



PERSPEKTYWY

Maj 2010



Daniel O'Connor, CFA¹
Zarządzający portfelami instytucjonalnymi
Templeton Global Equity Group

W TYM NUMERZE:

Artykuły w tym numerze odnoszą się do stanu na dzień 24 maja 2010 r.

Światowe rynki akcji

Uważamy, że jakiegokolwiek nagłe zmiany nastrojów mogą wywoływać fale wzmożonej zmienności w krótszej perspektywie, jednak inwestorzy przyjmujący długi horyzont inwestycyjny powinni znaleźć okazje do wykorzystania tych zawirowań.

Obligacje przedsiębiorstw

Biorąc pod uwagę korzystne, według nas, trendy czynników fundamentalnych dla rynku instrumentów opartych na zadłużeniu oraz nadal rozsądne poziomy wyceny, utrzymujemy optymistyczne prognozy na 2010 r. dla papierów dłużnych z USA, zarówno tych o ratingu inwestycyjnym, jak i obligacji wysokodochodowych.

Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że wyceny obligacji przedsiębiorstw europejskich nadal są na umiarkowanie atrakcyjnym poziomie. Ostatnie wydarzenia ponownie przyciągnęły uwagę inwestorów do tematów związanych z ryzykiem kredytowym, jednak większa zmienność wywołała szereg przesunięć rynkowych, które w najbliższej przyszłości mogą zaowocować atrakcyjnymi okazjami na rynku korporacyjnych papierów dłużnych.

Surowce

W naszej ocenie, ceny ropy w tym roku jak dotąd utrzymują się w „zdrowym” przedziale, ale cały czas na bieżąco obserwujemy rozwój sytuacji rynkowej. Staramy się jednak przede wszystkim koncentrować na spółkach, które są w stanie dobrze prosperować w warunkach obecnych, a nawet wyższych cen surowca.

Światowe rynki akcji

Zawirowania rynkowe = szansa dla zdyscyplinowanych inwestorów

„Ludzie zbyt mało uwagi poświęcają możliwościom wynikającym z problemów” – mówił nasz założyciel, Sir John Templeton. Ta koncepcja poszukiwania szans w samym środku kryzysu była centralnym punktem jego filozofii inwestycyjnej, jednak wymaga ona trzech czynników, które zniechęcają wielu inwestorów: dyscypliny, cierpliwości i umiejętności wybiegania myślami poza krótkoterminowe trendy. To ostatnie nie zawsze jest proste, z czego zdawał sobie sprawę także Sir Templeton: „Kupowanie, gdy inni desperacko sprzedają oraz sprzedawanie, gdy inni entuzjastycznie kupują wymaga niezwykle silnej woli i przynosi największe nagrody za wytrwałość”.

Ostatnie kilka tygodni przyniosło inwestorom całe mnóstwo takich kryzysów i możliwości. Nagłówki gazet zdominowały problemy z poziomem zadłużenia publicznego w Europie, co naturalnie spowodowało wyprzedz akcje z tego regionu. Choć nie chcemy lekceważyć tych istotnych trudności, uważamy, że wielu inwestorów zareagowało na tymczasowo gorsze informacje w sposób dla nich typowy, czyli paniczną wyprzedzą papierów, często ze stratą.

Podejście Templetona jest całkowicie odmienne. Od założenia naszej firmy przez Sir Johna Templetona w latach czterdziestych ubiegłego wieku, zawsze patrzymy w przyszłość wykraczającą poza krótkoterminowe zawirowania i przyjmujemy pięcioletni horyzont inwestycyjny, kupując papiery spółek, które mają, według nas, potencjał do zyskiwania na wartości w takiej perspektywie czasowej. Bierzymy pod uwagę trendy czynników makroekonomicznych, jednak zawsze koncentrujemy się na indywidualnych spółkach, a w szczególności tych, które znalazły się pod wpływem przejściowych trudności, ale mają potencjał do generowania zysków w dłuższej perspektywie.

