



RAPORT MIESIĘCZNY

styczeń 2017



## Trudności najbliższego roku

Ubiegły rok przeszedł do historii i już nie możemy zmienić jego rezultatów. Walczymy o zyski w bieżącym roku, podobnie jak to będą robiły spółki na całym świecie. Może nas obecnie zaskoczyć długa lista dobrych danych makroekonomicznych i wyraźny początek wzrostu światowej inflacji. Po pierwszym zaskoczeniu takimi danymi dostrzegać będziemy poszczególne elementy gospodarcze, choćby rosnące płace, i zaniepokoiśmy się o zyski spółek. Aby utrzymać ceny akcji na obecnym poziomie, trzeba będzie podkręcać zyski. Na rynku akcji jest obecnie odczuwalny lekki entuzjazm. Można upatrywać

nadziei w Europie i jej nadchodzących wyborach, w Azji i jej solidnym dalszym wzroście, w Ameryce Łacińskiej po zwyżkach cen surowców, podobnie jak w innych krajach naftowych czy surowcowych, z Rosją na czele. Ten uzasadniony optymizm jest lekko przyćmiony zmiennością rentowności na rynku długu, chociaż obecne wyższe rentowności są pociągą i zachętą dla wielu inwestorów. Mocny dolar w końcówce ubiegłego roku też pomógł wielu inwestorom, a nie zaszkodził jeszcze krajom rynków wschodzących.

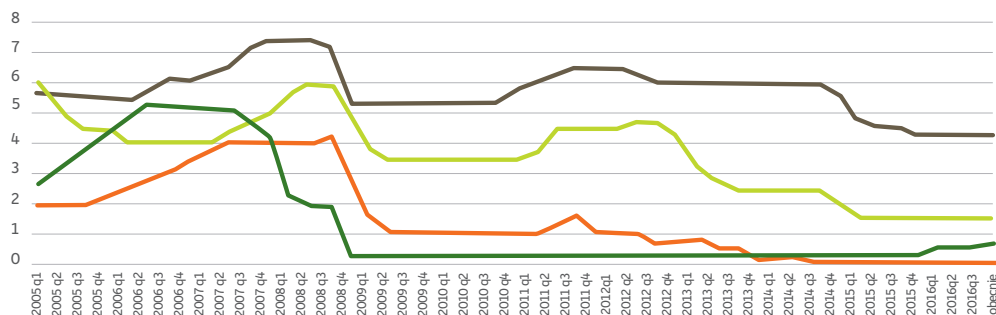
Te dobre dane, wskaźniki i prognozy nie przeszkadzają pojawianiu się ostrzeżeń przed nadmiernym entuzjazmem. Padają ostrzeżenia o nadchodzącej korekcie i nawet zakończeniu cyklu gospodarczego, po którym nastąpi nowa recesja. Spójrzmy więc na fakty. Z perspektywy roku 2016, zdecydowany giełdowy lider, Stany Zjednoczone, będą miały wyższy wzrost gospodarczy niż europejskie kraje rozwinięte, pilnujące swej równowagi budżetowej, czy Japonia stale powiększająca swoje zadłużenie. Jeśli nastąpi trwałe natężenie wzrostu gospodarczego w USA, poprawy można oczekiwać w gospodarkach europejskich i niektórych krajach zaliczanych do rynków wschodzących. Poziom cen giełdowych będzie drugorzędny. Nawet korekta giełdowa będzie powitana z ulgą, bo za nią powinna nadejść nowa hossa.

Dzisiaj chcemy ostrzec naszych czytelników, że w 2017 rok będziemy musieli borykać się z wieloma trudnościami politycznymi i gospodarczymi. Podłożem trudności jest duże zadłużenie publiczne i kolejna cicha rewolucja technologiczna. Ma swoją

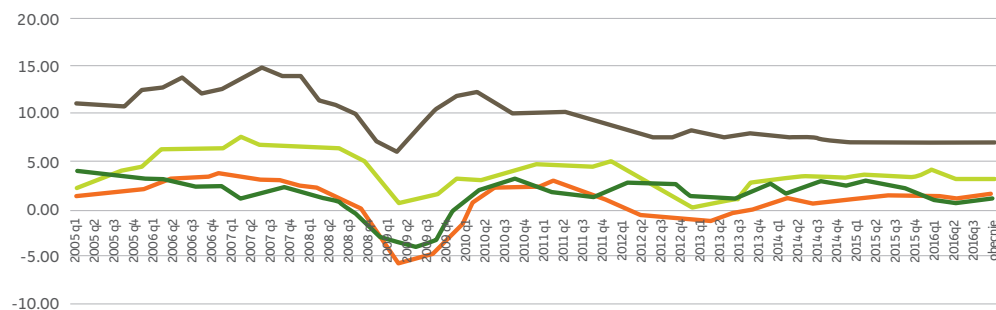
nazwę – digitalizacja. Jest to ciąg dalszy usprawnień w gospodarce, podnoszenia produktywności, zwiększania obszaru działania i obniżania kosztów. Obok bardzo konkretnej i wymiernej działalności, jaką jest digitalizacja, mamy dążenie do zdobywania AI, artificial intelligence, czyli sztucznej inteligencji. Znamy ją już z domu i samochodu, teraz w szybkim tempie ją usprawniamy i szukamy jej miejsca w każdej dziedzinie, w której może pomóc człowiekowi. Groteskowa wydaje się więc manifestacja i strajk pracowników londyńskiego metra przeciw masowemu wprowadzeniu automatów biletowych i likwidacji kas biletowych.

Ten strajk pracowników londyńskiego metra jest właśnie przykładem trudności, z którymi przyjdzie nam się zmierzyć w nowym roku. Mimo zapowiedzianej korekty i możliwego spadku cen, nie należy oczekiwać kataklizmu, a korekta będzie – jak to często bywało – dobrą okazją do nowych zakupów. Być może rok 2017 będzie rokiem korekty dla jednych dziedzin, krajów i sektorów, a zwyżką dla innych. Zatem szukajmy ciekawych możliwości inwestycyjnych!

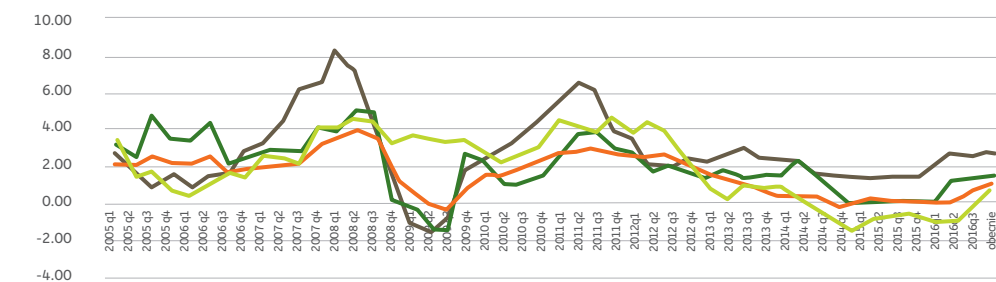
**Andrzej Miszczuk**  
Główny Strateg F-Trust



Stopy procentowe	
Stany Zjednoczone	0,75 %
Strefa Euro	0,00 %
Polska	1,50 %
Chiny	4,35 %



Wzrost PKB (rok do roku)	
Stany Zjednoczone	1,70 %
Strefa Euro	1,70 %
Polska	2,50 %
Chiny	6,70 %

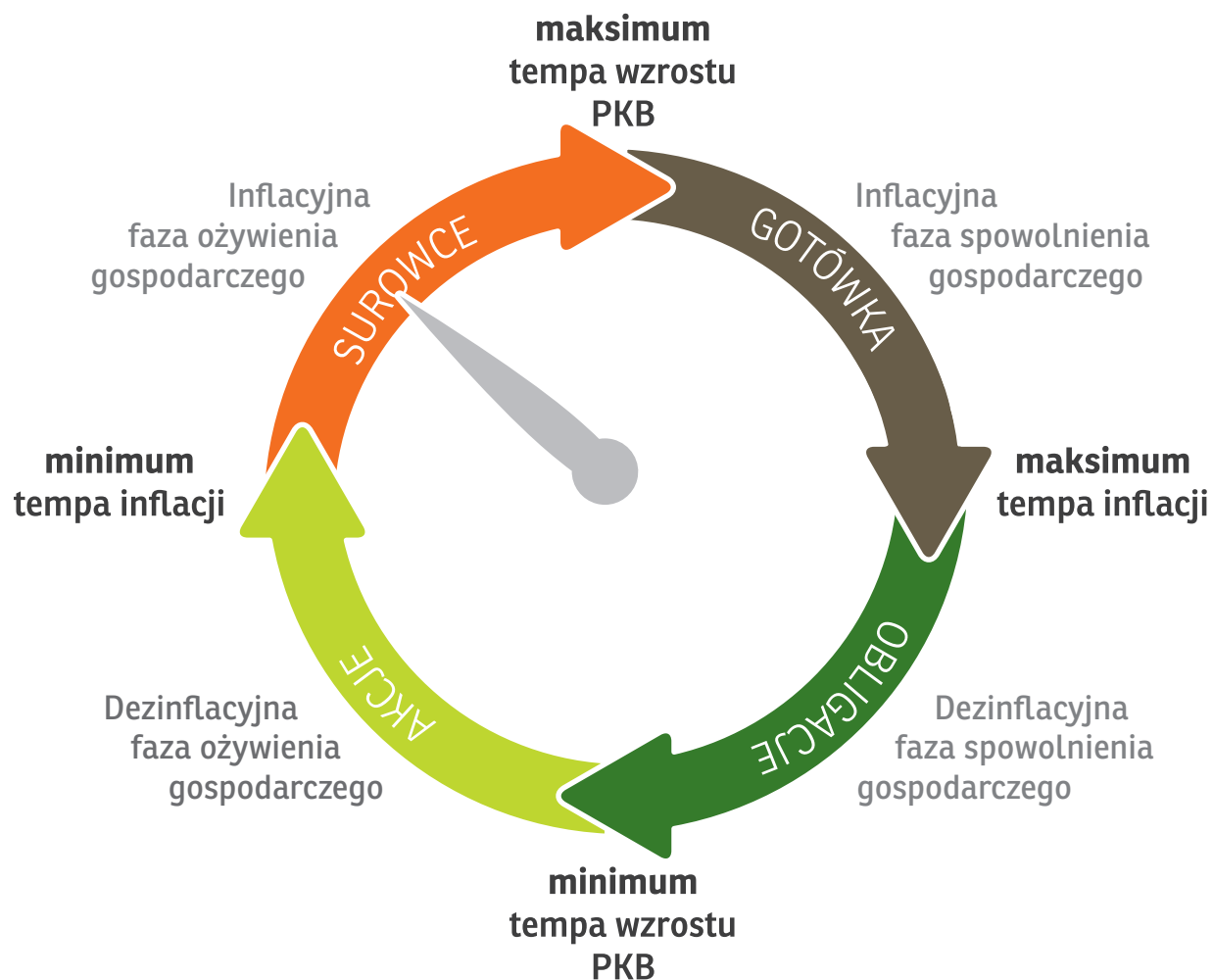


Inflacja (rok do roku)	
Stany Zjednoczone	1,70 %
Strefa Euro	1,10 %
Polska	0,80 %
Chiny	2,10 %

źródło: opracowanie własne

## Komentarz analityka

Początek roku przyniósł dużo pozytywnych wyników wskaźników PMI oraz projekcji PKB dla najważniejszych dla świata gospodarek. Również dane o inflacji wskazują na wzrost zarówno po stronie producentów, jak i konsumentów. Zgodnie ze wskazaniami naszego barometru, możemy się spodziewać, że wyższe wskazania wzrostu gospodarczego niedługo zagoszczą w komunikatach instytutów statystycznych. Grudniowy wystrzał rynków akcji wydaje się to dyskutować, ale świat nie jest idealnie modelowy i „zaskoczenia” na pewno nadejdą. Pytanie – skąd. Do głowy przychodzą mi pytania na ile ingerencja, której dopuściły się główne banki centralne odbije się na naszym modelu i na zachowaniu rynków oraz na ile rosnące rynkowe stopy procentowe przestraszą rządzących wyższymi kosztami zadłużenia i zmuszą do dalszego ingerowania w mechanizmy rynkowe.



## Rynek funduszy długu krajów rozwijających się (w tym Polska)

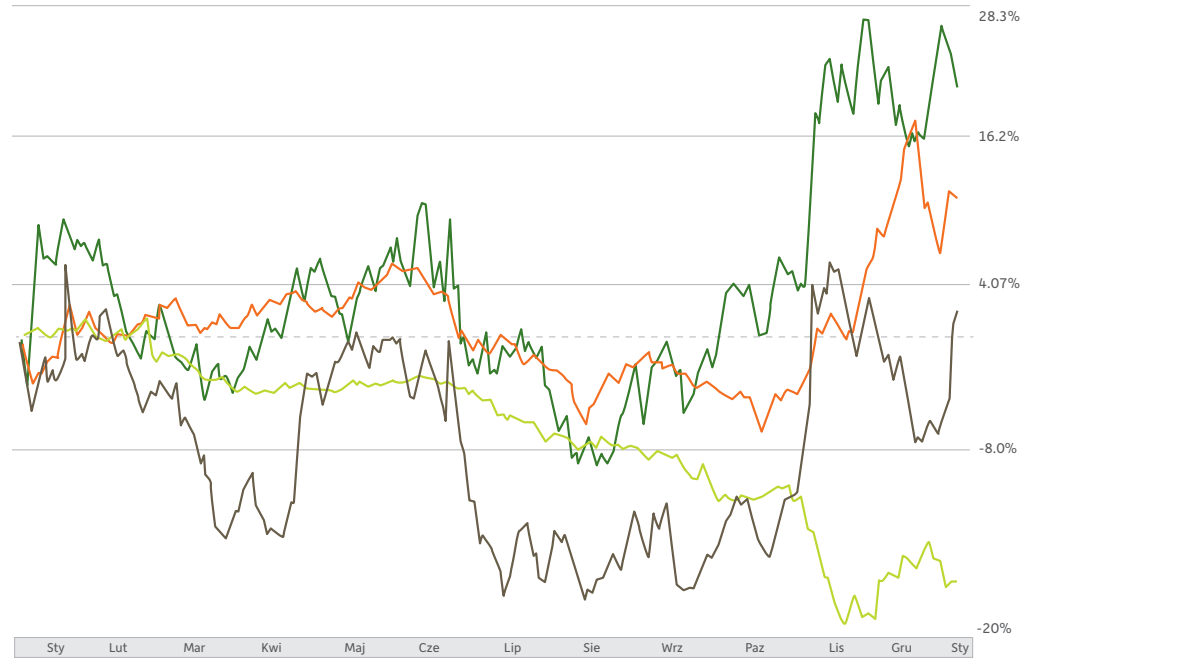
Po listopadowym wystrzale rentowności większość rynków rozpoczęła konsolidację, a rynek chiński dołączył do innych rynków wschodzących z miesięcznym opóźnieniem. Rosnące rentowności mogą

spowodować napływ kapitału skuszonego wyższymi odsetkami, ale z drugiej strony są niekorzystne dla emitentów, którymi są przede wszystkim rządy. Rynki wschodzące są relatywnie mniej zadłużone

niż rozwinięte, co działa na ich korzyść, ponieważ nie generuje aż tak wysokich kosztów odsetkowych. Rosnąca inflacja, która widoczna jest już zarówno w ujęciu konsumenckim, jak i producenckim, jest w dalszym ciągu czynnikiem negatywnie wpływającym na potencjalne wyniki funduszy dłużnych. W przypadku funduszy operujących na rynkach wschodzących, podobny wpływ ma rosnący kurs dolara amerykańskiego, który przyciąga kapitał w oczekiwaniu na wyższe stopy procentowe, co stanowi dodatkowy czynnik ryzyka.

### Rentowność 10-letnie obligacje rynków wschodzących: Polska, Chiny, Indie, Węgry

10PLY.B - 1 rok  
vs 10CNY.B 10INY.B 10HUY.B

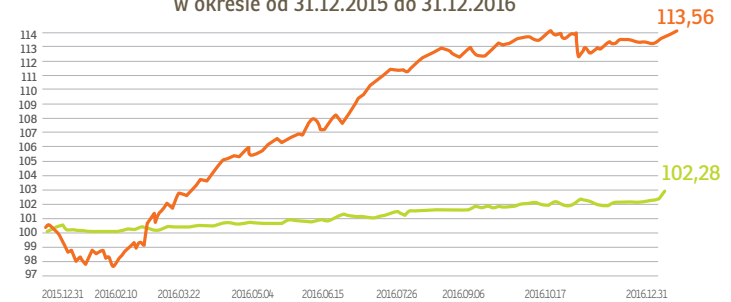


10 stycznia

### Przykładowe fundusze/subfundusze należące do klasy Dłużne Rynków Wschodzących

#### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 31.12.2015 do 31.12.2016



KBC Pieniężny (KBC FIO) vs Fidelity Funds Asian High Yield Fund A (Acc) (USD)

źródło: stooq.pl

Źródło: Navigator, Analiza Online S.A.

Klasa Aktywów	Fundusz	12 miesięcy %	36 miesięcy %	Ryzyko 1 -> 7	Odchylenie St. 3 letnie %	Min. wpłata	Śr. Duration lat	Śr. rating kredytowy	Aktywa netto mln	Opłata za zarządzanie %
Dłużne Rynków Wschodzących	KBC FIO Pieniężny	2,28	8,15	**	2,12	500 PLN	b.d.	b.d.	250,09 PLN	0,90
	Fidelity Funds Asian High Yield Fund A (Acc) (USD)	13,56	19,35	****	5,40	2500 USD	8,60	B+	3258,00 USD	1,00

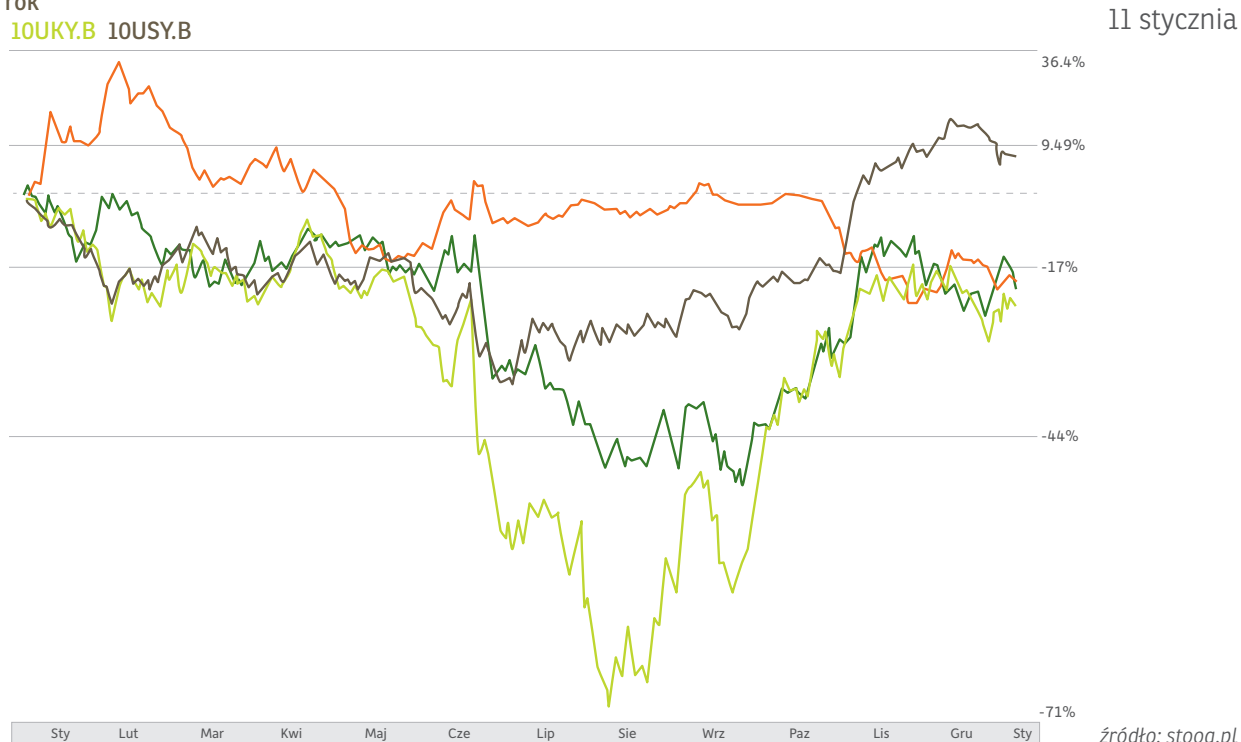
## Rynek funduszy długu krajów rozwiniętych

Grudzień przyniósł uspokojenie, rentowności nie zmieniają już się tak dynamicznie. Warto zauważyć, że zmiana trendu najpierw miała miejsce w USA, gdzie od początku lipca rynek zaczął dyskontować

wyższą inflację. Rynki europejski dołączyły w swoich oczekiwaniach po dwumiesięcznym poślizgu. Nieco inne zachowanie dotyczy Grecji, gdzie lokalne sprawy dominują nad globalnymi w odniesieniu do oce-

### Rentowność 10-letnie obligacje skarbowe rynków rozwiniętych: Hiszpania, Grecja, Wielka Brytania, USA

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



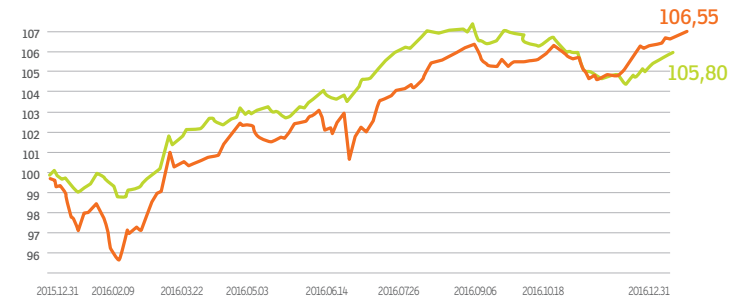
źródło: stooq.pl

ny ryzyka oraz Wielkiej Brytanii, gdzie zwiększoną zmienność w okresie letnim zawdzięczaliśmy BREXIT-owi, a obecnie – oczekiwaniu co do jego kształtu i przebiegu. Patrząc na fundusze dłużne w warunkach spodziewanego wzrostu inflacji, warto analizować ich portfele, aby mieć świadomość, które z nich są oparte o dług o stałym dochodzie, a które o zmiennym. Pewnych wskazówek może dostarczyć również duracja portfela (duration – zob. słownik na końcu raportu), która pomoże ocenić, w jakim stopniu fundusz jest narażony na zmiany stóp procentowych.

### Przykładowe fundusze/subfundusze należące do klasy Dłużne Globalne

#### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 31.12.2015 do 31.12.2016



Schroder ISF EURO Corporate Bond A (Acc) (EUR)  
vs Franklin Euro High Yield Fund A (Acc) (EUR)

źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

Klasa Aktywów	Fundusz	12 miesięcy %	36 miesięcy %	Ryzyko 1 -> 7	Odchylenie St. 3 letnie %	Min. wpłata	Śr. Duration lat	Śr. rating kredytowy	Aktywa netto mln	Opłata za zarządzanie %
Dłużne Globalne	Schroder ISF EURO Corporate Bond A (Acc)	5,80	16,19	***	1,53	2500 USD	5,40	BBB+	7994,9 EUR	1,05
	FTIF Franklin Euro High Yield Fund A (Acc) (EUR)	6,55	10,66	****	2,46	2500 EUR	4,27	BB-	764,00 EUR	0,80

## Rynek funduszy akcji krajów rozwijających się (w tym Polska)

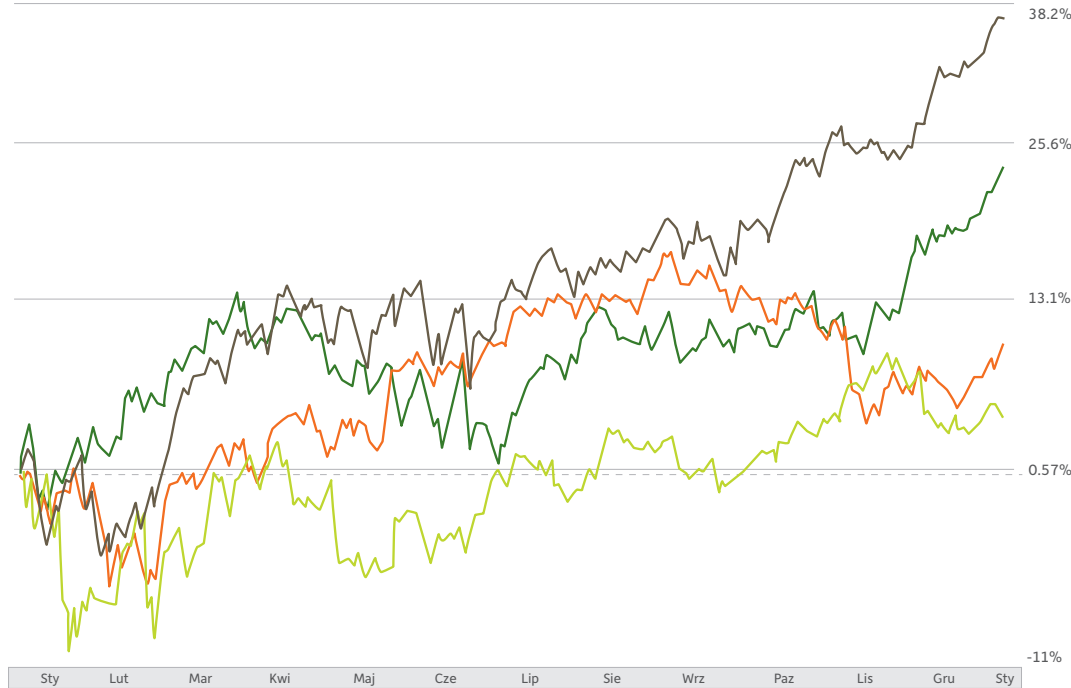
Ostatni miesiąc to kontynuacja wzrostów rozpoczętych po amerykańskich wyborach. Co ciekawe, o wiele lepiej wypadają kraje środkowej i wschodniej Europy niż największe rynki wschodzące, czyli Chiny

i Indie. Rodzi się pytanie o przyczynę tej różnicy. Z jednej strony może to być wielkość gospodarek Dalekiego Wschodu, które w swojej złożoności są mniej podatne na zmiany w globalnym podejściu do ryzy-

ka i alokacji aktywów, a może sama wielkość rynków kapitałowych, gdzie napływ kapitału w większym stopniu potrafi podnieść ceny na mniejszych giełdach. Być może odpowiedzi dostarcza wskazanie naszego barometru gospodarczego, a dokładniej większa korelacja tych krajów z rynkami surowcowymi. Którykolwiek czynnik to jest, nie da się ukryć, że końcówka roku przysporzyła posiadaczom funduszy rynków wschodzących pozytywnych stóp zwrotu.

### Indeksy giełdowe: Polska, Indie, Chiny, Węgry

WIG - 1 rok  
vs ^SNX ^SHC ^BUX



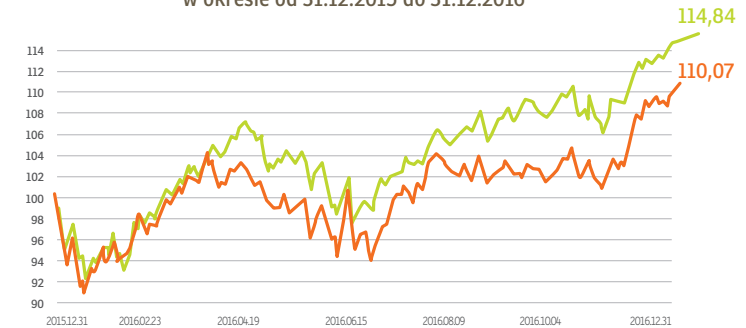
11 stycznia

źródło: stooq.pl

### Przykładowe fundusze/subfundusze należące do klasy Akcje Rynków Rozwijających się

#### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 31.12.2015 do 31.12.2016



UniAkcje Wzrostu (UniFundusze FIO) vs Ipopema Akcji B (Ipopema SFIO)

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

Klasa Aktywów	Fundusz	12 miesięcy %	36 miesięcy %	Ryzyko 1 -> 7	Odchylenie St. 3 letnie %	Min. wpłata	Aktywa netto mln	Opłata za zarządzanie %
Akcje Rynków Rozwijających się	UniAkcje Wzrostu	14,84	45,66	*****	4,44	100 PLN	129,98 PLN	4,00
	Ipopema SFIO Akcji Kat. B	10,07	-3,56	*****	5,70	500 PLN	5,79 PLN	3,80

## Rynki funduszy akcji krajów rozwiniętych

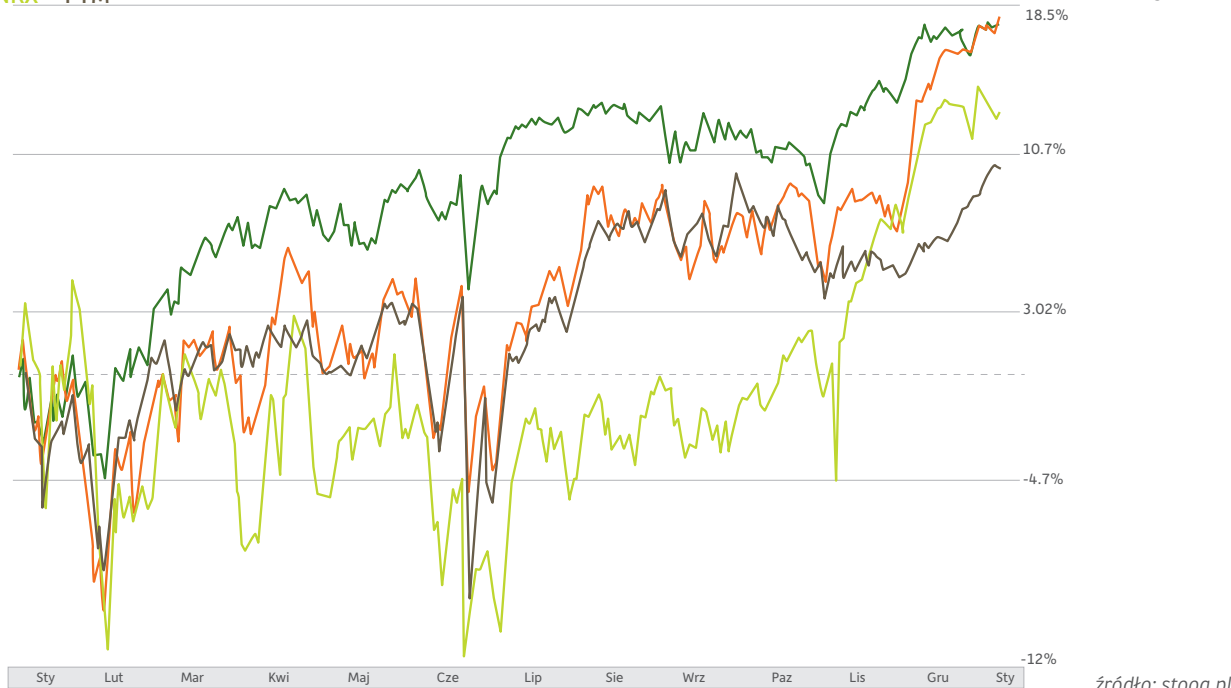
Grudzień to również kontynuacja wzrostów na rynkach rozwiniętych. Ewidencją początku tego znacznego ruchu jest wynik wyborów w USA. Równolegle w tym czasie na siłę zyskiwał dolar, co do-

datkowo pomogło rynkom eksportowym, jak Niemcy czy Japonia. Wybicie z kilkumiesięcznej konsolidacji pozwoliło na osiągnięcie pozytywnych stóp zwrotu dla funduszy akcyjnych z tego sektora. W dalszym

ciągu to rynek amerykański nadaje ton i można się spodziewać, że ewentualny sygnał do odrotu również popłynie zza oceanu. Przy analizie funduszy warto zerkać na sektory, w które fundusz lokuje swoje aktywa oraz pozycję walutową, bo to właśnie te czynniki mają duży wpływ na wynik końcowy.

### Indeksy giełdowe: USA, Niemcy, Wielka Brytania, Japonia

▲SPX - 1 rok  
vs ▲DAX ▲NKX ▲FTM

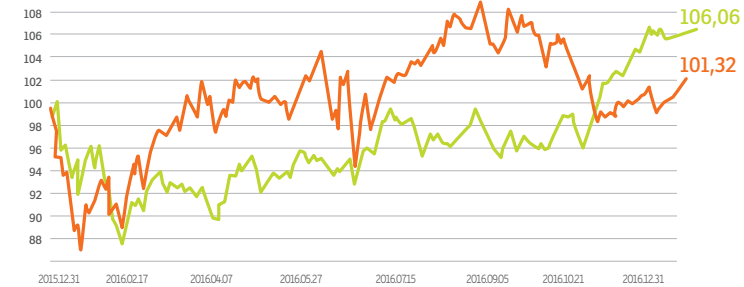


11 stycznia

### Przykładowe fundusze/subfundusze należące do klasy Akcje Globalne Rynki Rozwinięte

#### Przebieg inwestycji 100 PLN w wybrane instrumenty

w okresie od 31.12.2015 do 31.12.2016



Caspar Globalny (Caspar Parasołowy FIO) vs BlackRock GF New Energy Fund A2 (Acc) (USD)

źródło: stooq.pl

Źródło: Navigator, Analizy Online S.A.

Klasa Aktywów	Fundusz		12 miesięcy %	36 miesięcy %	Ryzyko 1 -> 7	Odchylenie St. 3 letnie %	Min. wpłata	Aktywa netto mln	Opłata za zarządzanie %
Akcje Globalne Rynki Rozwinięte	Caspar Globalny		6,06	b.d.	*****	b.d.	1000 PLN	17,80 PLN	1,95
	BlackRock GF New Energy Fund A2 (Acc) (USD)		1,32	-4,36	*****	5,51	5000 USD	873,53 USD	1,75



### S&P 500 Index (SPX)

Wahanie 52 tygodni: 1,810.10 - 2,282.10

Zmiana roczna 19,96%



### EURO STOXX 50 Price EUR (SXSE)

Wahanie 52 tygodni: 2,672.73 - 3,334.44

Zmiana roczna 12,22%



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

Wahanie 52 tygodni: 41,747.01 - 53,809.71

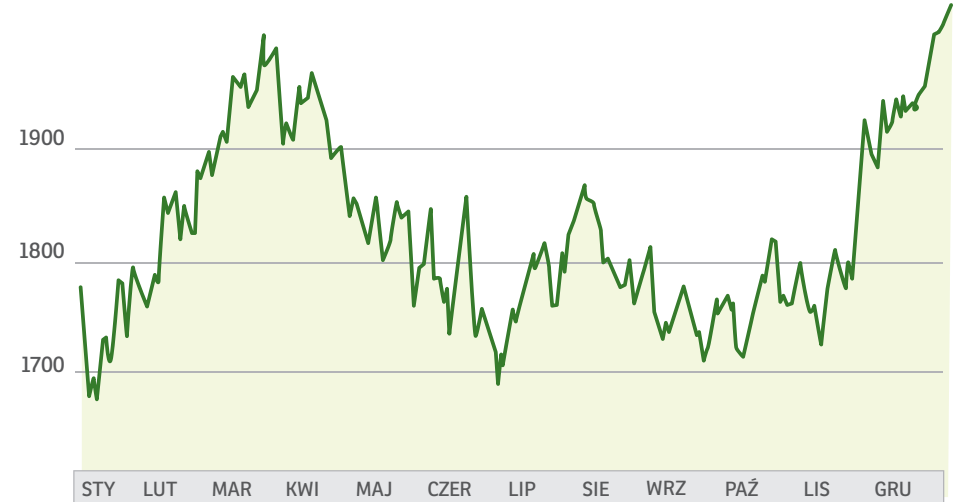
Zmiana roczna 21,39%



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

Wahanie 52 tygodni: 1,641.85 - 1,999.93

Zmiana roczna 19,19%



źródło: Bloomberg.com

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

Wahanie 52 tyg. 2,825.29 - 3,861.09

Zmiana roczna 29,47%



### Shanghai Stock Exchange Composite Index (SHCOMP)

Wahanie 52 tyg. 2,638.302 - 3,301.213

Zmiana roczna 5,32%



### NIKKEI 225 (NKY)

Wahanie 52 tyg. 14,864.01 - 19,615.40

Zmiana roczna 13,26%



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

Wahanie 52 tyg. 68,230.47 - 86,931.34

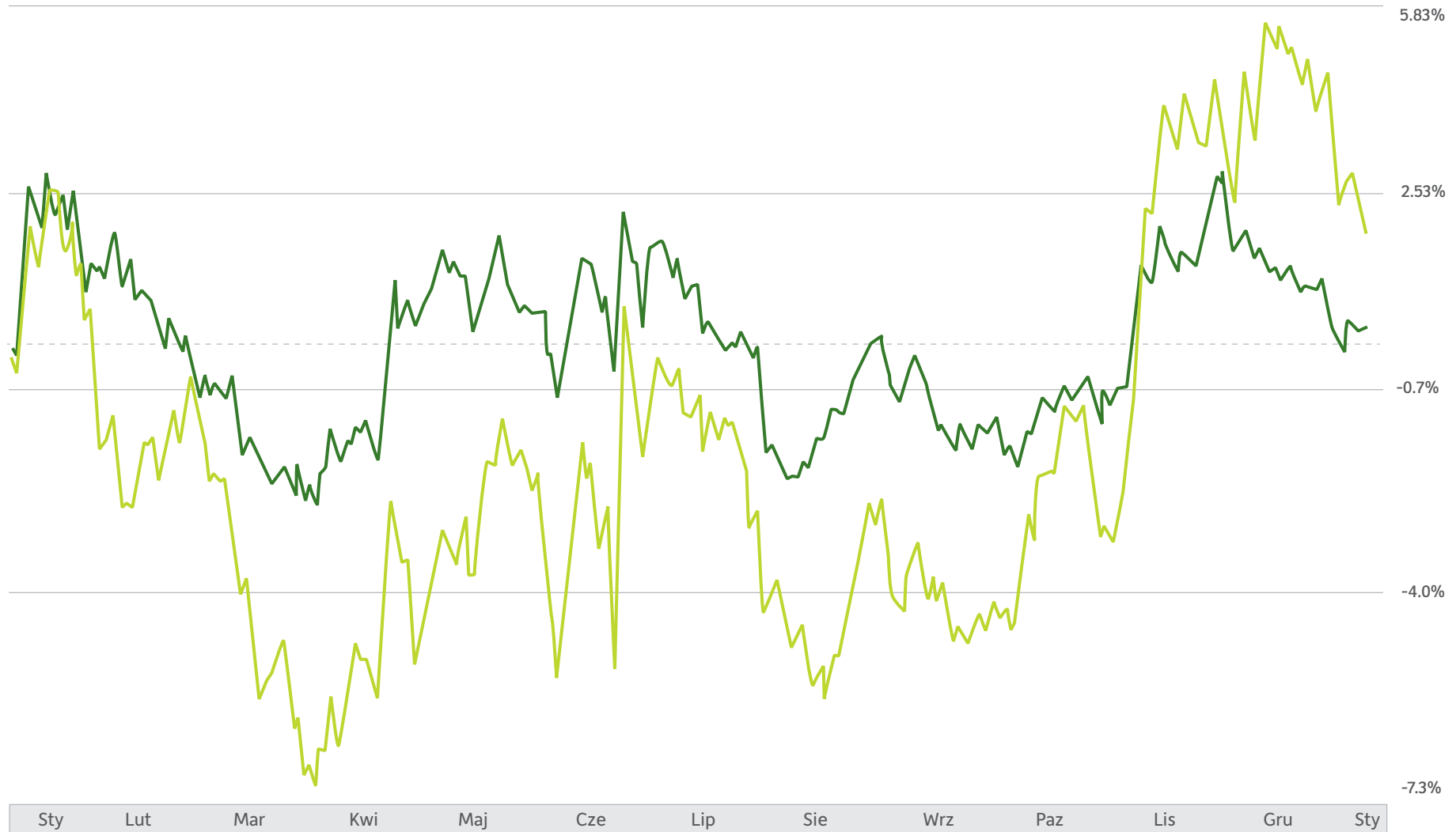
Zmiana roczna 14,63%



źródło: Bloomberg.com

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

12 stycznia



EUR/PLN 4.37534 zł  
Zmiana roczna: 0.01450 (+0.33%)  
max/min: 4.52995 / 4.22693

USD/PLN 4.09991 zł  
Zmiana roczna: 0.08077 (+2.01%)  
max/min: 4.27920 / 3.70513

źródło: stooq.pl

**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.

**FOMC**

– Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku.

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 Jędrzej Janiak 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: JĘDRZEJ JANIAK**





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)**

