



RAPORT MIESIĘCZNY

wrzesień 2015



## Czuć dwa nurty

Niepewność nadal króluje nam na giełdach. Po dość znacznych korektach tego lata z kulminującym ruchem spadkowym 24 sierpnia, mieliśmy chwilę oddechu. Teraz, gdy giełdy nieco się odbiły, a decyzja w sprawie podwyżki stop procentowych w USA w tym miesiącu jeszcze nie zapadła, mamy wiele możliwych scenariuszy na tegoroczną jesień.

W razie wątpliwości należy zaczynać analizę od ruchów stóp procentowych. Wyraźnie czuć grunt

do wzrostu inflacji w oparciu o płace i lepszą konsumpcję. Zagroženiem dla stabilnego i zrównoważonego wzrostu jest olbrzymie zadłużenie rządowe w większości krajów rozwiniętych. To efekt kosztów poniesionych na ratowanie gospodarek przed masową deflacją i bankructwami łańcuchowymi. Wyjściem z tego zadłużenia, jak już wiele razy mówiono, miałyby być inflacja. Pozytywnym elementem w wielu gospodarkach jest pozycja średniego konsumenta, który w ostatnich latach zmniejszał swoje zadłużenie i dzisiaj posiada dobrą pozycję jako potencjalny nowy kredytobiorca. To prawda, ale wyliczenia te prowadzone są przy obecnym poziomie stóp procentowych. Co będzie, gdy koszt kapitału konsumpcyjnego wzrośnie o 1 lub 2 %? Koszty podwoją się. Jeżeli nie będzie jednoczesnego wzrostu dochodów ludności, to mamy następny scenariusz kryzysowy.

Czuć w gospodarce dwa nurty: jeden dążący do wzrostu dochodów konsumentów i drugi, do utrzymania wzrostu zysków spółek. Jest między tymi trendami bezpośrednia konkurencja – wyższe płace mogą oznaczać niższe zyski. Pozytywne rozwiązanie tego konfliktu może przynieść wzrost wydajności pracy i innowacyjne produkty.

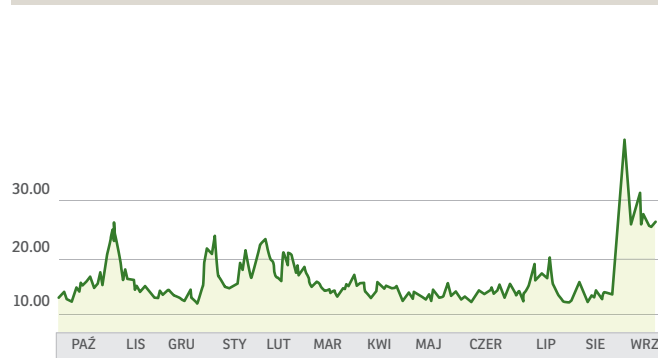
Wracamy do naszej długoterminowej polityki inwestycyjnej. W tej perspektywie tegoroczna jesień dostarczy nam okazji inwestycyjnych. Aby z nich skorzystać, trzeba być teraz wyjątkowo bystrym. Nie można wykluczyć konieczności szybkiej redukcji niektórych aktywów, aby do nich wrócić na niższym poziomie. Nie każdemu to się uda. Dlatego wypatrujemy dobrego miejsca w perspektywie wieloletniej. Spółki wzrostowe, spółki surowcowe, zdrowie i finanse to kilka miejsc, którym warto się przypatrywać. Będzie jednak także czas na wyjątkową okazję. To są spółki cykliczne, których ceny zaczynają rosnąć, gdy wokół słyhać tylko same złe wiadomości. Jak zawsze, będziemy mieli w czym wybierać. Wkrótce będziemy wiedzieli więcej na temat wzrostu gospodarczego. Liczymy na lepsze wieści.

**Andrzej Miszczuk**  
Główny Strateg F-Trust

## Gięty w cieniu banków centralnych

Już niebawem powinniśmy nieco więcej dowiedzieć się o stopach procentowych w USA. Obawy o ich rychłą podwyżkę powodują nerwowość na rynku amerykańskim. Tak zwany indeks strachu VIX znajduje się na poziomach przekraczających średnią długoterminową. Europejski odpowiednik Federal Reserve, czyli Europejski Bank Centralny rozważa ruch w zupełnie inną stronę. Nie tylko utrzymuje rekordowo niskie stopy, ale rozważa zwiększenie programu luzowania ilościowego, a już obecnie podniósł limit udziału EBC w poszczególnych emisjach obligacji z 25% do 33%.

### VIX Indeks

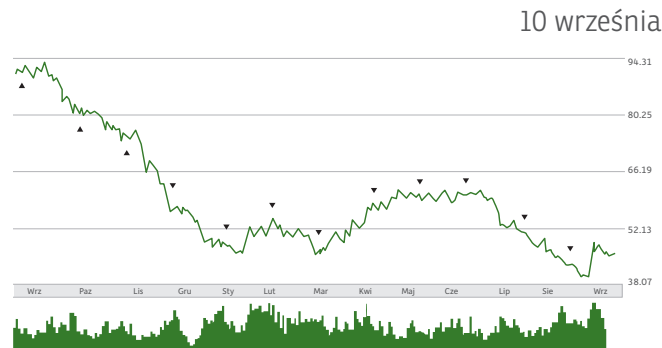


źródło: Bloomberg.com

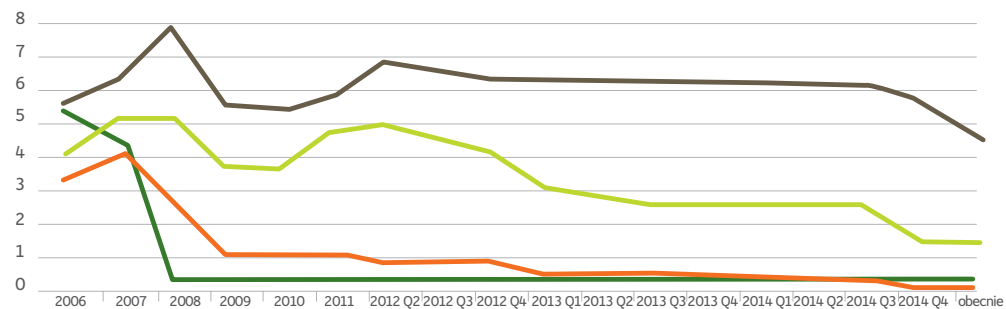
## Ropa naftowa

To co najbardziej lubią traderzy, a najmniej inwestorzy długofalowi, czyli duża zmienność – towarzyszy nam od kilku tygodni na cenach ropy. Mimo że mieliśmy sezon urlopowy, który zwykle powoduje większą konsumpcję ropy, to zapasy nie uległy zbyt niemu zmniejszeniu. Co więcej, wszystko wskazuje na to, że ropy będzie jeszcze więcej, bowiem powracający na globalne rynki Iran w zamian za ograniczenie programu nuklearnego zostanie dopuszczony na rynki ze swoim wydobyciem. Porozumienie w tej sprawie między USA, Rosją, Chinami, Wielką Brytanią, Francją i Niemcami zaakceptowała już Rada Bezpieczeństwa ONZ.

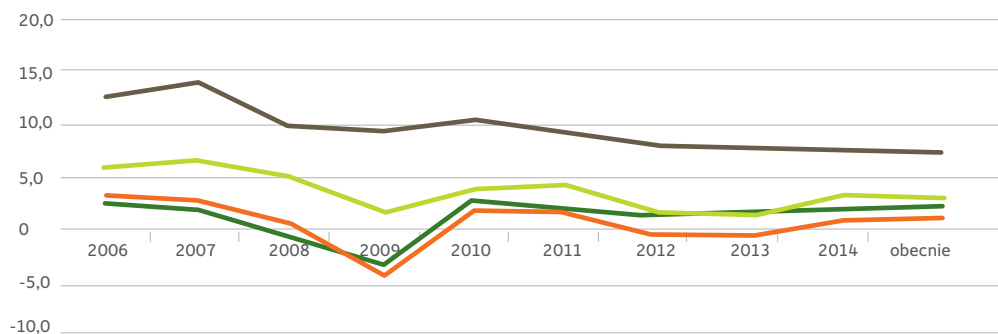
### Ropa naftowa



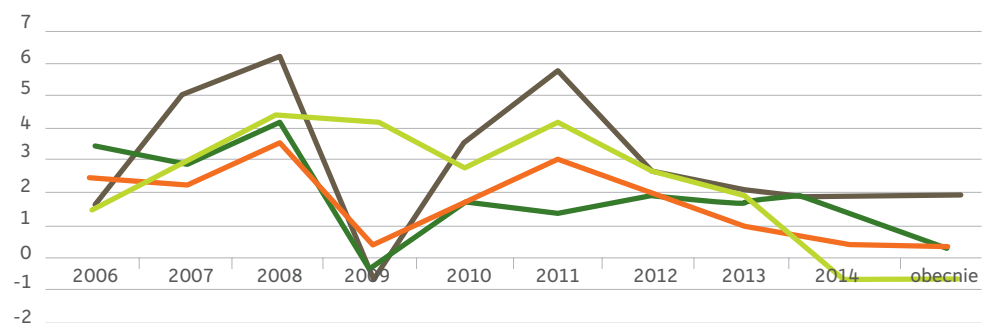
źródło: stooq.pl



Stopy procentowe	
Stany Zjednoczone	0,25 %
Strefa Euro	0,05 %
Polska	1,50 %
Chiny	4,60 %



Wzrost PKB (rok do roku)	
Stany Zjednoczone	2,70 %
Strefa Euro	1,50 %
Polska	3,30 %
Chiny	7,00 %



Inflacja (rok do roku)	
Stany Zjednoczone	0,20 %
Strefa Euro	0,20 %
Polska	-0,70 %
Chiny	2,00 %

źródło: opracowanie własne

USD/PLN - 1 rok  
vs EUR/PLN - 1 rok



**EUR/PLN** 4.21705 zł  
Zmiana roczna: 0.02508 (+0.60%)  
max/min: 4.39729/3.96736

**USD/PLN** 3.7679 zł  
Zmiana roczna: 0.52250 (+16.10%)  
max/min: 3.96639/3.21888

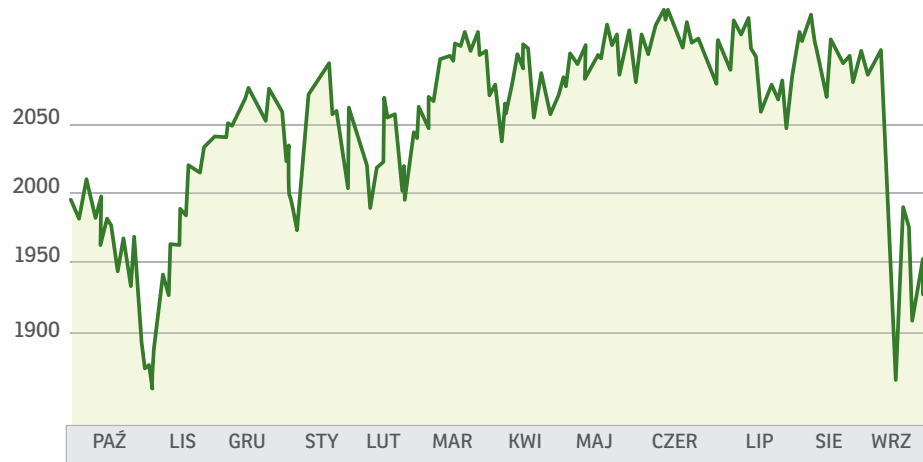
źródło: stooq.pl



### S&P 500 Index (SPX)

Wahanie 52 tyg. 1,820.66-2,134.72

Zmiana roczna **-0,68%**



### EURO STOXX 50 Price EUR (SXSE)

Wahanie 52 tyg. 2,789.63-3,836.28

Zmiana roczna **3,61%**



### Warsaw Stock Exchange WIG Total Return Index (WIG)

Wahanie 52 tyg. 48,048.05-57,460.44

Zmiana roczna **-6,86%**



### Warsaw Stock Exchange Top 20 Index (WIG20)

Wahanie 52 tyg. 2,014.69-2,558.58

Zmiana roczna **-12,56%**



źródło: Bloomberg.com

### S&P Asia 50 CME (SAXCME)

Wahanie 52 tyg. 3,037.80-4,183.01

Zmiana roczna **-11,33%**



### Shanghai Stock Exchange Composite Index (SHCOMP)

Wahanie 52 tyg. 2,279.836-5,178.191

Zmiana roczna **40,27%**



### NIKKEI 225 (NKY)

Wahanie 52 tyg. 14,529.03-20,952.71

Zmiana roczna **17,83%**



### Istanbul Stock Exchange National 100 Index (XU100)

Wahanie 52 tyg. 69,797.40-91,805.74

Zmiana roczna **-7,12%**

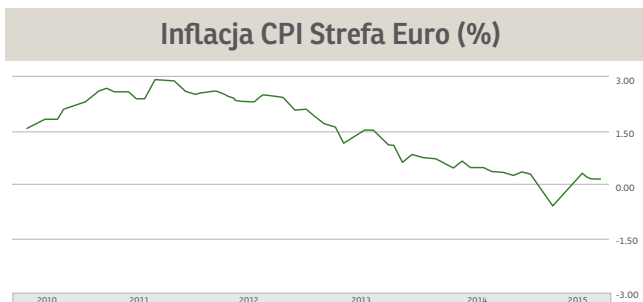


źródło: Bloomberg.com

## Świat

■ Cały świat finansów czeka na 16-17 września, kiedy to Janet Yellen ma podjąć decyzję o przyszłym kształcie stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Najważniejszy z banków centralnych już od dłuższego czasu zapowiadał, że jesień 2015 roku powinna być realnym terminem wprowadzenia niewysokiej podwyżki stóp. Czy ostatnie, globalne zawirowania rynkowe spowodują, że Federal Reserve wstrzyma się od jakichkolwiek kroków? Dane makroekonomiczne stwarzają mieszany obraz i na ich bazie trudno wskazać jaka może być decyzja.