Nasza strategia zatem nie uległa zmianie. Wierzymy, że w Europie nadal można znaleźć wiele najwyższej jakości spółek, a akcje wielu z nich są obecnie dostępne po mocno zaniżonych cenach. Uważamy wręcz, że rynki europejskie wyróżniają się obecnie najniższymi wycenami w skali całego świata, a jednocześnie wiele przecenionych spółek ma znakomity potencjał wzrostowy.

Należy także pamiętać, że ekspozycja Templetona na ten region koncentruje się raczej na korporacjach międzynarodowych o geograficznie zdywersyfikowanych źródłach przychodów, a w mniejszym stopniu na spółkach, których przychody są uzależnione od wzrostu popytu krajowego. Pomimo wyraźnego pogorszenia nastrojów w krajach europejskich o słabszej kondycji, np. w Grecji, kluczowe czynniki fundamentalne dla całego regionu, m.in. wskaźniki ekonomiczne i dane o rentowności przedsiębiorstw, generalnie są coraz lepsze.

Odbicie gospodarcze nadal jest bardzo wrażliwe, a obawy inwestorów znacząco przybrały na sile w ciągu ostatnich kilku tygodni. Uważamy, że jakiegokolwiek nagłe zmiany nastrojów mogą wywoływać fale wzmożonej zmienności w krótszej perspektywie, jednak inwestorzy przyjmujący długi horyzont inwestycyjny powinni znaleźć okazje do wykorzystania tych zawirowań. Oprócz uważnego obserwowania reakcji regionalnych i światowych władz na eskalację kryzysu, długoterminowi inwestorzy powinni także zachować w pamięci słowa Sir Johna Templetona: „Ludzie stale pytają mnie gdzie należy szukać korzystnych perspektyw, jednak to nie jest właściwie postawione pytanie. Należałoby pytać gdzie te perspektywy są najgorsze”.

¹ CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.

Obligacje przedsiębiorstw

Możliwości na amerykańskim i europejskim rynku obligacji przedsiębiorstw



Eric G. Takaha, CFA
Starszy wiceprezes i zarządzający portfelem
Dyrektor ds. obligacji przedsiębiorstw / obligacji o wysokim dochodzie
Franklin Templeton Fixed Income Group

Obligacje przedsiębiorstw z USA

Biorąc pod uwagę korzystne, według nas, trendy czynników fundamentalnych dla rynku instrumentów opartych na zadłużeniu oraz nadal rozsądne poziomy wyceny, utrzymujemy optymistyczne prognozy na 2010 r. dla papierów dłużnych z USA, zarówno tych o ratingu inwestycyjnym, jak i obligacji wysokodochodowych. Ubiegły rok był rekordowy pod względem wyników; obligacje przedsiębiorstw o ratingu inwestycyjnym wypracowały najwyższe zyski od lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku, a papiery wysokodochodowe zanotowały najlepszy rok kalendarzowy w historii. Niemniej jednak, należy pamiętać, że rok 2009 rozpoczął się od skrajnie zaniżonych wycen papierów dłużnych i wartości indeksów korporacyjnych, co umożliwiło tym rynkom wypracowanie tak dużych wzrostów, gdy poziomy wyceny stopniowo się normalizowały z upływem kolejnych miesięcy ubiegłego roku. Uważamy jednak, że obligacje przedsiębiorstw nadal są dobrą alternatywą dla inwestorów poszukujących zrównoważonego strumienia dochodów i wyższych zysków niż te oferowane przez papiery skarbowe.

