franklin Equity Group

Po wyjątkowo spokojnym 2017 roku, w tym roku obserwujemy ponowny wzrost zmienności na rynkach akcji. Zsynchronizowany globalny wzrost, jaki utrzymywał się nieprzerwanie przez dwa ostatnie lata, zaczął wykazywać oznaki pewnego osłabienia, a dynamika wielu rynków na całym świecie stała się bardziej umiarkowana.

Stany Zjednoczone nie poddają się temu trendowi słabnącego wzrostu.

Wzrost PKB Stanów Zjednoczonych w 2018 r. przyspieszył i w drugim kwartale sięgnął najwyższego od blisko czterech lat poziomu 4,1%. Takie tempo rozwoju robi wrażenie, ale połączenie cięć podatków i zwiększonych wydatków z budżetu federalnego w pewnym stopniu zawyżyło wzrost w 2018 r., co oznacza, że trudno będzie powtórzyć ten wynik w przyszłości.

### Dwa najważniejsze filary gospodarki Stanów Zjednoczonych wydają się solidne

Niezależnie od zmian polityki, które mogły stymulować wzrost, gdy przyjrzymy się fundamentom gospodarki amerykańskiej, czyli konsumpcji i zyskom spółek, okazuje się, że sytuacja wciąż wygląda korzystnie. Te dwa filary nadal są solidne i nie wykazują oznak osłabienia, które sygnalizowałyby, że zbliżamy się do niekorzystnego zwrotu cyklu ekonomicznego lub recesji.

Bardzo dobre warunki na rynku pracy, niezmiennie niska inflacja i niskie stopy procentowe na tle historycznych standardów nadal sprzyjają konsumpcji w Stanach Zjednoczonych i podtrzymują dobre nastroje wśród konsumentów (a w konsekwencji także wysokie wydatki na konsumpcję), pomimo bardziej umiarkowanego wzrostu na świecie i narastających obaw wokół sytuacji w handlu.

Jeżeli chodzi o spółki, zyski przedsiębiorstw ujętych w indeksie S&P 500 Index wzrosły w drugim kwartale 2018 r. o ponad 20% (rok do roku)<sup>10</sup>. Choć niższe stawki podatków od przedsiębiorstw przyczyniły się do wzrostu zysków, ta większa rentowność prawdopodobnie przełoży się na wyższe wydatki kapitałowe. Uważamy, że powinno to tchnąć nowe życie w słabnącą ekspansję gospodarczą, gdy zyski zaczną być reinwestowane, a cykl wydatków kapitałowych będzie napędzał produktywność. W przypadku wielu spółek te korzyści powinny utrzymać się do 2019 r. lub 2020 r.

### Hossy nie umierają wyłącznie ze starości

Czas trwania obecnej hossy na rynku akcji w Stanach Zjednoczonych jest tematem gorącej dyskusji. Choć nie oczekujemy, że rynki będą nieustannie szły w górę bez żadnych korekt, historia pokazuje, że rynki byka generalnie nie umierają wyłącznie ze starości. Czynniki, które w przeszłości zwykle zwiastowały koniec hossy, to, między innymi, szybki wzrost inflacji lub stóp procentowych, zawyżone do spekulacyjnych poziomów wyceny lub bańki cenowe, jak również wstrząsy geopolityczne odbijające się na popycie. Przede wszystkim sygnałem końca rynku byka zwykle była recesja gospodarcza.

Bieżąca ekspansja ekonomiczna w Stanach Zjednoczonych jest niewątpliwie długa na tle standardów historycznych, ale inwestorzy powinni pamiętać, że jak dotąd była ona także dość pyłka i powolna w porównaniu z poprzednimi okresami

wzrostów. Wolniejszy wzrost wynika z potężnej skali globalnego kryzysu finansowego sprzed dekady, ale także z niskiej inflacji i niskich stóp procentowych po kryzysie. Zważywszy na umiarkowane tempo wzrostu w ciągu dziewięciu lat po kryzysie, nie zaskakuje nas fakt, że ożywienie trwa dłużej, niż wielu przewidywało i nie wygenerowało tak dużych nadwyżek, jakie zwykle pojawiają się w tak późnej fazie cyklu. W tej chwili nie dostrzegamy żadnych spośród klasycznych sygnałów zwrotu cyklu gospodarczego czy też pojawiającej się na horyzoncie recesji.