■ Mario Draghi nie wyklucza zwiększenia skali luzowania ilościowego prowadzonego przez Europejski Bank Centralny. O ile mamy do czynienia z poprawą większości danych makro, to Strefa Euro z inflacją w wysokości 0,2% inflacji jest bardzo daleko od celu, czyli 2%.



źródło: stooq.pl

■ W dalszym ciągu mamy poprawę na rynku pracy w najważniejszych gospodarkach świata. W Stanach Zjednoczonych bezrobocie wynosi 5,1%, w Strefie Euro 10,9%, zaś w Zjednoczonym Królestwie 5,6%. To czego powinniśmy teraz oczekiwać, to presja na płace i wzrost wynagrodzeń, który finalnie powinien przerodzić się we wzrost konsumpcji.

## Polska

■ Ostatni projekt ustawy pomocy kredytobiorcą w obcych walutach został złagodzony przez Senat. Odrzucone zostały zatem poprawki, które proponował Sejm, zakładające przerzucenie 90% kosztów na banki. Sektor finansowy w Polsce odetchnął z ulgą i oddaliło się jednocześnie prawdopodobieństwo pozwów ze strony zagranicznych banków, będących właścicielami ich polskich odpowiedników.

■ Sierpień jest kolejnym miesiącem, w którym mamy do czynienia ze spadkiem aktywów zainwestowanych w polskich TFI, które zmniejszyły

się o 0,4%. Co ważne, ta wartość nie wynika z faktu, iż klienci wycofywali swoje środki, a z panującą na globalnych rynkach przeceną. Funduszami o rosnących saldach przepływu aktywów w okresie miesiąca nie bez powodu były te skupione na ochronie kapitału (+9,2% wzrostu aktywów) i co dość zaskakujące fundusze surowcowe (+6,5% wzrostu aktywów). Najgorzej wypadły fundusze akcyjne (-6,8%) oraz mieszane (-1,8%).

■ O ile polska giełda nie znajduje obecnie zbyt wielu adoratorów, to trzeba przyznać, że dane płynące z gospodarki wyglądają co najmniej przyzwoicie. Wzrost PKB r/r utrzymuje wysoki, stabilny poziom 3,3%, zaś bezrobocie konsekwentnie obniża się sięgając poziomu 10%.



## Polski Dług

Sytuacja na polskim długu jest bardzo dynamiczna. Rentowność się waha, stwarzając krótkoterminowym inwestorom możliwość wejścia i wyjścia po bardzo krótkim czasie. W sferze realnej gospodarki nie mieliśmy już od dłuższego czasu impulsów, które usprawiedliwiłyby trwałe wzrosty rentowności. Co więcej, dane makroekonomiczne, a zwłaszcza ujemna inflacja, powinny skłaniać Radę Polityki Pieniężnej do obniżenia stóp procentowych, ale wiemy już od dłuższego czasu, że to nie jest ścieżka, którą planuje kroczyć NBP. Aczkolwiek trzeba mieć tutaj na uwadze, że mandat większości członków Rady wygasa w pierwszej połowie przyszłego roku. Pewnym wskaźnikiem co do popularności polskich obligacji w ostatnim czasie jest fakt, że Ministerstwo Finansów na aukcji z 10 września 2015 roku nie sprzedało całości oferowanych papierów dłużnych. Stawki międzybankowe WIBOR 3M i 6M nie zmieniły się istotnie w okresie od końca lipca do końca sierpnia, a co za tym idzie w dalszym ciągu obligacje o zmiennym oprocentowaniu utrzymują niskie poziomy. W dalszym ciągu należy śledzić poczynania rozwiązań o niskim duration i dużym poziomie dywersyfikacji. Cenimy również dobrą jakość kredytową

### Rentowność 10-letnie obligacje polskie skarbowe

10 września



źródło: stooq.pl

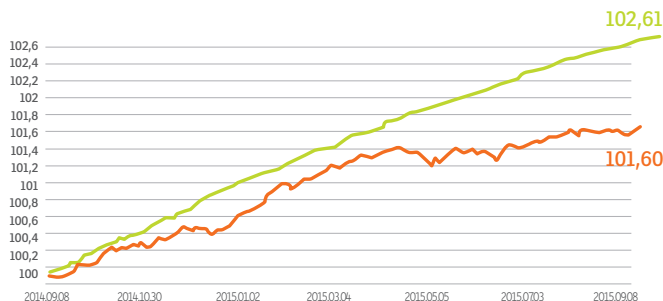
Przykładowe fundusze/subfundusze inwestycyjne należące do klasy polski dług:

## UniLokata

UniLokata to subfundusz, który stwarza szansę na ochronę kapitału i bardzo często jest postrzegany jako alternatywa dla depozytu. Dzięki liniowej wycenie eliminowane są wahania wyceny jednostki. Zarządzający Andrzej Czarnecki w portfelu swojego subfunduszu skupił się na papierach dłużnych korporacyjnych (98,73% aktywów), jednak ich jakość powinna być wysoka. Pozostałą część aktywów portfela zarządzanego przez Andrzeja Czarneckiego powinny stanowić obligacje rządowe bądź obligacje agencji rządowych o bardzo niskim duration. Maksymalna opłata za zarządzanie wynosi 2,00%. Zarządzającemu w okresie ostatnich 12 miesięcy udało się osiągnąć wynik na poziomie 2,61%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



UniLokata vs Średnia funduszy gotówkowych i pieniężnych uniwersalnych

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

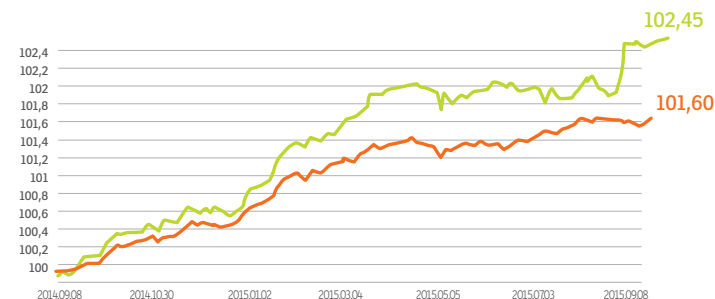
## KBC Pieniężny

To kolejny z subfunduszy, który stawia przede wszystkim na bezpieczeństwo inwestycji. W portfelu znajdziemy zarówno obligacje, jak i instrumenty rynku pieniężnego. Zarządzający Artur Ratyński stara się dobierać do portfela instrumenty o niskiej wrażliwości na zmienność stóp procentowych utrzymując średni okres zapadalności poniżej jednego roku. W portfelu mogą znaleźć się obligacje przedsiębiorstw oraz obli-

gacje komunalne. Opłata za zarządzanie wynosi 0,9%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to 2,45%

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



KBC Pieniężny vs Średnia funduszy gotówkowych i pieniężnych uniwersalnych

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

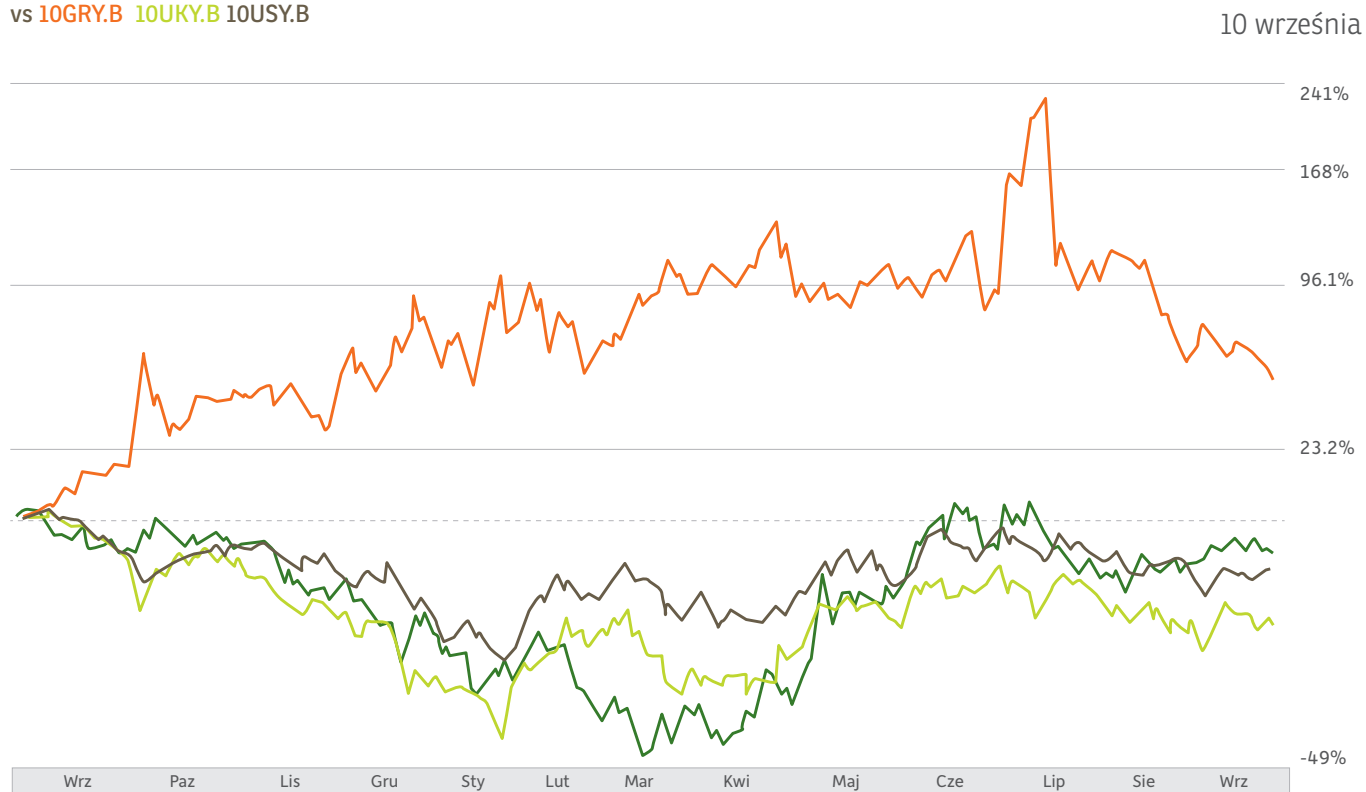
## Globalny Dług

Inwestorzy obligacyjni w dużej mierze czekają na posiedzenie FOMC (amerykański odpowiednik Rady Polityki Pieniężnej) 17 września br. Wiele mówi się, że teraz, albo najpóźniej w grudniu tego roku, dojdzie do podniesienia stóp procentowych przez FED, co być może będzie oznaczać koniec ultra-luźnej polityki pieniężnej prowadzonej przez Federal Reserve. Z drugiej strony nie brakuje zwolenników teorii, że ta podwyżka, nawet jeśli będzie miała miejsce, to będzie jedynie symboliczna, zaś kolejnych ruchów FED-u nie doczekamy się jeszcze przez długi czas. Co ciekawe, w opinii wielu specjalistów zajmujących się instrumentami dłużnymi, podwyżka nie będzie miała negatywnego wpływu na obligacje. Zostanie bowiem usunięty czynnik niepewności, co pozwoli planować inwestycje w bardziej klarownym środowisku. Jednocześnie warto zwrócić uwagi na wysokość rentowności obligacji amerykańskich, które już teraz oferują ponad 2%, w bardzo mocnym dolarze amerykańskim. Rentowność obligacji krajów europejskich o dobrej jakości na tym tle wygląda blado, oferując poziomy zdecydowanie poniżej 1% (Niemcy 0,7%, Holandia 0,9%). Może to oznaczać, że najbliższe zmiany stóp procentowych są już w cenach obligacji i decyzja FED-u nie wpłynie istotnie na ich kurs. Tym niemniej, decydując się na alokację w jakikolwiek dług warto zachować dużą ostrożność. Prefero-

wane powinny być rozwiązania minimalizujące ryzyko, o krótkim okresie do zapadalności i jak największym poziomie dywersyfikacji.