Sądzimy, że kluczowym czynnikiem dla wyników rynku obligacji przedsiębiorstw w przyszłości będzie wiarygodność kredytowa. Wskaźniki jakości kredytowej wśród przedsiębiorstw, przynajmniej w USA i w krótkiej perspektywie, powinny zmieniać się w korzystnym kierunku, biorąc pod uwagę solidne wzrosty rentowności spółek rok do roku, płynność, jaką udało się spółkom (w ujęciu ogólnym) zgromadzić w swych bilansach, jak również zdolność wielu emitentów do wykorzystania dostępu do rynku kredytowego w celu refinansowania i powiększania swego zadłużenia przy względnie atrakcyjnym oprocentowaniu. Ponadto, choć branża finansowa najprawdopodobniej pozostanie w centrum uwagi w związku z reformą regulacyjną, to z punktu widzenia posiadacza obligacji, kondycja finansowa tego sektora uległa znaczącej poprawie w porównaniu z sytuacją z 2008 roku. Co więcej, w odniesieniu do popytu na obligacje korporacyjne, uważamy, że utrzymanie stóp procentowych na rekordowo niskim poziomie oraz ociąganie się inwestorów przed ponownym wejściem na rynek akcji to czynniki, które mogą sprzyjać rynkom instrumentów opartych na zadłużeniu w 2010 rok.

Jeżeli chodzi o indywidualne sektory, nadal dostrzegamy potencjał obligacji emitentów z sektora finansowego o ratingu inwestycyjnym. W obszarze tym zanotowaliśmy ostatnio spore odbicie, szczególnie w segmencie banków i firm ubezpieczeniowych, po interwencji rządu USA, zgromadzeniu kapitału rezerwowego i odbudowie bilansów. Pomimo wzrostu cen wielu papierów dłużnych przedsiębiorstw finansowych w ubiegłym roku, nadal uważamy, że sektor ten oferuje atrakcyjny potencjał w dłuższej perspektywie, biorąc pod uwagę, że obecne wyceny są i tak niższe w porównaniu z papierami z innych sektorów.

Jeżeli chodzi o rynek papierów dłużnych o wysokim dochodzie, uważamy, że jesteśmy obecnie w środku odbicia gospodarczego, choć mamy świadomość, że może ono okazać się raczej umiarkowane w porównaniu z tymi z przeszłości, w szczególności biorąc pod uwagę skalę spadków na przestrzeni ostatnich dwóch lat. Niemniej jednak, w ciągu pierwszych kilku miesięcy 2010 roku, wskaźniki niewypłacalności w segmencie wysokodochodowym znacznie spadły z szczytowych poziomów z 2009 r. Zakładając, że aktualne tempo wzrostu gospodarczego utrzyma się, spodziewamy się dalszego spadku wskaźników niewypłacalności w kolejnych miesiącach bieżącego roku. Odsetek emitentów „zagrożonych”, tj. takich, którym z dużym prawdopodobieństwem grozi niewypłacalność w najbliższym czasie, radykalnie spadł w ciągu ostatniego roku, co zmniejsza ryzyko znaczącego wzrostu przypadków niewypłacalności w 2010 r. Wobec wycen papierów wysokodochodowych oscylujących wokół długoterminowych średnich, sądzimy, że poprawiające się wskaźniki jakości kredytowej będą korzystne dla tego segmentu, który będzie nadal oferował inwestorom ponadprzeciętne zwroty z inwestycji. Niemniej jednak, obligacje o wysokim dochodzie to klasa aktywów, w przypadku której indywidualna selekcja ma kolosalne znaczenie dla długofalowych wyników. Dlatego nasi analitycy ds. papierów wysokodochodowych koncentrują się zarówno na poszukiwaniu atrakcyjnych możliwości inwestycyjnych, jak i na identyfikowaniu i unikaniu tych emitentów, którzy wkrótce mogą borykać się z kłopotami z obsługą swego zadłużenia.