Na poziomie makroekonomicznym obserwujemy trendy w takich obszarach, jak inflacja, stopy procentowe, zatrudnienie czy wskaźniki niewypłacalności kredytobiorców, wypatrując sygnałów zmian. Jako inwestorzy skoncentrowani na indywidualnych, szczegółowych analizach spółek, nieustannie rozmawiamy z przedstawicielami zarządów poszczególnych przedsiębiorstw, by móc ocenić popyt na rynkach końcowych, globalną konkurencją i kondycję klientów.

Niezmiennie uważamy, że gospodarka amerykańska jest w dobrej formie, a akcje mają potencjał, by radzić sobie dobrze w nadchodzących latach. Niezależnie od powyższego przygotowanie się na gospodarczą dekonstrukcję lub rynkową korektę wymaga czasu, zważywszy, że nasze portfele budowane są w drodze indywidualnej selekcji akcji. W naszych rygorystycznych analizach fundamentalnych koncentrujemy się na spółkach, które nie tylko notują wzrost, ale także spełniają nasze kryteria jakości. Poszukujemy spółek o mocnej pozycji konkurencyjnej, solidnej kondycji finansowej i innowacyjnych zarządach. Uważamy, że tego typu wysokiej jakości przedsiębiorstwa są w stanie osiągać lepsze wyniki na tle rynku na przestrzeni pełnego cyklu ekonomicznego i z czasem mogą okazać się zwycięzcami pod względem strukturalnym.

### Trzy źródła najpoważniejszego ryzyka: handel, inflacja, stopy procentowe

Cła i restrykcje handlowe nadal są tematem szeroko omawianym w mediach i prawdopodobnie największym obecnie źródłem rynkowej niepewności, które może mieć potencjalnie znaczący wpływ na wzrost gospodarczy. Uważnie obserwujemy rozwój wydarzeń w tym obszarze i stale pracujemy nad zrozumieniem potencjalnej ekspozycji spółek, w które inwestujemy na to ryzyko.

Nie chcemy tego ryzyka bagatelizować, ale sądzimy, że na napięcia handlowe należy patrzeć przez pryzmat amerykańskiej sytuacji politycznej: konflikt handlowy lub groźby nałożenia cel mogą okazać się przede wszystkim sposobem na zdobycie politycznych punktów u ściśle określonej części elektoratu. Ryzyko zakrojonej na szeroką skalę wojny handlowej czy też poważnej erozji relacji handlowych, które stanowiły fundament globalnej koniunktury od czasu zakończenia II wojny światowej, jest, według nas, niewielkie.

Kolejnym wyzwaniem jest inflacja. Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych w tym roku przyspieszył, a inflacja zanotowała umiarkowany wzrost, co skłoniło Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych (Fed) to przyjęcia bardziej „jastrzębiego” stanowiska. Rynek najwyraźniej czuje się komfortowo z obecnym tempem wzrostu stóp procentowych w obliczu dobrej kondycji krajowej gospodarki, ale pojawiają się obawy, że Fed może nieco przeszarżować w swoich założeniach, szczególnie, jeżeli wzrost w 2019 r. stanie się nieco bardziej umiarkowany.

Ostatnie wyzwanie o bardziej politycznym charakterze to wybory środka kadencji w Stanach Zjednoczonych. Wybory zawsze niosą za sobą niepewność i zmienność, ponieważ rynki reagują na potencjalne zmiany krajobrazu politycznego i warunków regulacyjnych. Wybory środka kadencji w Stanach Zjednoczonych są szeroko omawiane w prasie, jednak sądzimy, że zmiana w kierunku większych podziałów w Kongresie nie będzie miała przesadnie dużego fundamentalnego wpływu na gospodarkę czy też ogólny krajobraz inwestycyjny. Probiznesowe i niezbyt restrykcyjne warunki regulacyjne, które stworzono pod koniec 2016 r., prawdopodobnie się utrzymają. Możemy po prostu spodziewać się większego impasu w Waszyngtonie, co paradoksalnie może okazać się korzystne dla rynków, ponieważ rynki nie lubią niepewności.

### Wyceny w niektórych obszarach rynku są wysokie, ale porównania do „bańki technologicznej” nie mają racjonalnego uzasadnienia

Wskaźnik cen do prognoz zysków na najbliższy rok dla indeksu S&P 500 Index sięga obecnie ok. 16,5x, czyli poziomu porównywalnego z pięcioletnią średnią i umiarkowanie wyższego od średniej 10-letniej, obejmującej także notowania z okresu najgłębszego kryzysu finansowego<sup>11</sup>.

W 2018 r. wyceny nieco spadły, a wskaźniki cen do zysków na rynku amerykańskim są niższe niż pod koniec 2017 r.<sup>12</sup> Po części tłumaczy to szybki wzrost zysków, jaki obserwowaliśmy w 2018 r., ale lekki spadek cen odzwierciedla także wzrost ryzyka wycenianego przez rynek.