### Zmiana rentowności: obligacje skarbowe 10-letnie: Hiszpania, Grecja, Wielka Brytania, USA

10ESY.B - 1 rok  
vs 10GRY.B 10UKY.B 10USY.B



źródło: stooq.pl

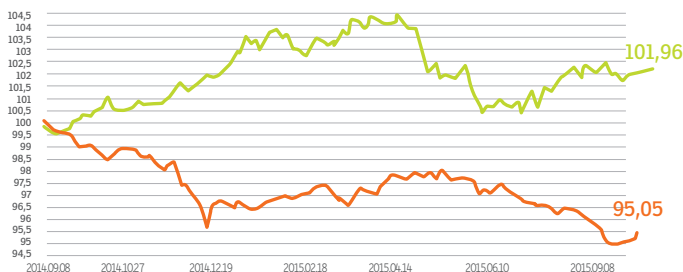
Przykładowe fundusze/subfundusze inwestycyjne należące do klasy globalny dług:

## BlackRock GF Global Government Bond A2 (USD)

Fundusz BlackRock GF Global Government Bond A2 (USD) skupia się w głównej mierze na wypracowaniu pozytywnego wyniku w każdym roku swojej działalności. Pomaga mu w tym utrzymanie niskiego duration. W fundusz zarządzanym przez Scotta Thiela znajdziemy głównie obligacje rządowe (70,7%), korporacyjne (10,2%), obligacje bazujące na hipotekach (9,1%) oraz obligacje gwarantowane przez skarb państwa (8,2%). Największe pozycje to Japonia (22,2%), Stany Zjednoczone (17,7%), Wielka Brytania (11,4%), Francja (10,0%) oraz Włochy (8,5%). Opłata za zarządzanie wynosi 1%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to 1,96%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



BlackRock GF Global Government Bond A2 (USD) vs Średnia funduszy dłużnych dolarowych uniwersalnych (USD)

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

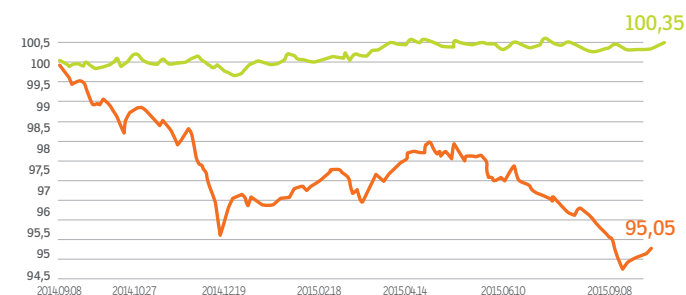
## BlackRock GF US Dollar Short Duration Bond A2 (USD)

Fundusz BlackRock GF US Dollar Short Duration Bond to skupienie się na bezpieczniejszej części rynku dłużnego. Zarządzający Scott Maclellan skupia się przede wszystkim na obligacjach o jak najniższym okresie do zapadalności i dobrym ratingu inwestycyjnym. 52,87% aktywów zostało ulokowanych w obligacjach o ocenie kredytowej AAA, 18,55% to BBB, zaś A to 13,32%. Najwięcej aktywów zostało ulokowane w obligacjach skar-

bowych (29,41%), ABS (20,12%) oraz w instrumentach bazujących na hipotekach (15,04%). Kluczowym założeniem funduszu jest ochrona kapitału i zarobek powyżej inflacji. Opłata za zarządzanie wynosi 0,75%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to 0,35%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



BlackRock GF US Dollar Short Duration Bond A2 (USD) vs Średnia funduszy dłużnych dolarowych uniwersalnych (USD)

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

## Akcje Polskie

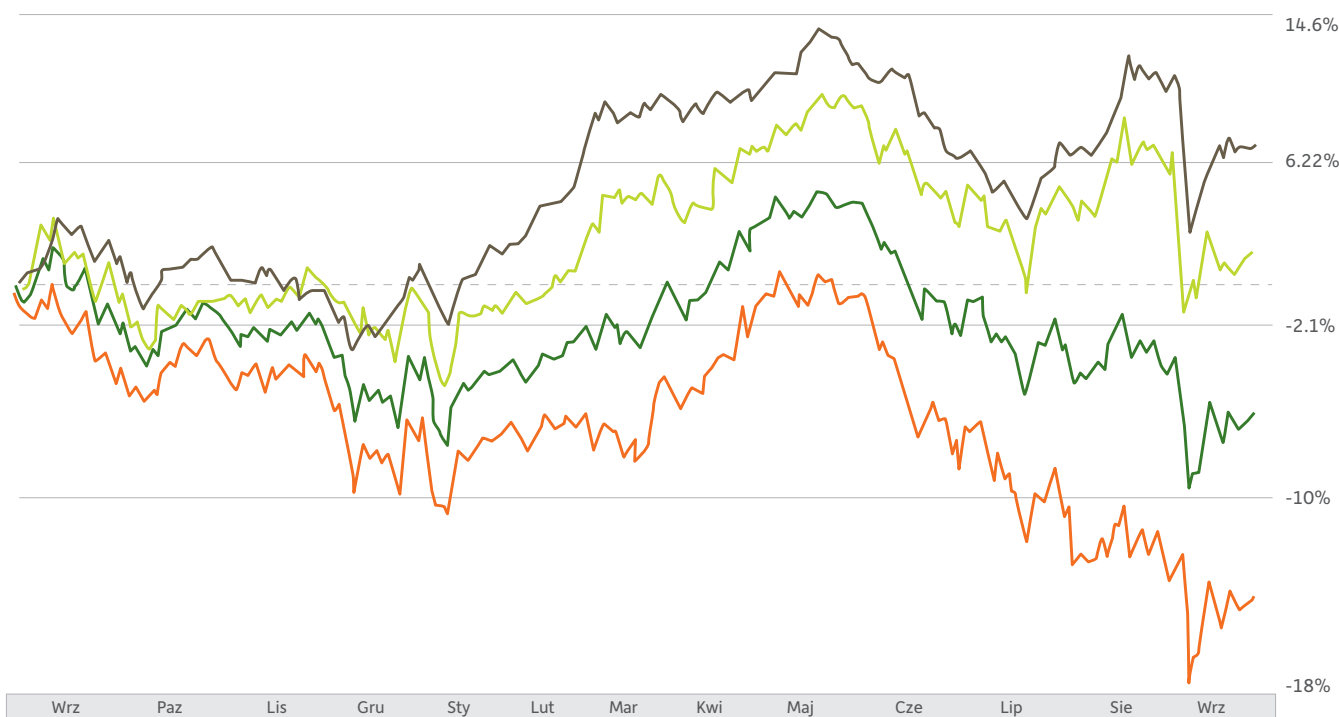
Już od dłuższego czasu Giełda Papierów Wartościowych była określana jako okazja inwestycyjna. Jednocześnie coraz bardziej wydaje się, że nie ma to wiele wspólnego z faktami i jest oparte wyłącznie na myśleniu życzeniowym. Przyglądając się zachowaniu indeksów widzimy coraz mniejszą korelację z gospdarką, a za to przemożny wpływ polityki i czynników zewnętrznych, zwłaszcza tych negatywnych. Polska jest postrzegana jako kraj między rynkiem rozwiniętym, a wschodzącym i w efekcie jest dla inwestorów trudna do sklasyfikowania. Niestety, fakt, że po części jesteśmy odbierani jako kraj wschodzący powoduje, w ostatnim okresie wyraźną przeszkodą do napływu kapitału z zagranicy. Trzeba pamiętać, że światowe rynki są od siebie zależne i niechęć do globalnych rynków rozwijających się spowolnienie w Chinach odbija się również na giełdzie w Warszawie. Dodatkowo, czynnik ryzyka politycznego, który zawisł nad polską giełdą nie sprzyja inwestowaniu. W zasadzie istnieje teraz jedynie wąska grupa spółek o średniej i małej kapitalizacji, których zachowanie na rynku zależy od nastawienia lokalnych inwestorów. To właśnie na kursy akcji tych firm mają wpływ klienci polskich TFI i inwestorzy indywidualni. Pośród tych firm nie ma spółek z udziałem Skarbu Państwa i zakusy polityków tam nie sięgają. Nadzieją pozostaje fakt, iż wiele przedwyborczych zapowiedzi pozostanie w sferze obietnic i nie zostanie wcielona w życie. Zresztą już teraz

widać, jak bardzo nowy prezydent łagodzi retorykę swoich wypowiedzi, wycofując się z kampanijnych obietnic.

### Indeksy Giełdowe: WIG, WIG20, mWIG40, sWIG80

WIG - 1 rok  
vs WIG20 MWIG40 SWIG80

10 września



źródło: stooq.pl

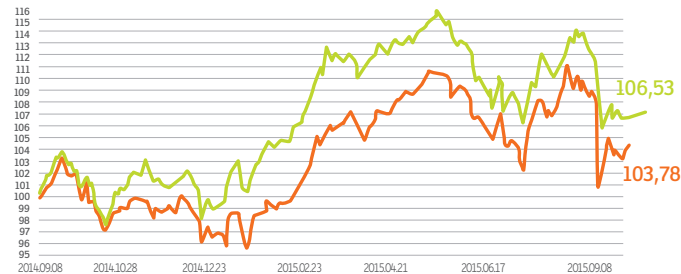
Przykładowe fundusze/subfundusze inwestycyjne należące do klasy akcje polskie:

## UniAkcje Małych i Średnich Spółek

Subfunduszu UniAkcje Małych i Średnich Spółek zarządzany przez Macieja Kika to inwestycja głównie w małe firmy z GPW w Warszawie. Kluczowymi elementami są spółki z takich indeksów, jak mWIG40 i sWIG80. Od czasu do czasu, dla podniesienia dochodowości i redukcji ryzyka w okresach dekonjunktury, zarządzający ma możliwość alokacji również poza rynek polski. Obecnie w portfelu znajdziemy również pozycje z Turcji (9,01%) oraz Węgier (0,47%). Kluczowe sektory w portfelu to przemysł (32,74% aktywów subfunduszu), finanse (18,76%), dobra konsumpcyjne (18,34%) oraz usługi (11,65%). Maksymalna opłata za zarządzanie wynosi 4%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy wyniósł 6,53%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



UniAkcje Małych i Średnich Spółek vs Średnia funduszy akcji polskich małych i średnich spółek

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

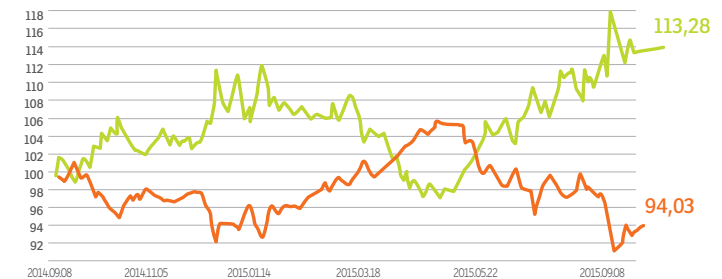
## Quercus Short

To jeden z nietypowych funduszy wśród polskich funduszy akcyjnych. Strategią Wojciecha Zycha, Krzysztofa Frudnia i Arkadiusza Bebela jest tutaj zarabianie na niekorzystnym rozwoju wydarzeń na GPW w Warszawie, tj. spadkach indeksu WIG20. Ten cel osiąga się przez inwestowanie w kontrakty terminowe na indeks. Jednocześnie, w przypadku zdecydowanej hossy, subfundusz aby nie generować przesadnych strat ma możli-

wość alokacji 90% środków w instrumenty dłużne, zaś do 20% w instrumenty akcyjne. Opłata za zarządzanie wynosi 3,80%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to 13,28%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



Quercus Short vs Średnia funduszy akcji polskich uniwersalnych

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.



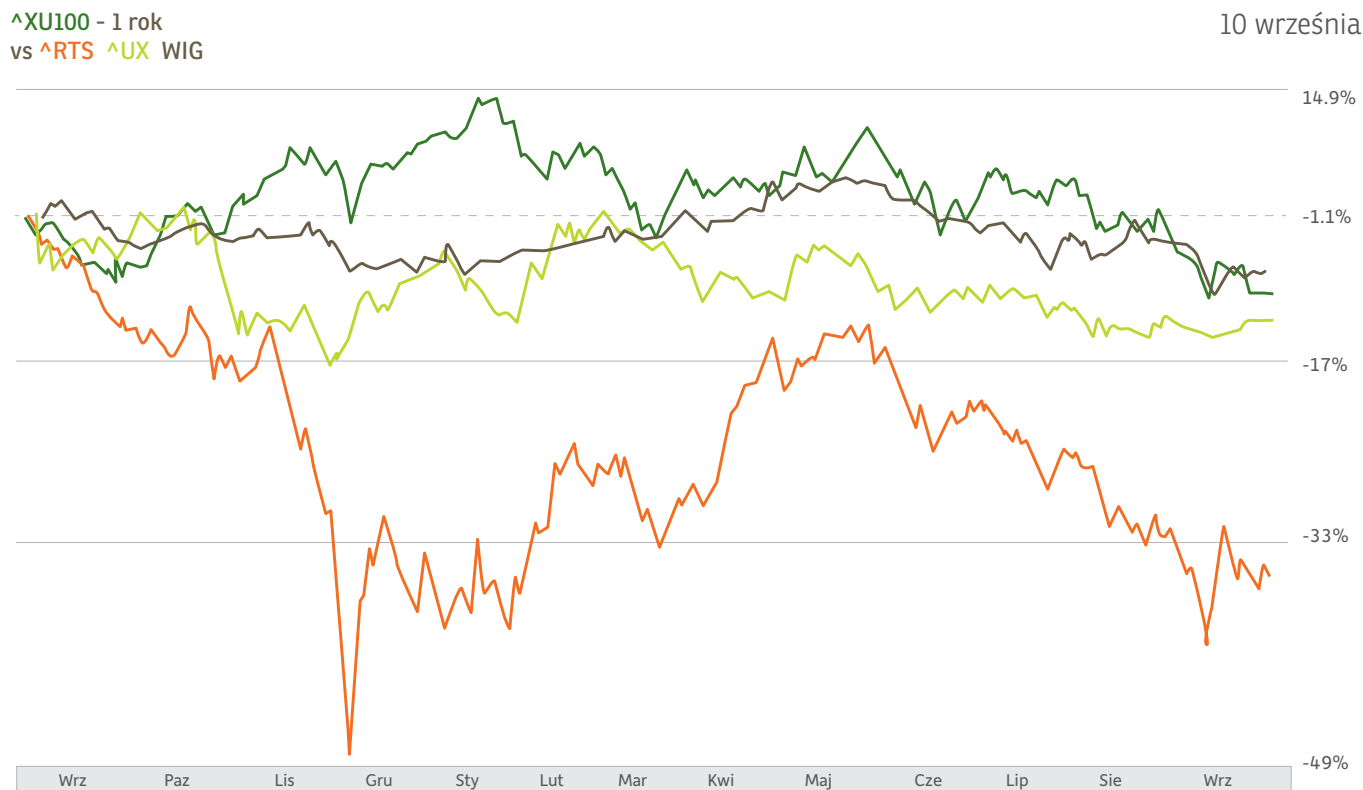
## Akcje Środkowa-Wschodnia Europa

Region Środkowo-Wschodniej Europy utracił ostatnimi czasy na atrakcyjności w oczach globalnych inwestorów. To co straszy to przede wszystkim polityka, a zwłaszcza jej nieprzewidywalność. Rosja, pod rządami Putina przestała być postrzegana jako wiarygodny partner dla kogokolwiek i coraz bardziej zwraca się w kierunku wschodnim, licząc na większą kooperację z Chinami. Turcja weszła w duży okres niestabilności politycznej wywołany napięciami na południowej granicy i niemożnością uformowania rządu. 28 sierpnia powołany został rząd tymczasowy, który będzie sprawował władzę najprawdopodobniej do 1 listopada br. Nowe wybory w opinii wielu obserwatorów pokazują, że dotychczasowy lider narodu, Recep Tayyip Erdoğan, stracił bardzo wielką część poparcia. Z drugiej strony, może świadczyć wręcz przeciwnie, tzn. AKP (partia Recep Tayyip Erdoğan) jest tak pewna, że w najbliższym okresie przedwyborczym uda się zmarginalizować kurdyjskiej HDP oraz do pozyskać głosów nacjonalistów, chociażby poprzez intensyfikację konfliktu z PKK i jednoczesne utożsamianie HDP z organizacją terrorystyczną. W Polsce oczywiście nie ma aż tak trudnej sytuacji. Mamy co prawda festiwal bardzo drogiej obietnic, ale najprawdopodobniej zostaną one bez pokrycia, co widać chociażby po tempie w jakim prezydent Andrzej Duda „wdraża” swoje przedwyborcze pomysły.

Zaskakująco najzdrowiej w tym gronie wyglądają Węgry, które z krytykowanym przez wielu Viktorem Orbánem na czele radzą sobie zaskakująco dobrze. Co prawda sposób, w jaki Węgrzy rozstrzygają kwestie uchodźców budzi u wielu niesmak, ale jednak nie sposób nie zwrócić uwagi,

że tamtejsza gospodarka dźwignęła się z kolan. Widać to również w wynikach lokalnych rynków, gdzie węgierski BUX od początku roku urósł o 27,5%, podczas gdy w analogicznym okresie turecki XU100 spadł o 16,64% (polski WIG zyskał 0,24%, zaś rosyjski RTS 0,95%).

### Indeksy Giełdowe: Turcja, Rosja, Ukraina, Polska



źródło: stooq.pl

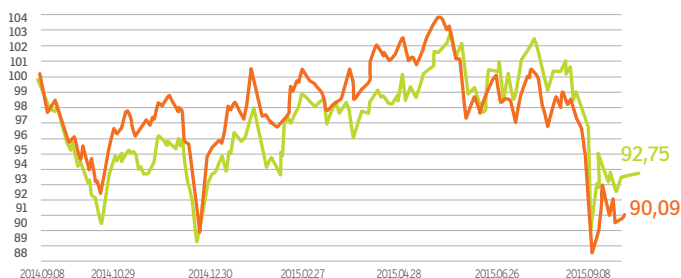
Przykładowe fundusze/subfundusze inwestycyjne należące do klasy Akcje Środkowa/Wschodnia Europa:

## Caspar Akcji Środkowej i Wschodniej Europy

Ten subfundusz to przede wszystkim poszukiwanie wysokiej jakości spółek o dynamicznie rozwijającym się biznesie. Wyborem zarządzających, Błażeja Bogdziewicza i Piotra Przedwojskiego, padają przede wszystkim firmy z regionu Europy Środkowo-Wschodniej, ale subfundusz nie zamyka sobie drogi do inwestycji poza regionem. Zarządzający preferują raczej małe i śred-

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



Caspar Akcji Środkowej i Wschodniej Europy vs Średnia funduszy akcji europejskich rynków wschodzących

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

nie spółki cechujące się wysokim potencjałem wzrostu. Kluczowymi krajami w portfelu są w tej chwili Austria (24,90%), Rumunia (18,87%), Turcja (15,88%) oraz Niemcy (14,79%). Największe pozycje zostały zbudowane w takich sektorach, jak finanse (29,36%), przemysł (14,69%) oraz informatyka i technologia (11,08%). Maksymalna opłata za zarządzanie wynosi 3,5%. Subfundusz w okresie ostatnich 12 miesięcy osiągnął wynik na poziomie -7,25%.

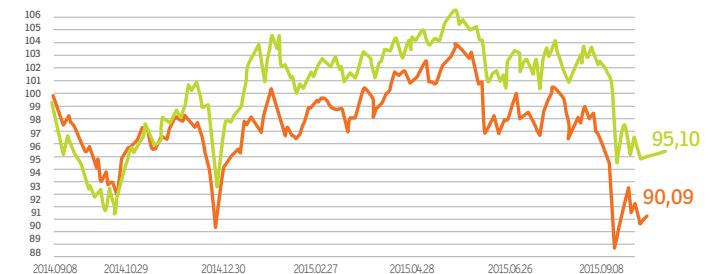
## UniAkcje: Nowa Europa

Subfundusz inwestuje aktywa przede wszystkim w akcje spółek z Europy Centralnej i Wschodniej, aczkolwiek również dopuszczalne jest alokacje w firmy, które za swój główny obszar działalności uważają Europę Centralną i Wschodnią, aczkolwiek ich siedziba znajduje się gdzie indziej. Większość aktywów subfunduszu stanowią akcje, ale możliwa jest również inwestycja poprzez świadectwa depozytowe, np. ADR lub GDR. Najważniejsze kraje w portfelu Ryszarda Rusaka to Polska (64,70%), Turcja (20,05%) oraz Węgry (7,01%). W

portfelu mogą znaleźć się również spółki z Litwy, Łotwy, Estonii, Słowacji, Węgier, Słowenii, Rosji, Ukrainy oraz mniejszych krajów regionu. Decyzje inwestycyjne subfunduszu są podejmowane na podstawie analizy fundamentalnej. Maksymalna opłata za zarządzanie wynosi 4%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to -4,90%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



UniAkcje: Nowa Europa vs Średnia funduszy akcji europejskich rynków wschodzących

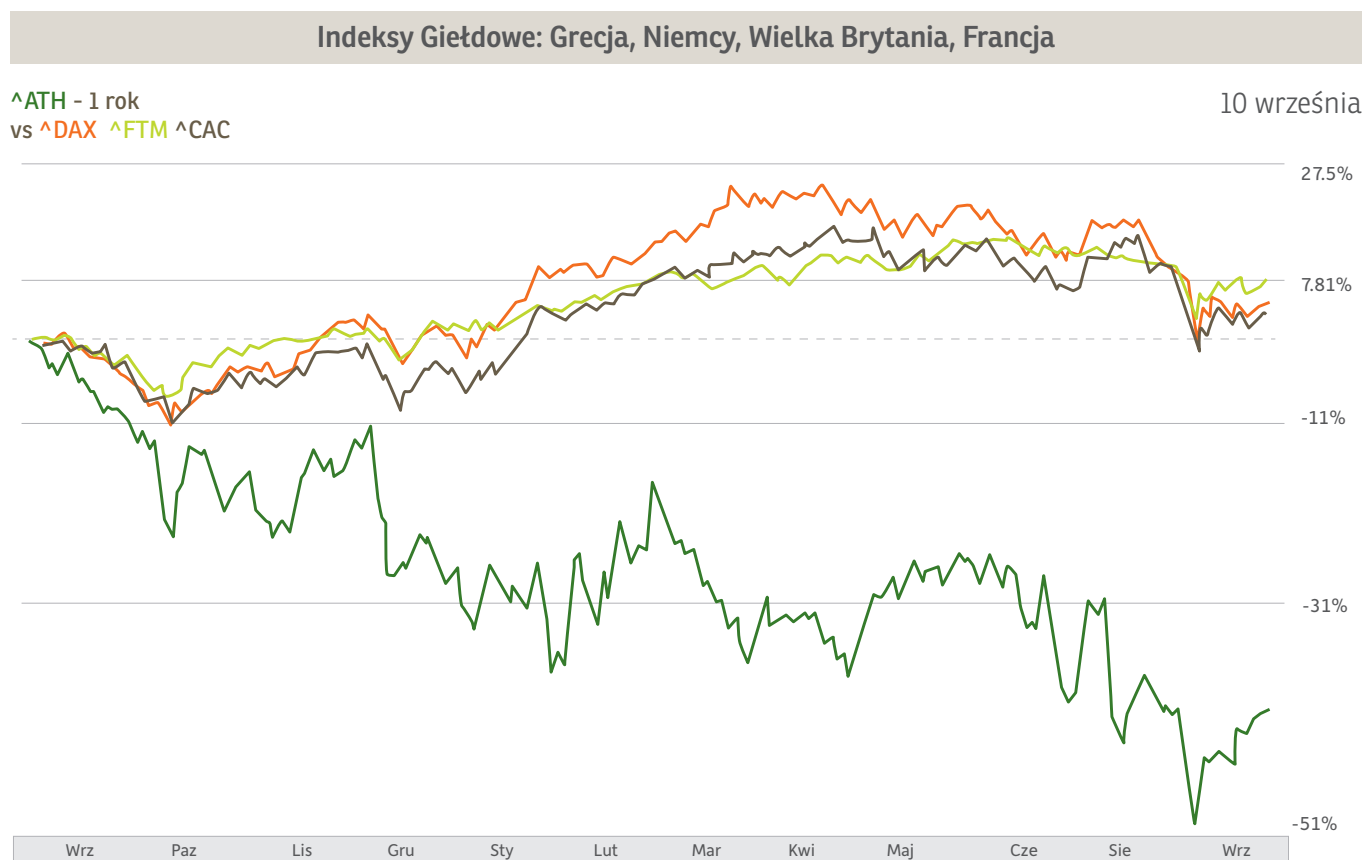
Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

## Akcje Starej Europy

Rynkom zachodnioeuropejskim nie jest dane rosnąć na miarę programu luzowania ilościowego prowadzonego przez Europejski Bank Centralny. Na początku roku mieliśmy napięcia polityczne na linii Rosja-Zachód, później wybuchł z pełną siłą kryzys grecki. Szczęśliwie, przynajmniej tymczasowo, obie kwestie ucichły. Dane makroekonomiczne dają nieco zamazany obraz. Strefa Euro pokazuje pozytywne PMI (ostatni odczyt to 52,30). Stopa bezrobocia również spada. Problemem pozostaje jednak kwestia praktycznego braku inflacji i braku wzrostu wynagrodzeń. Taki rozwój wydarzeń nie wspiera zbytnio konsumpcji, która jest niezbędna dla uzdrowienia gospodarki i zbudowania jej samowystarczalności. Problemem dla Niemiec i Francji może okazać się nieco zwalniająca chińska gospodarka, która jest najważniejszym odbiorcą wielu europejskich dóbr. Mowa tu chociażby o najważniejszych gałęziach niemieckiego przemysłu jak motoryzacja, np. Volkswagen, czy francuskie dobra luksusowe. Coraz popularniejszym tematem inwestycyjnym stają się kraje peryferyjne Europy Zachodniej, a to za sprawą przeprowadzonych tam reform. Hiszpania i Włochy na nowo odzyskują konkurencyjność. Prawdziwym wzorcem jest za to Irlandia, która była w grupie krajów najbardziej dotkniętych kryzysem, a teraz lideruje wzrostem. Wzrost PKB rok do roku wynoszący 6,7%

imponowałyby nawet na rynkach wschodzących. Mówiąc o wzroście PKB nie można również przeczyć Wielkiej Brytanii. Tu z kolei wynosi on 2,6% i co ważne jest bardzo stabilny. Mocna gospodarka daje coraz więcej powodów, aby wierzyć, że

Mark Carney, szef Bank of England, jeszcze w tym roku zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych. To będzie znak, że brytyjska ekonomia jest silna, a patrząc na kurs GBP rynek zdaje się to antycypować.



źródło: stooq.pl

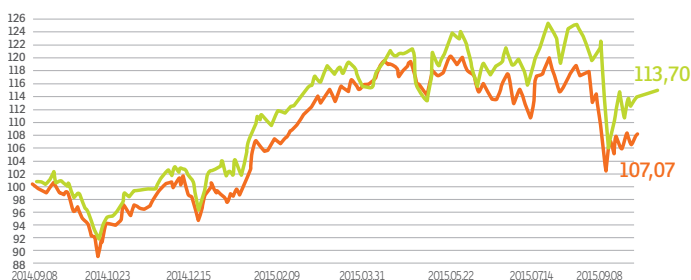
Przykładowe fundusze/subfundusze inwestycyjne należące do klasy Akcje Starej Europy:

## BlackRock GF United Kingdom A2 (EUR)

Dla wielu inwestorów może okazać się kuszące korzystanie ze wzrostu gospodarczego w Europie Zachodniej, a jednocześnie unikanie zawirowań politycznych, z którymi mamy często do czynienia w tej części świata. Fundusz skupiający się na rynku brytyjskim. BlackRock GF United Kingdom skupia się głównie na szerokim brytyjskim indeksie, bogatym w spółki zarabiające na lokalnym rynku, ale również spółki globalne z FTSE100.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



BlackRock GF United Kingdom A2 (EUR) vs Średnia funduszy akcji europejskich rynków rozwiniętych (EUR)

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

Nick Little, odpowiedzialny za zarządzanie funduszem, dokonuje selekcji okazji inwestycyjnych z indeksu FTSE All-Share. Najważniejszym czynnikiem decyzji inwestycyjnej jest analiza fundamentalna i ciekawy model biznesowy oraz szanse na dynamiczny rozwój. Maksymalna opłata za zarządzanie wynosi 1,5%. Najważniejsze sektory to usługi konsumenckie (łącznie 31,75% aktywów), sektor finansowy (21,32%), towary konsumenckie (15,73%) oraz opieka zdrowotna (8,28%). Fundusz w okresie ostatnich 12 miesięcy osiągnął wynik 13,70%.

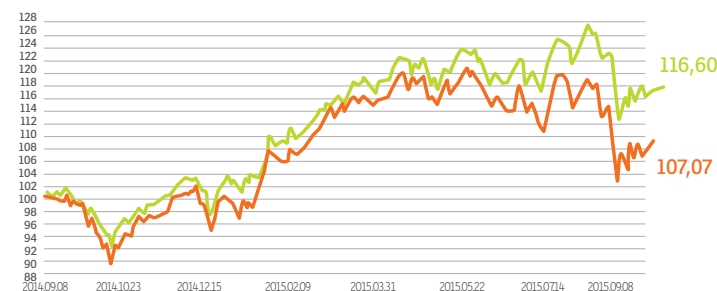
## Fidelity Funds European Dynamic Growth Fund A (Acc) (PLN) (hedged)

Fundusz inwestycyjny zarządzany przez Fabio Ricelli skupia się na spółkach, które w jego ocenie powinny mieć szybko rosnący biznes, relatywnie niezależnie od otoczenia makroekonomicznego. Zarządzający kładzie nacisk na wewnętrzne czynniki rozwoju spółek, nie przejmując się przesadnie cyklicznością w gospodarce. Rotacja w portfelu dokonywane są rzadko, co korzystnie wpływa na koszty funkcjonowania funduszu. Fundusz inwestuje większość aktywów w spółki o średniej i

małej kapitalizacji, w przedziale od 1 do 10 mld euro. Najważniejsze kraje to Wielka Brytania (32,80% aktywów funduszu), Niemcy (18,80%), Francja (17,40%), Szwajcaria (7,50%) oraz Dania (7,60%). Najważniejsze sektory to ochrona zdrowia (24,10%), przemysł (19,90%), wyższe dobra konsumpcyjne (16,70%), IT (13,80%) oraz finanse (8,90%). Opłata za zarządzanie wynosi 1,5%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to 16,60%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015

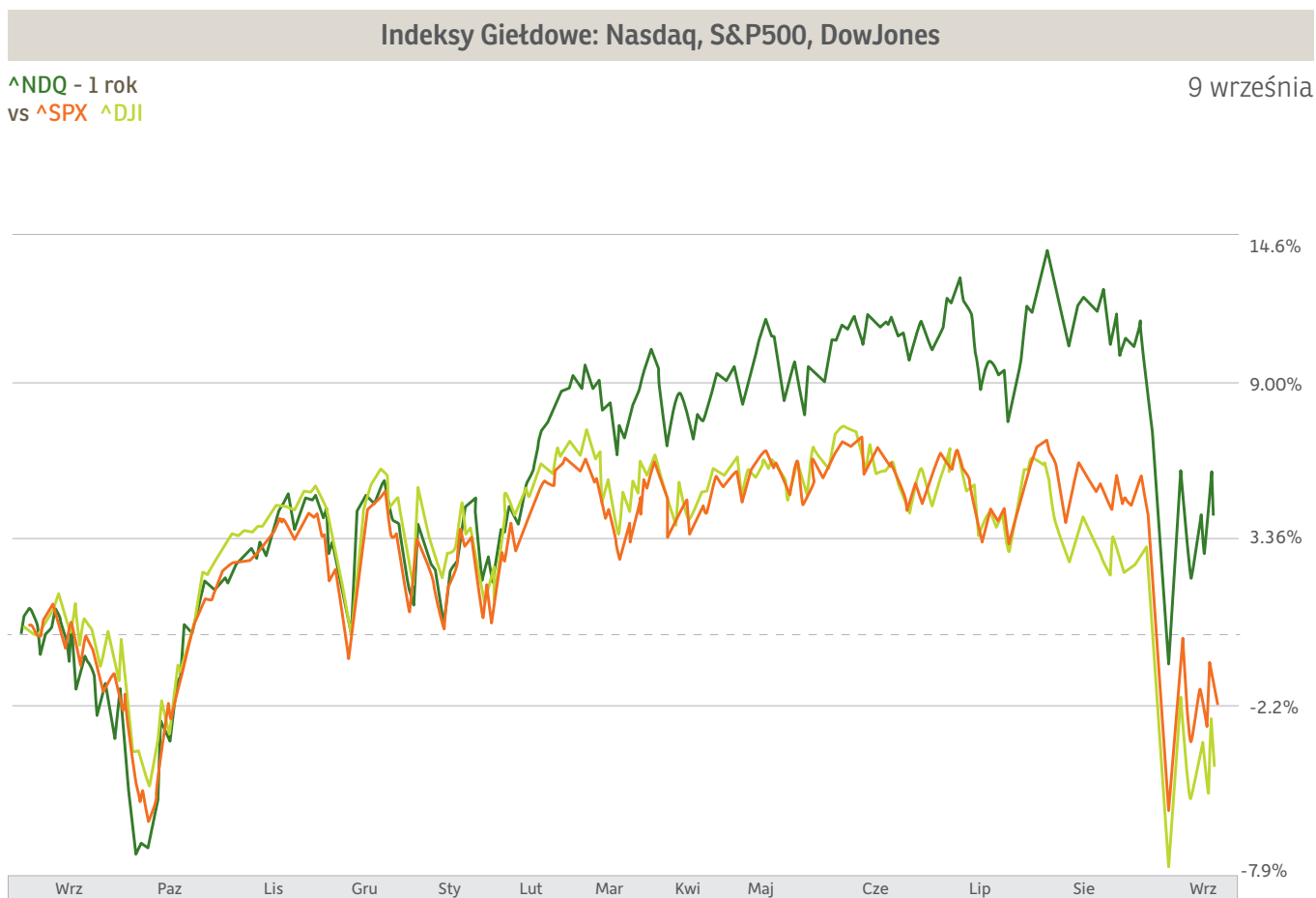


Fidelity Funds European Dynamic Growth Fund A (Acc) (PLN) (hedged) vs Średnia funduszy akcji europejskich rynków rozwiniętych (EUR)

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

## Akcje Stany Zjednoczone

Jeszcze kilka miesięcy temu o wrześniowej podwyżce stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych mówiono jak o czymś pewnym. Teraz okazuje się, że można się ona przesunąć, bądź też – jeśli zostanie wprowadzona już teraz – będzie jedynie symboliczna. Otoczenie makroekonomiczne nie daje jednoznacznej odpowiedzi. Podwyżka mogłaby pogorszyć i tak już trudną sytuację na rynkach wschodzących, a jednocześnie zaszkodzić globalnemu wzrostowi, który i tak jest bardzo słaby. Globalnie jesteśmy w kolejnej fazie deflacji i wygląda na to, że musimy przyzwyczaić się do niższego tempa wzrostu. FED pod przewodnictwem Janet Yellen stoi na stanowisku, że amerykańska gospodarka wygląda dobrze. Owsze, ożywienie jest wyraźne, ale problemem pozostaje stagnacja wynagrodzeń, co powoduje niemożność napędzenia inflacji. Widać lepsze dane z rynku nieruchomości i rynku pracy. Poziom bezrobocia konsekwentnie spada. Mimo obaw, firmy zaskakująco dobrze radzą sobie z mocnym dolarem. Początkowe obawy o wyniki spółek mogą okazać się błędne i trzeci kwartał może zaskoczyć na plus. Jednocześnie nie można zapominać, że wyceny giełdowych spółek historycznie nie należą do niskich, chociaż ostaną globalna korekta ponownie je uatrakcyjniła. Amerykanie słyną z silnych, zdrowych spółek w wielu segmentach gospodarki, jak np. technologia, medycyna, finanse i mało popularna ostatnio nowa energia.



źródło: stooq.pl



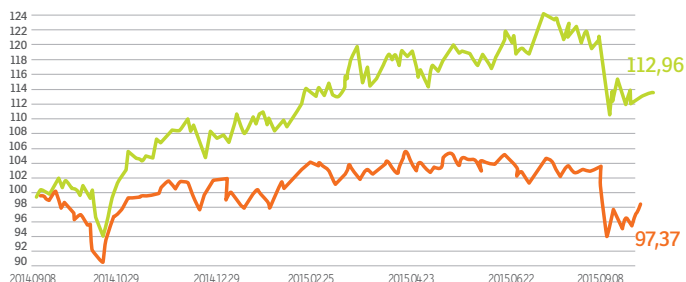
**Przykładowe fundusze/subfundusze inwestycyjne należące do klasy Akcje Stany Zjednoczone:**

## BlackRock GF World Healthscience A2 (USD)

Fundusz BlackRock GF World Healthscience to fundusz sektorowy skupiający się na spółkach z szeroko rozumianej ochrony zdrowia. Zważywszy na fakt, że mamy do czynienia ze starzejącymi się społeczeństwami w zamożnych krajach można śmiało domniemywać, że spółki z tego sektora zawsze będą miały dobry biznes. Oczywiście inwestycja obciążona nieco większym ryzykiem od standardowego funduszu akcyjnego, jest bowiem bardzo mocno skoncentrowana na wąskiej gru-

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



BlackRock GF World Healthscience A2 (USD) vs Średnia funduszy zagranicznych akcji amerykańskich (USD)

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

pie spółek. Zarządzająca funduszem Erin Xie jako najważniejsze branże traktuje farmację (42,32% aktywów funduszu), ochronę zdrowia (34,79%), biotechnologię (18,27%). Można z dużym prawdopodobieństwem założyć, że będą się one w dalszym ciągu rozwijać. Najważniejsze kraje to USA (74,13%), Szwajcaria (8,28%), Wielka Brytania (3,21%) oraz Kanada (2,53%). Osiągnięty wynik w okresie ostatnich 12 miesięcy wyniósł 12,96%.

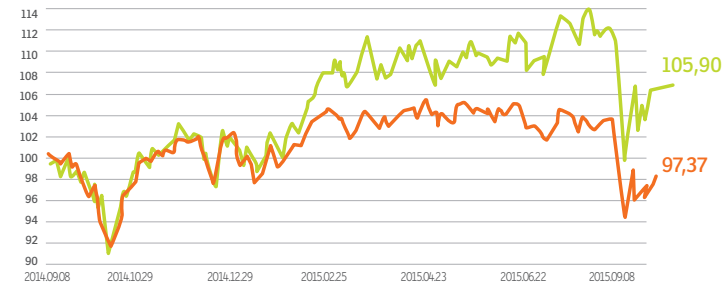
## Franklin U.S. Opportunities Fund A (Acc) (USD)

Funduszem akcji amerykańskich o ciekawej polityce inwestycyjnej i adresowanym do bardziej odważnych inwestorów jest Franklin US Opportunities Fund. Jakkolwiek to rozwiązanie jest klasyfikowane jako fundusz uniwersalny, co oznacza, że fundusz nie jest zobowiązany do inwestycji w konkretny sektor lub w spółki o określonej kapitalizacji, ale jednak dobór spółek do jego portfela jest dość specyficzny. Zarządzający Grant Bowers i Conrad Herrmann odważnie decydują się na budowanie dużych pozycji w sektorach, które uznają za atrakcyjne. Obecnie w portfelu tego funduszu znajdziemy przede wszystkim spółki z

branż technologicznej (29,16%), ochrony zdrowia (26,99%), dóbr luksusowych (18,03%), finansowej (6,75%) oraz przemysłowej (6,14%). Taka ekspozycja portfela to skupienie się na tym, co w tej chwili najlepsze w amerykańskiej gospodarce. Z drugiej strony trzeba mieć świadomość ryzyka związanego z wysokimi wycenami, które wynikają z popularności tych sektorów. Maksymalna opłata za zarządzanie wynosi 1,00%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to 5,90%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



Franklin U.S. Opportunities Fund A (Acc) (USD) vs Średnia funduszy zagranicznych akcji amerykańskich (USD)

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.