[Ciąg dalszy na następnej stronie...](#)

Możliwości na amerykańskim i europejskim rynku obligacji przedsiębiorstw

[Dalszy ciąg artykułu z poprzedniej strony...](#)

Obligacje przedsiębiorstw z Europy

Ostatni okres wzmożonej zmienności oraz obawy związane z ryzykiem nadmiernego zadłużenia publicznego w Europie miały pewien wpływ na rynek europejskich obligacji przedsiębiorstw, czyli klasy aktywów, która osiągała wyjątkowo dobre wyniki w okresie od początku 2009 r. do końca pierwszego kwartału 2010 r. Wyprzedaż na rynkach finansowych przełożyła się na wzrost spreadów obligacji korporacyjnych, wobec większych premii za ryzyko wymaganych przez inwestorów. Bezprecedensowe działania ogłoszone w tym miesiącu przez Unię Europejską, Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Europejski Bank Centralny (EBC) w odpowiedzi na kryzys zadłużenia publicznego odwróciły trend zmian cen tych aktywów i nieco ustabilizowały sytuację rynkową. Sytuacja w nadchodzących miesiącach może być dość zmienna, jednak nadal uważamy, że obligacje przedsiębiorstw europejskich oferują solidny potencjał dla inwestorów, biorąc pod uwagę połączenie atrakcyjnych cen, poprawiających się czynników fundamentalnych w sektorze prywatnym oraz coraz lepszych warunków makroekonomicznych.

Spready papierów dłużnych europejskich przedsiębiorstw wobec obligacji rządowych są znacznie węższe w porównaniu z poziomami notowanymi w szczytowym okresie światowego kryzysu finansowego na początku 2009 r., ale w połowie maja 2010 r. i tak są względnie szerokie w ujęciu historycznym, oferując zarówno strumień atrakcyjnych dochodów odsetkowych, jak i możliwość wzrostu wartości kapitału w przypadku dalszego zawężania się spreadów. Popyt na zadłużenie przedsiębiorstw był wyjątkowo duży w ostatnim roku, co stymulowało dobre wyniki tego segmentu pomimo dużego wolumenu nowych emisji. Wierzymy, ponadto, że dominująca ostatnio koncentracja na wiarygodności kredytowej może skłonić inwestorów, którzy dotychczas postrzegali obligacje korporacyjne jako znacznie bardziej ryzykowne w porównaniu z papierami skarbowymi, do skorygowania struktury swego zaangażowania w tę klasę aktywów.

Z punktu widzenia czynników fundamentalnych, wielu emitentów zadłużenia z sektora prywatnego wykazywało w ostatnich kwartałach wzrosty rentowności i przepływów pieniężnych, co zwiększa ich wiarygodność kredytową. Ponadto, trudne warunki towarzyszące światowemu kryzysowi finansowemu skłoniły wiele przedsiębiorstw do dokładniejszej analizy swej kondycji w zakresie płynności i lewarowania. W rezultacie, wiele spółek decydowało się na gromadzenie środków pieniężnych i ograniczanie poziomu zadłużenia, nierzadko kosztem dywidend czy wykupu udziałów. W roku ubiegłym, sprzyjające warunki

rynkowe pozwoliły wielu firmom refinansować swe długi o zbliżającym się terminie zapadalności i tym samym rozwiązać obawy dotyczące zdolności do obsługi zadłużenia.

Z punktu widzenia analizy sektorowej, przymiemy patrzemy na branżę opieki zdrowotnej, a w szczególności na przemysł farmaceutyczny. Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że warunki ekonomiczne w Europie wykazują oznaki stabilizacji i stopniowej poprawy, choć mamy świadomość możliwego negatywnego wpływu zaostrzenia polityki budżetowej w niektórych krajach. Co ważne, odnotowaliśmy wyraźne oznaki poprawy sytuacji gospodarczej w Azji i obydwu Amerykach. Odbicie w tych regionach jest korzystne dla wielu korporacji europejskich o zasięgu międzynarodowym, prowadzących działalność na całym świecie. Ostatnie osłabienie euro wobec wielu innych walut także może zwiększyć konkurencyjność przedsiębiorstw z Europy i przełożyć się na wyższe zyski z transakcji zagranicznych przeliczone na euro.

W obecnych warunkach, uważamy, że EBC najprawdopodobniej utrzyma łagodną politykę pieniężną w najbliższej przyszłości. Niskie stopy procentowe powinny wzmocnić wzrost gospodarczy i zapewnić dobre warunki dla obligacji korporacyjnych, ponieważ ta klasa aktywów radzi sobie najlepiej w okresach umiarkowanego wzrostu. Przedsiębiorstwa mają generalnie dostatecznie wysokie zyski, by móc obsługiwać swe zadłużenie, jednak prowadzą bardziej konserwatywną politykę finansową.

Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że wyceny obligacji przedsiębiorstw europejskich nadal są na umiarkowanie atrakcyjnym poziomie. Ostatnie wydarzenia ponownie przyciągnęły uwagę inwestorów do tematów związanych z ryzykiem kredytowym, jednak większa zmienność wywołała szereg przesunięć rynkowych, które w najbliższej przyszłości mogą zaowocować atrakcyjnymi okazjami na rynku korporacyjnych papierów dłużnych. Identyfikowanie takich okazji wymaga doświadczonego zespołu zarządzającego portfelem oraz solidnej analizy ryzyka kredytowego.

Surowce

Rynek ropy naftowej



Frederick G. Fromm, CFA
Wiceprezes, zarządzający
portfelem i starszy analityk
bezpieczeństwa inwestycyjnego
Franklin Global Advisors

W marcu 2009 r., ceny ropy były mocno zaniżone, szczególnie biorąc pod uwagę minimalny koszt przyrostu podaży niezbędnego do zaspokojenia popytu. Od tamtej pory, cena surowca wzrosła o niemal 70%, by ostatecznie sięgnąć ok. 86 USD za baryłkę na koniec kwietnia.² To znacząca poprawa warunków dla spółek działających w tej branży. Należy jednak wspomnieć, że w ostatnim okresie ceny ropy nieco spadły, w rezultacie negatywnego wpływu niepokojących wydarzeń w Europie na rynki na całym świecie.

Przykładowo, aby wydobycie ropy naftowej z dna morskiego było opłacalne, cena surowca musi przekraczać 60 USD za baryłkę, a zatem ceny poniżej tego poziomu nie mogą się utrzymać na dłuższą metę, w szczególności kiedy popyt ponownie wzrośnie i niezbędne będzie zwiększenie wydobycia. Niemniej jednak, cena rzędu 80-85 USD za baryłkę odzwierciedla, naszym zdaniem, stopniowe ożywienie światowego popytu na ropę naftową. Obecnie nie ma na rynku nadpodaży, która mogłaby wywierać tymczasową presję na spadek cen.

Naszą strategią nie jest przewidywanie cen ropy, ale raczej określanie przedziału wyznaczonego wartościami granicznymi (najniższą i najwyższą); kiedy cena ropy zawiera się w takim przedziale, a akcje spółek powiązanych z tym surowcem wydają się odzwierciedlać ten poziom (lub niższy), zakładamy, że można zainwestować w takie akcje. W naszej ocenie, ceny ropy w tym roku jak dotąd utrzymują się w takim „zdrowym” przedziale, ale cały czas na bieżąco obserwujemy rozwój sytuacji rynkowej. Staramy się jednak przede wszystkim koncentrować na spółkach, które są w stanie dobrze prosperować w warunkach obecnych, a nawet wyższych cen surowca.

² Bloomberg LP, dane na dzień 30 kwietnia 2010 r.

Nasz profil idealnej spółki powiązanej z ropą naftową zakłada solidną bazę produkcyjną (ok. 60-70% aktywów) uzupełnioną możliwościami w zakresie eksploracji złóż i dalszego rozwoju. Takie przedsiębiorstwo ma stabilną pozycję gwarantowaną przez bieżącą produkcję i potencjał do wykorzystywania nowo odkrytych złóż surowca.

Jako przykład spółki spełniającej nasze kryteria może służyć potężny koncern paliwowy z siedzibą w Kalifornii (USA). Ok. 60-70% zasobów i produkcji spółki zlokalizowanych jest na polach naftowych w USA, przede wszystkim w Kalifornii i Teksasie. Złoża te są eksploatowane od dłuższego czasu i zapewniają stabilne źródło surowca, a tamtejsze wydobycie stale rośnie o kilka punktów procentowych rocznie.

Firma ma także pewne zasoby na Bliskim Wschodzie i w Ameryce Łacińskiej, co zapewnia jej potencjał do dalszego rozwoju na tych rynkach. Ponadto, utrzymanie wzrostu produkcji z kluczowych zasobów przedsiębiorstwa wymaga zaledwie połowy łącznych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę, co umożliwia reinwestycję nadwyżek w dalszy rozwój.

Informacja natury prawnej

Niniejszy dokument został sporządzony wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej ani oferty sprzedaży jakichkolwiek udziałów ani zaproszenia do zapisów na tytuły uczestnictwa jakiegokolwiek funduszu luksemburskiego SICAV Franklin Templeton Investment Funds (zwanego dalej „Funduszem”). Żadnej z części niniejszego dokumentu nie należy traktować jako porady inwestycyjnej. Opinie wyrażone w niniejszym dokumencie stanowią opinie autora tego dokumentu na dzień publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Zapisy na tytuły uczestnictwa mogą być dokonywane wyłącznie w oparciu o aktualny, pełny lub skrócony prospekt informacyjny Funduszu, ostatnie roczne sprawozdanie finansowe opatrzone opinią biegłego rewidenta oraz ostatnie półroczne sprawozdanie finansowe, o ile zostało opublikowane później niż sprawozdanie roczne. Ceny tytułów uczestnictwa i dochody uzyskiwane z tytułów uczestnictwa mogą ulec zmniejszeniu lub zwiększeniu, a inwestorzy mogą nie odzyskać całej zainwestowanej kwoty. **Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.** Zmiany kursów walut mogą wpływać na wartość inwestycji zagranicznych. Inwestowanie w fundusz denominowany w walucie obcej także wiąże się z ryzykiem zmian kursów wymiany. Inwestowanie w tytuły uczestnictwa Funduszu wiąże się z ryzykiem opisanym w pełnym i skróconym prospekcie informacyjnym Funduszu. Ryzyko związane z inwestycjami na rynkach wschodzących może być większe niż ryzyko na rynkach rozwiniętych. Inwestycje w instrumenty pochodne wiążą się z określonym rodzajem ryzyka szczegółowo opisanym w prospekcie informacyjnym Funduszu. Tytuły uczestnictwa Funduszu nie mogą być bezpośrednio ani pośrednio oferowane ani sprzedawane obywatelom ani rezydentom Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej. Tytuły uczestnictwa Funduszu nie są dostępne na każdym terytorium podlegającym dowolnej jurysdykcji, a osoby ubiegające się o pozyskanie tytułów uczestnictwa powinny sprawdzić możliwość nabycia tytułów uczestnictwa u lokalnego przedstawiciela Franklin Templeton przed planowaniem inwestycji. Wszelkie badania i analizy uwzględnione w niniejszym dokumencie zostały opracowane na potrzeby i do wyłącznych celów Franklin Templeton Investments i są udostępniane w niniejszym dokumencie wyłącznie do celów informacyjnych. Odniesienia do konkretnych gałęzi przemysłu, sektorów czy spółek mają charakter ogólnych informacji i nie muszą odzwierciedlać rzeczywistego zaangażowania funduszu w jakimkolwiek momencie. Przed podjęciem jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych, zalecamy skonsultowanie się z doradcą finansowym. Kopię najnowszej wersji prospektu informacyjnego, rocznego sprawozdania finansowego lub półrocznego sprawozdania finansowego, o ile zostało opublikowane po publikacji ostatniego sprawozdania rocznego, można znaleźć na naszej stronie internetowej www.franklintempleton.pl lub otrzymać za darmo od Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o.; Rondo ONZ1; 00-124 Warsaw Tel: +48 22 337 13 50; Fax: +48 22 337 13 70

Dokument wydany przez Franklin Templeton Investments Poland Sp. z o.o.