Ogólnie rzecz biorąc, wyceny na rynku akcji w Stanach Zjednoczonych wydają nam się obecnie rozsądne i adekwatne do solidnej kondycji gospodarki oraz dobrych danych o zyskach spółek, a jednocześnie do ryzyka związanego z sytuacją w handlu i rosnącymi stopami procentowymi.

Patrząc na wyceny, w szczególności w sektorze technologicznym, można znaleźć przypadki zawyżonych kursów akcji, które są często omawiane w mediach. Gdy jednak przyjrzymy się szerszemu spektrum akcji spółek technologicznych, okazuje się, że są one wyceniane z lekką premią w stosunku do szerokiego rynku pod względem wskaźników cen do zysków (18,6x w porównaniu z 16,5x w przypadku indeksu S&P 500)<sup>13</sup>.

Premia w wycenie papierów spółek z sektora technologicznego jest, według nas, uzasadniona, zważywszy, że spółki technologiczne notowały najbardziej dynamiczny wzrost na przestrzeni ostatnich trzech lat i powinny nadal rosnąć w szybkim tempie w nadchodzących latach. Co więcej, jeżeli chodzi o kryterium jakości, sektor technologiczny może się pochwalić, według naszych analiz, jednymi z najwyższych marż i najlepszych bilansów na rynku<sup>14</sup>.

Warto także zauważyć, że sektor technologiczny uległ radykalnej zmianie w ciągu ostatnich 20 lat. Sądzimy, że porównania z „bańką technologiczną” z końca lat 90. ubiegłego wieku nie mają racjonalnego uzasadnienia. Przedsiębiorstwa technologiczne generują dziś wyższe zyski i mają znacznie mniejsze lewarowanie. Przychody spółek technologicznych są mniej wrażliwe na sytuację gospodarczą i w większym stopniu skoncentrowane na oprogramowaniu i usługach, co potencjalnie zapewnia stałe źródło przychodów, które może okazać się bardziej stabilne w okresach gospodarczej dekonstrukcji.

### Wzrost i wartość: czy trend odwraca wektor?

Styl inwestycyjny oparty na „wzroście” osiągał lepsze wyniki na tle stylu skoncentrowanego na „wartości” nieprzerwanie od zakończenia kryzysu finansowego<sup>15</sup>. Rynek wynagradzał spółki zdolne do generowania zrównoważonych zysków i wzrostu przepływów pieniężnych w warunkach umiarkowanego do niedawna wzrostu PKB. Niskie stopy procentowe dodatkowo sprzyjają akcjom spółek wzrostowych; inwestorzy często analizują potencjał wzrostowy spółek w perspektywie 3–5 lat i na podstawie tych zysków oceniają ich bieżącą wartość godziwą.

Wyniki akcji spółek selekcjonowanych według kryterium wartości od kilku miesięcy się poprawiają, co zbiega się w czasie z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w pierwszej połowie roku oraz wzrostem krótkoterminowych stóp procentowych.

Pomimo tych lepszych wyników „wartości” w krótkiej perspektywie, uważam, że wiele sektorów tradycyjnie oferujących wartość zmagają się z poważnymi wyzwaniami związanymi z konkurencją ze strony szybciej działających spółek lub nowych graczy z mocną pozycją finansową. Gdy przyjrzymy się całemu krajobrazowi inwestycyjnemu, okaże się, że tempo przełomowych zmian w poszczególnych branżach przyspiesza i wiele sektorów, które do niedawna tradycyjnie kojarzone były z wartością, obecnie zmagają się z błyskawicznie rosnącą konkurencją. Uważam, że ryzyko to w dużej mierze nie jest uwzględnione w niskich wskaźnikach wyceny, a niektórzy inwestorzy mogą wpaść w pułapkę.

## Dlaczego hossa w Stanach Zjednoczonych może utrzymać się także w 2019 r.? — ciąg dalszy

Przykłady segmentów rynku, które w przeszłości tradycyjnie oferowały wartość, a dziś muszą stawiać czoła nowym wyzwaniom związanym z konkurencją, można znaleźć w sektorze transportu, gdzie tańsi i szybsi konkurenci odmieniają nasz sposób myślenia o przewożeniu ludzi i towarów, a także w sektorze handlu detalicznego, gdzie konkurencja ze strony sklepów internetowych sprowadza ceny w dół, ograniczając tym samym wpływ tradycyjnych sklepów na ceny towarów.