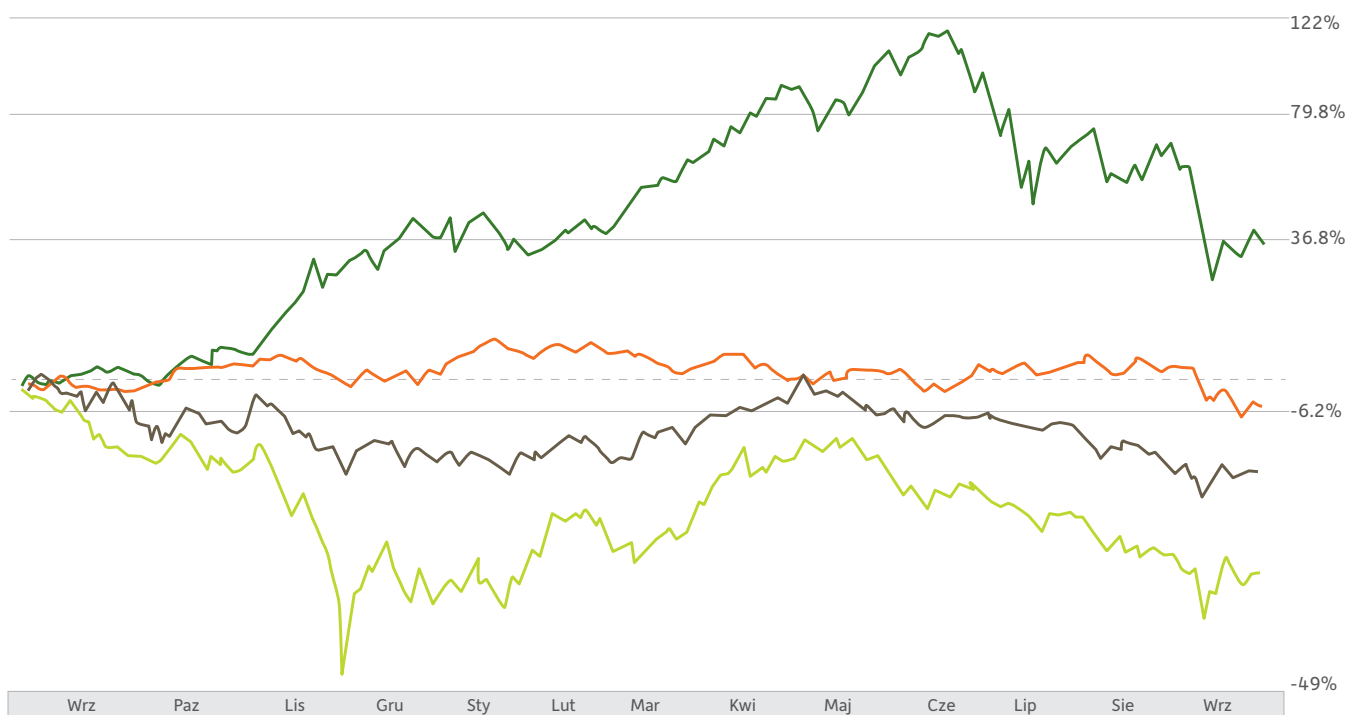
## Akcje Globalne Rynków Wschodzących

Ostatni miesiąc minął pod znakiem przeceny na rynku chińskim. Praktycznie wszystkie serwisy informacyjne bombardowały informacjami mówiącymi o katastrofie w Państwie Środka i gigantycznych przecenach. To prawda, że mieliśmy do czynienia z potężną korektą, zarówno w Szanghaju, jak i na innych rynkach krajów wschodzących, ale warto oddzielić szum informacyjny serwowany przez spragnione sensacji media od merytorycznych informacji. Faktem jest, że chińska gospodarka nie rośnie już tak szybko jak do tej pory byliśmy przyzwyczajeni, ale jednak pamiętajmy, że jest już ona od pewnego czasu drugą największą ekonomią na świecie. Obecnie przechodzi przez reformy mające na celu przeniesienie ciężaru utrzymywania tempa wzrostu z inwestycji i eksportu na wewnętrzną konsumpcję. Będąc jednakże ostrożnym trzeba pamiętać, że wiele jeszcze wody w Jangcy upłynie, zanim ten proces zakończy się sukcesem i będziemy musieli liczyć się ze słabszymi danymi, jak chociażby ostatnie informacje o zapasach niesprzedanych mieszkań odpowiadających dwuletniemu popytowi. Większym zmartwieniem słabnąca chińska gospodarka powinna być dla krajów powiązanych z Chinami gospodarczo. Najbardziej stratni mogą okazać się dostawcy surowców,

### Indeksy Giełdowe: Chiny, Indie, Rosja, Brazylia

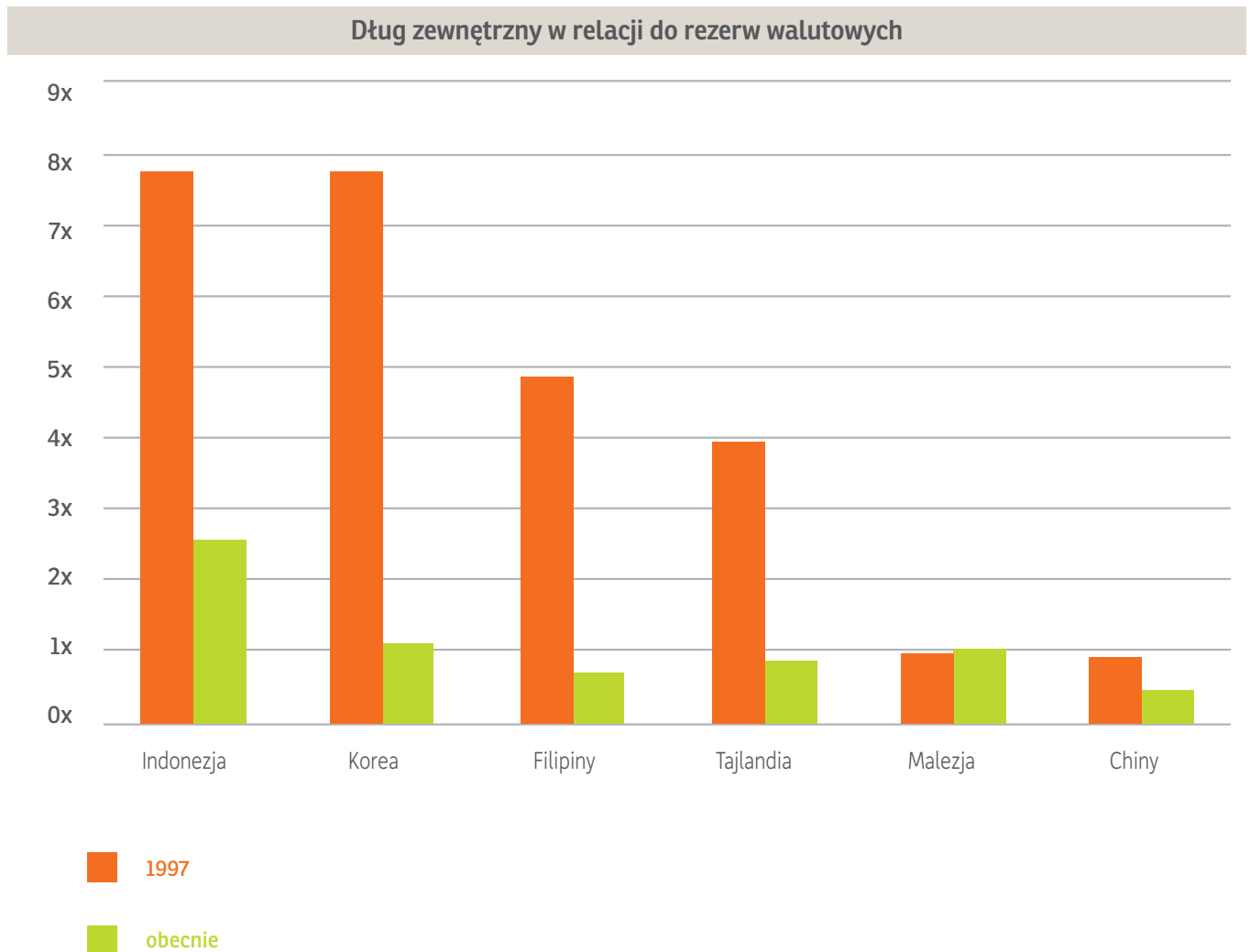
^SHC - 1 rok  
vs ^SNX ^RTS ^BVP

10 września



źródło: stooq.pl

tacy jak Australia, Brazylia czy Rosja, ale również te, które wiele produktów do Chin eksportowały, jak Korea Południowa. Tym niemniej, na chwilowych zawirowaniach cierpią najbardziej kraje Azji, albowiem ich waluty zareagowały najbardziej nerwowo na dewaluację juana, a inwestorzy wystraszyli się powtórki kryzysu z 1997 roku. To jednak nie wydaje się realne, bowiem kraje z regionu mają obecnie znacznie większe rezerwy, zaś ich poziom zadłużania zewnętrznego jest niższy. Bardziej negatywnie należy ocenić kraje LATAM, które nadal nie potrafią wybrnąć ze swojej zależności od surowców i borykają się z problemami zadłużenia oraz korupcji. Ostatnim negatywnym przykładem jest Brazylia, której dług został zdegradowany przez agencję ratingową S&P do poziomu śmieciowego. Dla odważnych inwestorów atrakcyjne mogą być nowe, rzadziej eksplorowane kierunki o niskich wycenach, np. Afryka. Ciekawie wyglądają również Indie, które mają dzisiaj najwyższe tempo wzrostu gospodarczego na świecie.



źródło: Źródła krajowe

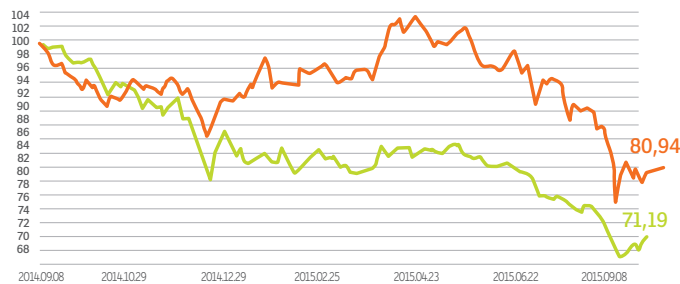
**Przykładowe fundusze/subfundusze inwestycyjne należące do klasy Akcje Globalne Rynków Wschodzących:**

## Templeton Africa Fund A (Acc) (USD)

To jeden z kilku funduszy, którym zarządza legendarny inwestor Mark Mobius. Afryka to kontynent, na którym znajdziemy najstabilniej spenetrowane rynki kapitałowe świata. Istotną wadą tamtejszych giełd jest fakt, że bywają nieco mniej płynne, co powoduje, że część afrykańskich spółek decyduje się na sprzedaż swoich akcji na rynkach rozwiniętych, na ogół w Londynie. To duży plus dla inwestorów, bo dzięki temu są zobligowane do utrzymywania wyższych standardów raportowania i księgowości. Opłata za zarządzanie w tym nieszablonowym rozwiązaniu wynosi 1,60%. Najważniejsze kraje w portfelu to Egipt (23,95%), Nigeria (18,95%), RPA (14,03%), Kenia (12,43%), Zimbabwe (7,07%) oraz Botswana (6,01%) i Senegal (4,08%). Jeśli chodzi o sektory, to najistotniejsze są dobra podstawowe (35,92%), finanse (26,28%), usługi telekomunikacyjne (14,35%) oraz materiały (4,74%). Fundusz w okresie ostatnich 12 miesięcy osiągnął wynik w wysokości -28,81%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



Templeton Africa Fund A (Acc) (USD) vs Średnia funduszy akcji globalnych rynków wschodzących

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

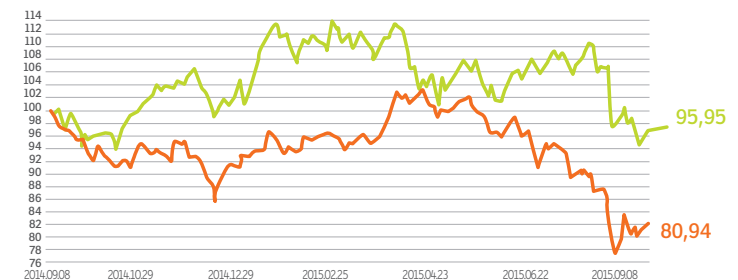
## Franklin India Fund N (Acc) (PLN) (hedged)

Fundusz Franklina to fundamentalne podejście do inwestycji. Absolutnie kluczowym kryterium decyzji o kupnie spółki do portfela funduszu jest potencjał wzrostu i stabilny model biznesowy spółki. Sukumar Rajah i Stephen Dover to zarządzającymi Franklin India Fund. W poszukiwaniu okazji inwestycyjnych badają cały rynek, nie ograniczając się do konkretnych kapitalizacji i sektorów. Obecnie największą pozycję stano-

wią finanse (30,76%), technologie informatyczne (15,20%), ochrona zdrowia (12,61%) oraz dobra luksusowe (11,72%). Fundusz jest dość odważnie budowany i pozycje, co do których zarządzający mają pewność, są duże. Odpowiednia selekcja może zapewnić wysokie zwroty, jednak duży udział poszczególnych spółek w portfelu może również podnosić ryzyko. Opłata za zarządzanie wynosi 1%. Fundusz jest również dostępny w klasie uczestnictwa zabezpieczonej przed ryzykiem walutowym. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to -4,05%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



Franklin India Fund N (Acc) (PLN) (hedged) vs Średnia funduszy akcji globalnych rynków wschodzących

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

## Akcje Chiny, Południowo-Wschodnia Azja, Pacyfik, Japonia

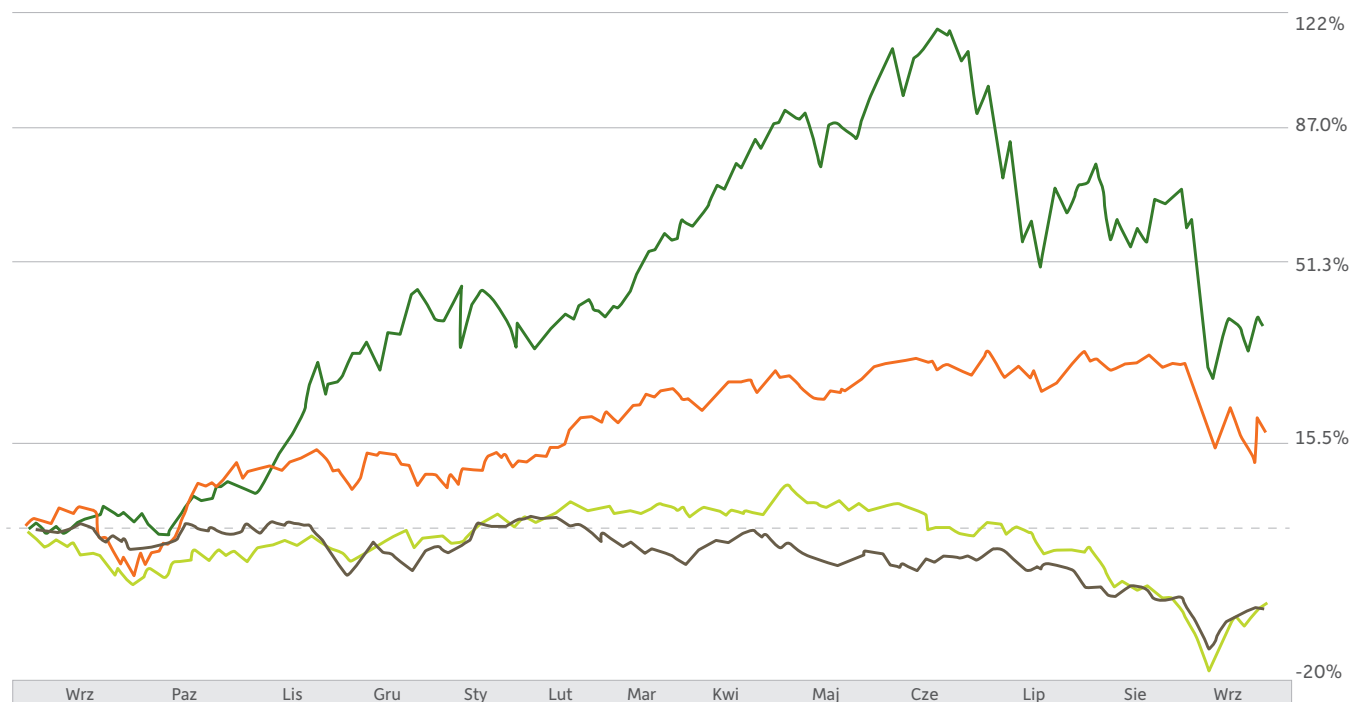
Omówiliśmy już przypadek chińskiej gospodarki i ogólną sytuację w regionie azjatyckim. Warto jednak jeszcze zwrócić uwagę, że tak naprawdę nawet ta paniczna wyprzedaż jakkolwiek miała gigantyczne rozmiary to została poprzedzona jeszcze większymi wzrostami. Indeks akcji typu B w Szanghaju (Shanghai B-Share Index – China SHBS), dostępnych dla zagranicznych inwestorów w okresie 12 miesięcy urósł o 19,13%, zaś od początku roku jego wynik to 6,89% (stan na 11 września 2015 roku w lokalnej walucie). Te wyniki ilustrują również, jak wielkie znaczenie dla wyników inwestycji ma odpowiedni czas wejścia i wyjścia. Przeglądając się innym azjatyckim rynkom nie sposób pominąć Japonii. To zdecydowanie najbardziej rozwinięty rynek w tym regionie i jeden z najbardziej rozwiniętych na świecie. Co ważne, Bank of Japan jest nadal, obok Europejskiego Banku Centralnego, najaktywniejszym dostawcą płynności i akcja przez niego prowadzona powinna odbić się korzystnie na gospodarce, a co za tym idzie również na giełdzie. Jednocześnie słaby jen, który poprzez akcje BoJ utrzymuje się na stabilnym poziomie, wspiera eksporterów i jednocześnie skłania Japończyków do konsumowania lokalnych dóbr. To z kolei powinno przełożyć się na lepsze wyniki spółek. Co więcej, za sprawą nowych regulacji coraz więcej instytucji ma możliwość nabywania akcji bądź alokowania w nich większych

ilości kapitału (np. fundusze emerytalne) co powinno wspierać lokalny rynek.

### Indeksy Giełdowe: Chiny, Japonia, Tajwan, Tajlandia

^SHC- 1 rok  
vs ^NKX ^TWSE ^SET

10 września



źródło: stooq.pl

Przykładowe fundusze/subfundusze inwestycyjne należące do klasy Akcje Chińny, Południowo-Wschodnia Azja, Pacyfik, Japonia:

## Schroder ISF Japanese Smaller Companies A1 (Acc) (USD)

Fundusz skupiający się na inwestycji w firmy znajdujące się w przedziale 30% najmniejszych firm notowanych na rynku japońskim. Mimo że portfel jest dobrze zdywersyfikowany, składa się bowiem z 82 pozycji, to nie ma tam problemów

płynnościowych. Rynek akcji japońskich jest bardzo sprawny. Najważniejsze sektory w funduszu zarządzanym przez Ayumi Kobayashi to usługi (15,4%), informatyka i łączność (13,4%), produkty chemiczne (10,1%) oraz maszyny (9,1%). Opłata za zarządzanie wynosi 1,5%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to -3,70%.

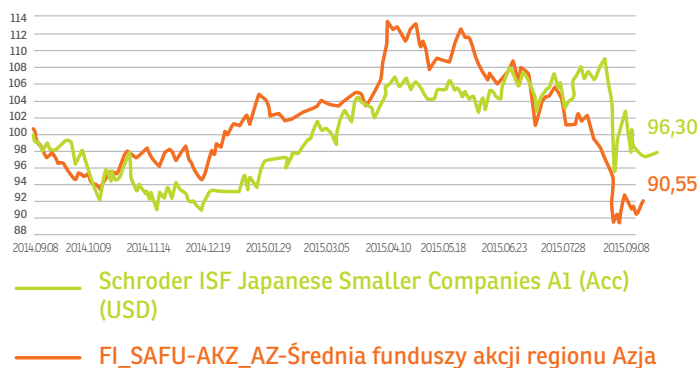
część trafi do portfela funduszu. Utrzymujące się wahania na azjatyckich rynkach potwierdzają regułę, że tego typu inwestycja powinna być traktowana jako długofalowa. Opłata za zarządzanie wynosi 1,5%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to 0,26%.

## Schroder ISF Greater China A (Acc) (EUR)

Ostatnie dwa miesiące to prawdziwa karuzela nastrojów wśród inwestorów, którzy zdecydowali się na alokację w rynek akcji chińskich. Ogromna zmienność towarzyszyła zresztą całej Azji. Mając na uwadze taki rozwój wydarzeń, rozwiązania tego typu powinny być adresowane do bardzo odważnych inwestorów. Istotnym jest również zatroszczenie się o dywersyfikację. Może ją sobie zapewnić poprzez inwestowanie w regionie chińskim, tzn. w Chinach (60,40%), w Hong Kongu (21,30%) i na Tajwanie (15,60%). Funduszem zagranicznym, stwarzającym taką możliwość jest Schroder ISF Greater China. Dzięki takiej strukturze Luisowi Lo, zarządzającemu funduszem, udało się sporządzić listę ciekawych spółek, z której

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

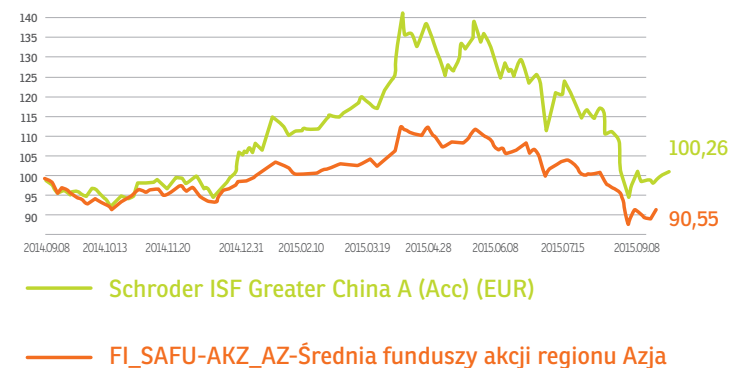
w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

Klasa Aktywów	Fundusz	12 miesięcy %	36 miesięcy %	Ryzyko 1 -> 7
Polski Dług	UniLokata	2,61	11,17	*
	KBC Pieniężny (KBC FIO)	2,45	10,63	**
Globalne Dłużne	BlackRock GF Global Government Bond A2 (USD)	1,96	10,49	***
	BlackRock GF US Dollar Short Duration Bond A2 (USD)	0,39	3,71	****
Akcje Polskie	UniAkcje Małych i Średnich Spółek	6,53	38,69	*****
	Quercus Short	13,28	-4,86	*****
Akcje Środkowa/Wschodnia Europa	Caspar Akcji Środkowej i Wschodniej Europy	-7,25	n/d	*****
	UniAkcje: Nowa Europa	-4,90	0,67	*****
Akcje Starej Europy	BlackRock GF United Kingdom A2 (EUR)	13,70	39,06	*****
	Fidelity Funds European Dynamic Growth Fund A (Acc) (PLN) (hedged)	16,60	n/d	*****
Akcje Stany Zjednoczone	BlackRock GF World Healthscience A2 (USD)	12,96	88,27	*****
	Franklin US Opportunities Fund A (Acc) (USD)	5,90	53,58	*****
Akcje Globalne Rynków Wschodzących	Templeton Africa Fund A (Acc) (USD)	-28,81	-13,79	*****
	Franklin India Fund N (Acc) (PLN) (hedged)	-4,05	46,11	*****
Akcje Chiny, Południowo-Wschodnia Azja, Pacyfik, Japonia	Schroder ISF Japanese Smaller Companies A1 (Acc) (USD)	-3,70	28,87	*****
	Schroder ISF Greater China A (Acc) (EUR)	0,26	33,24	*****
	Schroder ISF Italian Equity A1 (Acc) (EUR)	10,47	58,13	*****
	General CEE Fundusz Surowców A (PLN)	-28,63	-41,95	*****

Wszystkie powyżej przedstawione wyniki funduszy są prezentowane dla okresu 10.09.2014 do 10.09.2015, o ile w tekście nie jest podany inny zakres czasowy.

RAPORT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY W DNIU 11.09.2015 ROKU W OPARCIU O DOSTĘPNE DO TEJ DATY INFORMACJE



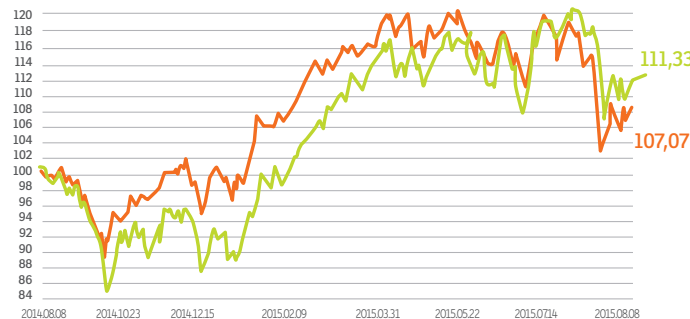
## Schroder ISF Italian Equity A (Acc) (EUR)

W trudnych czasach warto również przyglądać się kierunkom, które dotychczas nie były ulubieńcami inwestorów. Oczywiście oczy wielu inwestorów niejako automatycznie zwracają się w kierunku Niemiec i tamtejszego DAX-u. To nie dziwi, bo faktycznie to Niemcy pozostają w dużej mierze gospodarczą lokomotywą Europy, ale może warto również korzystać z tego co oferuje tak zwana Europa peryferyjna, czyli ta, która najbardziej odczuła i nadal odczuwa efekty ostatniego globalnego kryzysu finansowego. Faktem jest, że niektórym krajom udaje się wychodzić na prostą świadczy o dość dużym sukcesie przeprowadzonych reform. Jednym z krajów, które stały się beneficjentem takiej polityki są z pewnością Włochy. Polityka oszczędności i reformy rynku pracy oraz stopniowa naprawa finansów państwa wlała nową nadzieję w serca inwestorów. Jednocześnie trzeba uczciwie przyznać, że interesujących przedsiębiorstw w tym kraju nie brakuje. Dzięki temu, zarządzający MacDonald-Brown jest w stanie wyszukiwać prawdziwe perełki wśród spółek notowanych w ramach indeksu FTSE Italia All-Share. W portfelu znajdziemy łącznie 44 pozycje. To dość skoncentrowany portfel potwierdzający, że zarządzający mocno wierzą w wyselekcjonowane spółki. Dziesięć największych

pozycji to łącznie 55,8% aktywów. Najważniejsze sektory to finanse (38,2%), media (14,1%), przemysł (11,0%), ropa i gaz (11,5%) oraz towary konsumpcyjne (6,8%). Największe pozycje to Intesa Sanpaolo (9,6%), Enel (9,1%), Eni (8,6%), UniCredit (7,9%) oraz Telecom Italia (4,4%). Opłata za zarządzanie wynosi 1,5%. Wynik osiągnięty w okresie ostatnich 12 miesięcy to: 11,33%.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 08.09.2014 do 08.09.2015



Schroder ISF Italian Equity A (Acc) (EUR)  
vs Średnia funduszy akcji europejskich rynków rozwiniętych (EUR)

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

10 największych pozycji	Sektor	% wartości aktywów netto
1. Intesa Sanpaci	Instytucje Finansowe	9,6
2. Enel	Media (woda, gaz itd.)	9,1
3. Eni	Ropa i gaz	8,8
4. UniCredit	Instytucje Finansowe	7,9
5. Telecom Italia	Telekomunikacja	4,4
6. Unione di Banche Italiana	Instytucje Finansowe	3,9
7. Assicurazioni Generali	Instytucje Finansowe	3,6
8. Snam	Media (woda, gaz itd.)	3,4
9. Yoox	Usługi konsumpcyjne	2,8
10. Recordali	Opieka zdrowotna	2,4

Źródło: karta produktu

Sektor	%
Instytucje Finansowe	38,2
Media (woda, gaz itd.)	14,1
Przedsiębiorstwa przemysłowe	11,0
Ropa i gaz	9,6
Towary konsumpcyjne	6,8

Źródło: karta produktu

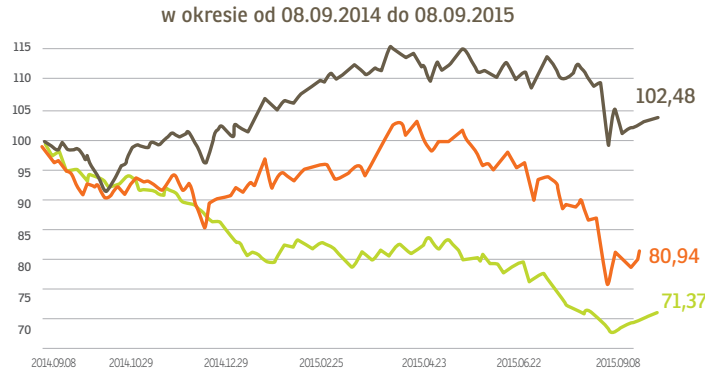
Podział według kapitalizacji rynkowej	%
< 500 milionów	1,6
>=500<1000 milionów	3,5
>=1000<2000 milionów	11,1
>=2000<5000 milionów	27,0
>=5000 milionów	56,7

Źródło: karta produktu

## Generali CEE Fundusz Surowców A (PLN)

Istotą długoterminowej inwestycji jest jej dywersyfikacja. Cykliczność rynków powoduje, że dla bezpieczeństwa zainwestowanych środków warto zatroszczyć się również o alokację w różne klasy aktywów. Warto poszerzyć horyzont również poza obszar długu i akcji. To co nie zawsze sprzyja właśnie tym instrumentom, np. wysoki poziom inflacji, może korzystnie oddziaływać na ceny surowców. Obecnie mieliśmy do czynienia z praktycznym brakiem inflacji, aczkolwiek długofalowo popularnie stosowane programy luzowania ilościowego (QE) przez największe banki centralne świata powinny przełożyć się na globalny wzrost cen. Oczywiście musi dołożyć się do tego globalny wzrost gospodarczy napędzający konsumpcję. Obecnie mamy do czynienia również z nadpodażą wielu surowców, zwłaszcza ropy, ale to zdaje się być okresem przejściowym. Okazji inwestycyjnych w takim środowisku poszukuje fundusz Generali CEE Fundusz Surowców PLN/EUR dostępny zarówno w euro, jak i polskim złotym. Jest to najbardziej bezpośrednia forma inwestycji w surowiec dostępna dla klienta (ETF i kontrakty), który chciałby uzyskać zarówno ekspozycję na metale szlachetne, przemysłowe, surowce energetyczne, jak i rolne. Fundusz pobiera opłatę za zarządzanie o maksymalnym poziomie 2,30%. Wynik osiągnięty w okresie 12 ostatnich miesięcy to -28,63% w PLN.

### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty



Generali CEE Fundusz Surowców A (PLN) vs Średnia funduszy akcji zagranicznych globalnych rynków wschodzących vs Średnia funduszy akcji zagranicznych rynków rozwiniętych

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

Sektor	%
Fundusze surowców	65,1
Artykuły rolnicze	10,7
Pallad	8,5
Płatyna	4,7
Metale przemysłowe	3,9
Metale szlachetne	2,3
Nikiel	0,7

Źródło: karta produktu

10 największych pozycji	%
LYXOR ETF COMMODITIES CRB	15,07
EASYETF S&P GSCI CAPPED COMM	9,78
DB X-TRACKERS OBLCI BALANCED UCITS ETF 1C	7,12
RBS MARKET ACCESS ROGERS INTERN.	6,59
DB X-TRACKERS DBLCI-OY BALNC 2C	5,85
RBS MARKET ACCESS RICI AGRIC.	5,19
ETFS FRW AGR DJ-UBSCI-F3SM	4,78
AMUNDI ETF COMM. S&M GSCI METALS	4,69
SOURCE PHYSICAL PALLADIUM P-ETC	4,37
ELEMENTS ROGERS AGRI TOT RET	4,12

Źródło: karta produktu

**Odchylenie standardowe (Standard Deviation)**

– im wyższy wskaźnik, tym bardziej zmienna jest cena jednostki funduszu.

**Współczynnik Sharpe'a** – ukazuje, opłacalność ryzyka, jakie ponosi fundusz w stosunku do inwestycji uważanych za pozbawione ryzyka (obligacji rządowych). Im wyższy poziom tego wskaźnika, tym przy niższym nakładzie ryzyka w stosunku do bezpiecznych inwestycji został osiągnięty wynik funduszu.

**Beta do benchmarku** – ukazuje zależność pomiędzy zmianami wartości jednostki funduszu, a benchmark'u. Wskaźnik beta wynoszący 1 oznacza, idealną korelację jednostki funduszu i benchmark'u, co sugeruje, że skład aktywów funduszu jest tożsamy ze składem instrumentów w benchmarku. Wartości mniejsze niż 1 oznaczają, że wzrost (bądź spadek) benchmarku o 1% jest zazwyczaj powiązany ze wzrostem (bądź spadkiem) wartości jednostki funduszu o mniej niż 1%. Wartość beta większa niż 1 oznacza, że wzrost (bądź spadek) benchmarku o 1% jest zazwyczaj powiązany ze wzrostem (bądź spadkiem) wartości jednostki funduszu o więcej niż 1%.

**Błąd odwzorowania (Tracking Error)** – ukazuje jak ryzykowny jest dany fundusz w stosunku do swojego benchmarku. Wyższy wskaźnik sugeruje, bardziej agresywnie zarządzany fundusz

w stosunku do swojego benchmarku.

**Wskaźnik informacyjny (Information Ratio – IR)** – ilustruje opłacalność ryzyka, jakie zarządzający ponoszą w stosunku do benchmark'u. Im wyższy poziom tego wskaźnika, tym przy niższym ryzyku w stosunku do benchmarku został osiągnięty wynik funduszu. Uważa się, iż fundusz osiągający wskaźnik informacyjny powyżej 0,3, uważany jest za efektywnie zarządzany.

**Duration** – współczynnik ten pokazuje, jak zmienia się wartość części dłużnej funduszu w reakcji na zmianę stóp procentowych. Wyższe duration, sugeruje większy wpływ zmiany stóp procentowych na zmianę wartości jednostki funduszu.

**Alpha** – zwrot z funduszy powyżej benchmark'u skorygowanego o ryzyko.

**R2** – reprezentuje procent zmiany wartości funduszu, który może być wytłumaczony zmianą wartości benchmark'u.

**Obligacje High-Yield** – obligacje o niższym ratingu (rating nie-inwestycyjny np. CCC), oferujące wyższe oprocentowanie

**HICP** - Zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (z ang. Harmonized Index of Consumer Prices).

**r/r** – rok do roku

**PMI (Purchasing Manager Index)** - wskaźniki opisujący aktywność gospodarczą w sektorze wytwórczym. Publikowane przez agencję Reuters. Agencja przeprowadza ankietę wśród managerów ds. zakupów w firmach (stąd nazwa „Indeks Managerów Logistyki”) pyta o nowe zamówienia, produkcję, zatrudnienie, wielkość zapasów, cenę i portfel zamówień.

**Cena do wartości księgowej** - to relacja kapitalizacji giełdowej i wartości kapitałów własnych na koniec ostatniego kwartału kalendarzowego.

**Cena do zysku** - Obrazuje stopień niedowartościowania / przewartościowania ceny akcji w stosunku do zysku generowanego przez spółkę.

**Inwestowanie kontrariańskie** – odmienny od większości inwestorów sposób postrzegania zdarzeń rynkowych. Dzięki zachowaniu racjonalności w ocenie sytuacji i nieuleganiu wpływowi innych osób mamy szansę na osiągnięcie sukcesu.

Niniejsze opracowanie przygotowane przez F-Trust S.A. z siedzibą w Poznaniu ma charakter wyłącznie informacyjny. W szczególności nie stanowi ono oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumentach finansowych w nim przedstawionych, bądź rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715). Niniejsze opracowanie nie stanowi także porady inwestycyjnej, ani jakiegokolwiek innej formy zalecenia inwestycyjnego dotyczącego danego instrumentu finansowego. Niniejsze opracowanie nie stanowi także jakiegokolwiek innej porady w szczególności prawnej bądź podatkowej. Niniejsze opracowanie nie powinno stanowić samodzielnej podstawy jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej. Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla podmiotów zainteresowanych otrzymywaniem newsletter'a redagowanego przez F-Trust S.A.

Autorami niniejszego opracowania są Andrzej Miszczuk oraz Michał Górczewski i wszelkie komentarze w nim inkorporowane stanowią wyraz poglądów jego autorów oraz zostały oparte na stanie wiedzy aktualnym w dniu jego sporządzenia. Wszelkie wyniki inwestycyjne przedstawione w ramach niniejszego opracowania w chwili jego publikacji mają charakter historyczny i nie stanowią gwarancji uzyskania podobnych w przyszłości.

F-Trust S.A. oświadcza, iż pełni funkcję agenta firmy inwestycyjnej Caspar Asset Management S.A., a także prowadzi działalność polegającą na pośrednictwie w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz tytułów uczestnictwa w funduszach zagranicznych. F-Trust S.A. oraz Caspar Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. są spółkami zależnymi w stosunku do Caspar Asset Management S.A. F-Trust S.A. informuje, iż będące przedmiotem niniejszego opracowania jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz tytuły uczestnictwa w funduszach zagranicznych są możliwe do nabycia za pośrednictwem F-Trust S.A. i w związku z tym F-Trust S.A. może przystugiwać różnicowane wynagrodzenie.

Dysponentem wszelkich autorskich praw majątkowych do niniejszego opracowania jest F-Trust S.A. Powielanie lub publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody F-Trust S.A. jest zabronione.

F-Trust S.A. informuje, iż dołożył wszelkich starań aby zamieszczone w niniejszym opracowaniu informacje były przedstawione rzetelnie i były oparte na kompetentnych, powszechnie dostępnych źródłach, jednak nie może zagwarantować ich poprawności, zupełności i aktualności. F-Trust S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne błędy lub braki w niniejszym opracowaniu, ani za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne podjęte w związku z tym opracowaniem.

Wyniki inwestycyjne poszczególnych funduszy prezentowane są w zakładce „Notowania” oraz na stronach internetowych poszczególnych funduszy.

F-Trust S.A. informuje, że z każdą inwestycją wiąże się ryzyko. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu uczestnika nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa oraz od poziomu pobranych opłat oraz innych obciążeń dochodów z inwestycji w fundusze, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Szczegółowy opis czynników ryzyka znajduje się w odpowiednim dla danego funduszu prospekcie informacyjnym oraz kluczowych informacjach dla inwestorów.



**AUTOR: MICHAŁ GÓRCZEWSKI, ANALITYK**







Jeśli masz pytania dotyczące raportu lub inwestowania, napisz do nas:

**[kontakt@f-trust.pl](mailto:kontakt@f-trust.pl)**

Wiele ciekawych materiałów na temat inwestowania znajdziesz także na stronie

**[www.f-trust.pl](http://www.f-trust.pl)**