Z kolei w sektorze przemysłowym dostrzegamy spółki otwarte na elektroniczną transformację i korzystanie z analiz danych. Robotyka i sztuczna inteligencja odmieniają dotychczasowe rynkowe status quo pod względem przewagi cenowej.

Nie mamy wątpliwości, że akcje spółek selekcyjowanych według kryterium wartości z pewnością mają przed sobą okresy lepszych wyników. Zastanawiamy się raczej czy możliwe będzie utrzymanie tych lepszych wyników w świecie, w którym równowaga w tak wielu branżach bywa zaburzana w coraz szybszym tempie.

Sądzę, że inwestorzy nie powinni debatować nad wyborem pomiędzy „wzrostem” a „wartością”, ale powinni raczej skoncentrować się na stabilności i jakości (zarówno w segmencie wzrostu, jak i w segmencie wartości) długoterminowych inwestycji zdywersyfikowanego portfela.

### 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 akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym czynnikami dotyczącymi poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólnymi warunkami panującymi na rynkach. Ceny obligacji generalnie poruszają się w kierunku przeciwnym do kierunku zmian stóp procentowych. Gdy zatem rynkowe ceny obligacji utrzymywanych w portfelu będą korygowane pod wpływem podwyżek stóp procentowych, wartość portfela może pójść w dół. 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 obciążone 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 akcji. Inwestycje w szybko rozwijające się branże, w tym w sektor technologii (który w przeszłości wyróżniał się sporą zmiennością) mogą wykazywać nasilone wahania cen (szczególnie w krótkiej perspektywie) w związku z błyskawicznymi procesami zmian i rozwoju produktów, a także zmianami regulacji rządowych dotyczących spółek bazujących na rozwoju naukowym lub technologicznym. Wycena papierów wartościowych selekcyjowanych według kryterium ukrytej wartości może nie rosnąć tak bardzo, jak oczekujemy, lub może wręcz spadać. Kursy akcji wzrostowych odzwierciedlają prognozy przyszłych zysków lub przychodów, a zatem mogą notować nagłe spadki, gdy prognozy te nie zostaną zrealizowane.

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

1. Źródła: Bloomberg; JP Morgan Currency Index, dane na dzień 30 czerwca 2018 r. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja

w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. **Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.**

2. Źródło: Bloomberg, „Here’s What’s at Stake for Trump in the Midterms”, („O jaką stawkę gra Trump w wyborach środka kadencji?”), 19 lipca 2018 r.

3. Źródło: FiveThirtyEight.com, „How popular is Donald Trump” („Jakim poparciem cieszy się Donald Trump?”), 31 lipca 2018 r.

4. Źródło: Departament Handlu Stanów Zjednoczonych, Biuro Analiz Ekonomicznych, 27 lipca 2018 r.

5. Źródła: Departament Handlu Stanów Zjednoczonych, Biuro Analiz Ekonomicznych; CESifo Group Munich, „EconPol Policy Report: On the

EU-US Current Account”, („Raport dot. polityki ekonomicznej EconPol: rachunek obrotów bieżących UE-USA”), lipiec 2018 r.

6. Źródło: Ibid.

7. Źródło: Departament Handlu Stanów Zjednoczonych.

8. Realizacja jakichkolwiek prognoz lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.

9. Indeks FTSE 100 Index to korygowany o kapitalizację rynkową indeks 100 największych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie. Indeks FTSE 250 Index to korygowany o kapitalizację rynkową indeks spółek od 101. do 350. na liście największych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. **Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.**

10. Źródło: dane FactSet o zyskach na dzień 10 sierpnia 2018 r.

11. Źródło: FactSet, dane na dzień 17 sierpnia 2018 r.

12. Ibid.

13. Źródło: FactSet, dane na dzień 17 sierpnia 2018 r. Sektor technologiczny jest reprezentowany przez indeks S&P 500 Technology Sector Index. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Wskaźnik cen do zysków (C/Z) to wskaźnik wyceny obliczany jako iloraz ceny rynkowej jednej akcji i rocznych zysków przypadających na taką akcję.

14. Źródło: FactSet, na podstawie danych z trzech lat do 23 sierpnia 2018 r.

15. Źródło: FTSE. Obliczenia za okres od 31 grudnia 1988 r. do 1 stycznia 2018 r. Akcje spółek wzrostowych są reprezentowane przez indeks FTSE Russell 1000 Growth Index. Akcje spółek selekcyjowanych według kryterium wartości są reprezentowane przez indeks FTSE Russell 1000 Value Index. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. **Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.**

## 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, Seoul, 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.

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



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS