



PERSPEKTYWY

Materiał został przygotowany:
Marzec 2010

Marzec 2010 r.

Światowe instrumenty o stałym dochodzie

Zróżnicowanie sprzyja rynkom wschodzącym



Dr Michael Hasenstab
Dyrektor / zarządzający portfelem
Franklin Templeton Fixed Income Group

Uważamy, że kondycja światowej gospodarki nadal będzie się poprawiać, choć długoterminowe koszty i efekty działań podjętych w czasie kryzysu finansowego, m.in. potężnej ekspansji wydatków budżetowych, z pewnością przełożą się na wolniejszy wzrost gospodarek rozwiniętych. Z drugiej strony, w przypadku wielu gospodarek spoza grupy G-7, np. Chin, Brazylii, Indonezji, Korei Południowej czy Indii, spodziewamy się powrotu wzrostu gospodarczego w ciągu najbliższych 12 miesięcy do poziomów notowanych przed kryzysem.

Rynki wschodzące, a w szczególności gospodarki azjatyckie, odczuły negatywny wpływ światowego kryzysu finansowego poprzez spadek popytu na ich eksport oraz zamrożenie rynków kredytowych. Straty były szczególnie dotkliwe w przypadku małych gospodarek, w dużym stopniu zależnych od eksportu. Krajowy popyt na większych rynkach wschodzących pozostał jednak odporny na wpływ kryzysu i powinien nadal rosnąć dzięki agresywnym działaniom stymulacyjnym realizowanym w ramach polityki pieniężnej i budżetowej. Jednocześnie, sytuacja na wewnętrznych rynkach kredytowych wyraźnie się poprawia, a strumień kapitału zagranicznego napływającego na rynki wschodzące zaczął przybierać na sile. Ponieważ większy napływ środków finansowych oznacza wzrost kapitałów akcyjnych spółek, rośnie także wydajność siły roboczej, co z kolei przekłada się na wzrost zarobków. Dzięki temu, środek ciężkości tych gospodarek może przesunąć się z eksportu w stronę popytu krajowego, co będzie, według nas, oznaczało istotną zmianę strukturalną. Ponadto, pomimo, że eksport do krajów rozwiniętych nie jest już kluczowym czynnikiem determinującym wzrosty, nie powinno to mieć negatywnego wpływu na poziom wzrostu gospodarczego ze względu na spodziewane odbicie w USA i Europie oraz efekt niskiego poziomu bazowego.

Uważamy, że solidny strumień kapitału przyciągany potężnym wzrostem gospodarczym powinien sprzyjać aktywom i walutom z błyskawicznie rozwijających się rynków wschodzących. Ostatni okres utwierdził nas w przekonaniu, że rynki azjatyckie oraz inne wybrane gospodarki, np. Brazylii, jako pierwsze przekują rosnący popyt krajowy na solidny wzrost gospodarczy. Malejące luki pomiędzy wydajnością produkcji a popytem oraz coraz większa odporność gospodarek powinny skłonić władze do zaostrzenia polityki pieniężnej znacznie wcześniej, niż będzie to miało miejsce na rynkach rozwiniętych, choć pewne ryzyko związane jest z polityczną presją na odłożenie takich działań na później. Nawet w przypadku takiego opóźnienia, reakcje władz na wyższy wzrost gospodarczy i tak nastąpią szybciej niż na większości rynków rozwiniętych. Powinno to także sprzyjać kursom walut rynków wschodzących do dolara amerykańskiego, euro i jena, tym bardziej, że banki centralne wielu tych rynków będą wspierać aprecjację swych walut, mając na celu ograniczenie presji inflacyjnych i zrównoważenie struktury swych gospodarek.

Znaczący wzrost cen aktywów na wielu rynkach wschodzących wywołał obawy przed bańkami spekulacyjnymi, które jednak uważamy za przesadzone. Napływ potężnych ilości kapitału na te rynki ma solidne uzasadnienie fundamentalne – odbicie cen aktywów wystartowało z bardzo zaniżonego poziomu, a – co ważniejsze – większość gospodarek wschodzących powinno być w stanie produktywnie wykorzystać ten kapitał w najbliższej przyszłości. Co więcej, gospodarki te są generalnie wierzycielami netto wobec reszty świata, na co wskazują nadwyżki na rachunkach obrotów bieżących oraz pozycje inwestycji netto. Należy jednak cały czas uważnie obserwować sytuację, ponieważ jeżeli władze pójdą po linię najmniejszego oporu i powstrzymają się przed zaostrzeniem polityki pieniężnej, za kilka lat ich gospodarki mogą zacząć się poważnie przegrzewać.

W TYM NUMERZE:

Artykuły w tym numerze odnoszą się do stanu na dzień 23 marca 2010 r.

Światowe instrumenty o stałym dochodzie

Uważamy, że solidny strumień kapitału przyciągany potężnym wzrostem gospodarczym powinien sprzyjać aktywom i walutom z błyskawicznie rozwijających się rynków wschodzących.

Światowe rynki akcji

Obejmowanie ekspozycji na rynki wschodzące poprzez inwestycje w zagraniczne korporacje międzynarodowe może okazać się tańsze niż inwestycje bezpośrednie i może redukować ogólne ryzyko portfela.

Inwestowanie w poszczególne sektory

Nadal uważamy, że solidne czynniki fundamentalne przemawiają na korzyść sektora usług komunalnych, a w szczególności spółek podlegających regulacji państwowej. Ogólnie rzecz biorąc, spodziewamy się nadal atrakcyjnych cen papierów.

Inwestowanie w nieruchomości

Generalnie nadal sądzimy, że spółki REIT z krajów azjatyckich i Australii są bardziej atrakcyjne niż te z USA, Wielkiej Brytanii i reszty Europy.

Światowe rynki akcji

Zarządzanie ryzykiem na rynkach wschodzących



Cindy Sweeting, CFA¹
Wiceprezes wykonawczy /
dyrektor ds. zarządzania
portfelami klientów
instytucjonalnych
Templeton Global Equity Group

Inwestorzy już dowiedzieli się, że spółki z rynków wschodzących oferują potencjał wyższych zwrotów z inwestycji w porównaniu z przedsiębiorstwami z rynków rozwiniętych, przede wszystkim dzięki potencjalnie szybszemu wzrostowi rentowności. Niemniej jednak, spółki te mają także pewne wady, wśród których jest wyższe ryzyko związane z większą zmiennością kursów walut, mniejszą przejrzystością sprawozdawczości finansowej i/lub niskim poziomem ładu korporacyjnego. Ponadto, regiony charakteryzujące się wysokim wzrostem gospodarczym nie zawsze oferują najlepsze okazje do inwestycji w akcje, ze względu na ogromną konkurencję o udział w rynku, która często zaniża rentowność spółek, a także z uwagi na napompowane wyceny papierów odzwierciedlające nadmierny optymizm inwestorów. Właśnie dlatego tak ważne są wysokiej jakości analizy i skuteczne zarządzanie ryzykiem.

Jako inwestorzy zorientowani na długofalowy wzrost wartości, wykorzystujemy bieżące poziomy wycen do zarządzania ryzykiem. Analizując rynki akcji, poszukujemy papierów dostępnych z dużymi rabatami wobec szacowanej przez nas ich wartości godziwej. Takie zniżki cenowe traktujemy jako „marginę bezpieczeństwa”. Trudno jest precyzyjnie obliczyć wartość godziwą spółki, zatem im większy jest margines bezpieczeństwa, tym większy dopuszczalny błąd możemy popełnić w naszych szacunkach.

Większy rabat cenowy wobec faktycznej wartości spółki oznacza także bardziej atrakcyjny stosunek ryzyka do zwrotu z inwestycji. Jest to szczególnie ważne w przypadku rynków wschodzących, gdzie duży wpływ na inwestycje może mieć szereg nieoczekiwanych czynników. Aby zniwelować ten z definicji wyższy profil ryzyka związanego z rynkami wschodzącymi, poszukujemy okazji do zakupów po mocno zaniżonych cenach. Podczas gdy bylibyśmy skłonni zapłacić 80 centów za każdego dolara wartości godziwej międzynarodowej korporacji z Europy Zachodniej, w przypadku spółki telekomunikacyjnej z Ameryki Łacińskiej żądalibyśmy zniżki do 50 centów za dolara. Naszym celem jest kupowanie wysokiej wartości po cenie, która zrekompensuje nam wyższe ryzyko i niepewność zwrotu z inwestycji.

Bezpośrednie inwestowanie w spółki lokalne to nie jedyny sposób na wykorzystanie potencjału tych regionów. Zyskiwanie ekspozycji na rynki wschodzące poprzez inwestycje w zagraniczne korporacje międzynarodowe może okazać się tańsze niż inwestycje bezpośrednie i może jednocześnie zapewniać wyższy margines bezpieczeństwa dla naszych inwestorów i redukować ogólne ryzyko portfela. Wiele dużych przedsiębiorstw z rynków rozwiniętych uczestniczy w błyskawicznym rozwoju rynków wschodzących na całym świecie, a nasze analizy wskazują, że akcje wielu takich spółek dostępne są po atrakcyjnych cenach i przy względnie niższym ryzyku. Wstrząsy polityczne, które dla potężnej międzynarodowej korporacji będą drobną niedogodnością, dla firmy krajowej mogą okazać się fatalne w skutkach. Z drugiej strony, w czasie potężnej hossy w regionie rynków wschodzących, papiery spółki lokalnej przyniosą generalnie wyższe zyski niż akcje międzynarodowego koncernu. Czynnikiem, który w takich okolicznościach uważamy za najważniejszy, jest cena, za jaką kupujemy akcje.

Wykorzystując możliwości inwestycyjne rynków wschodzących, stosujemy także inne metody zarządzania ryzykiem. Szczegółowe badania i analizy umożliwiają nam zarządzanie ryzykiem charakterystycznym dla poszczególnych krajów czy regionów. Obok ekspertów specjalizujących się w analizie poszczególnych sektorów, w zespole Templeton Global Equity Group są także analitycy krajowi, którzy badają stabilność i prognozy wzrostów poszczególnych krajów i regionów, wyszukując atrakcyjne okazje na rynkach lokalnych. Badamy, czy istnieje możliwość, że dany kraj utraci zdolność do spłaty swych zobowiązań, zanotuje drastyczny spadek kursu swej waluty, podniesie lub obniży stopy procentowe, obali swój rząd, znajdzie się w stanie wojny, znacjonalizuje jakiegokolwiek sektory przemysłu lub wykaże jakiegokolwiek inne czynniki, które mogłyby mieć wpływ na naszą inwestycję. Tak szczegółowe badania są bardzo ważnym elementem naszych procesów zarządzania ryzykiem i zapewniają podstawy do analizy pojedynczych spółek.

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

Inwestowanie w wybrane sektory

Sektor usług komunalnych a podatki, regulacja i stopy procentowe



John Kohli, CFA, CPA
Zarządzający portfelem /
analityk
Franklin Global Advisers

Obecnie możemy wskazać kilka czynników gospodarczych i politycznych, jakie będą miały wpływ na sektor usług komunalnych w 2010 r. Wśród nich jest stała maksymalna stawka podatku od dywidend i zysków kapitałowych, planowane podpisanie ustawy energetycznej obejmującej ograniczenie emisji zanieczyszczeń („cap-and-trade”) oraz zbliżający się wielkimi krokami okres rosnących stóp procentowych.

Podatki

Uważamy, że proponowana przez prezydenta Obamę stała maksymalna stawka podatku od dywidend i zysków kapitałowych na 2011 rok na poziomie 20% byłaby korzystna dla sektora usług komunalnych. Takie rozwiązanie wyeliminowałoby dręczącą inwestorów niepewność co do wysokości podatku związanego z papierami spółek wypłacających wysokie dywidendy, takich jak spółki z sektora usług komunalnych. Aktualnie obowiązująca stawka podatku od dywidend wprowadzona przez administrację Busha w 2003 r. wygaśnie z końcem tego roku, chyba, że wprowadzone zostanie inne rozwiązanie. Informacje zawarte w ogłoszonym kilka tygodni temu przez prezydenta budżecie są zatem, według nas, bardzo pozytywne.

Regulacja

Uważamy, że dostawcy energii elektrycznej nie potrzebują ustawy energetycznej do utrzymania dobrej kondycji i nadal mogą swobodnie rozwijać swą działalność i osiągać coraz wyższe zyski. Wprowadzenie ograniczenia emisji zanieczyszczeń mogłoby jednak wprowadzić do branży nieco więcej przejrzystości. Nawet bez regulacji na poziomie federalnym, wygląda na to, że Agencja Ochrony Środowiska (EPA) będzie chciała wykorzystać swe uprawnienia do ścigania największych emitentów zanieczyszczeń i zamykania starych i mało wydajnych kopalni węgla. Ponadto, poszczególne stany aktywnie udzielają kolejnych licencji na produkcję energii odnawialnej i dokonują pomiarów efektywności energetycznej w celu redukcji emisji gazów powodujących efekt cieplarniany.

W naszych poszukiwaniach okazji do inwestowania w sektor usług komunalnych, staramy się unikać spółek, które mogłyby negatywnie zareagować na zaostrzenie polityki dotyczącej ochrony środowiska naturalnego, na poziomie zarówno federalnym, jak i stanowym; koncentrujemy się przede wszystkim na spółkach podlegających regulacji państwowej.

Stopy procentowe

Z historycznego punktu widzenia, spółki z sektora usług komunalnych radziły sobie gorzej w okresach wzrostów stóp procentowych, a zatem podobnego scenariusza można byłoby spodziewać się także w przyszłości, kiedy nadzwyczajnie niskie stopy procentowe będą wracały na normalne poziomy. Uważamy, że gorsze wyniki tego sektora od początku marca ubiegłego roku były zapowiedzią wyższych stóp procentowych i wzrostu inflacji. Akcje spółek z branży usług komunalnych są mocno skorelowane z długoterminowymi stopami procentowymi, ale nie wykazują nadmiernej wrażliwości na zmiany w krótkim terminie. Ponadto, z uwagi na to, że rynek ten podlega regulacji, wyższe stopy procentowe mogą zostać przeniesione na klientów końcowych. Pomimo, że wzrosty stóp procentowych mają zwykle wpływ na branżę usług komunalnych, sądzimy, że sektor ten będzie w stanie odeprzeć ewentualną negatywną presję w najbliższej przyszłości.

Ogólnie rzecz biorąc, spodziewamy się nadal atrakcyjnych cen papierów spółek z tej branży. W okresie potężnego ogólnego odbicia na rynkach finansowych od marca 2009 r., sektor usług komunalnych radził sobie znacznie gorzej niż inne sektory. Nadal uważamy, że solidne czynniki fundamentalne przemawiają na korzyść tego sektora, a w szczególności spółek podlegających regulacji państwowej. W naszej ocenie, ostatnie słabsze wyniki w ujęciu względnym tylko zwiększyły atrakcyjność tych przedsiębiorstw.

Inwestowanie w nieruchomości

Ożywienie w USA i innych częściach świata



Jack Foster
Dyrektor zarządzający i szef zespołu ds. światowych rynków nieruchomości Franklin Templeton Real Estate Advisors



David Levy
Zarządzający portfelem Franklin Templeton Real Estate Advisors

Po analizie zarówno globalnych trendów makroekonomicznych w pierwszym kwartale 2010 r., jak i kondycji spółek REIT, których papiery dostępne są w obrocie publicznym, generalnie nadal sądzimy, że spółki REIT z krajów azjatyckich i Australii są bardziej atrakcyjne niż te z USA, Wielkiej Brytanii i reszty Europy. Dostrzegamy i wykorzystujemy jednak także pewien potencjał kilku sektorów w USA.

Azjatyckie rynki REIT wydają nam się obecnie najbardziej atrakcyjne z kilku powodów. Rządy Chin, Hongkongu, Singapuru, Japonii i Australii mają niższe deficyty budżetowe niż ich zachodnie odpowiedniki. Gospodarkom azjatyckim generalnie udało się uniknąć najgorszych kłopotów związanych z światowym załamaniem na rynkach kredytowych, dzięki szybkim reakcjom władz i potężnym pakietom stymulacyjnym. Co więcej, wiele krajów w Azji ma nad rynkami zachodnimi przewagę wyższych wzrostów gospodarczych. Australia była jednym z bardzo niewielu rynków rozwiniętych, które uniknęły recesji, a australijska gospodarka nadal radzi sobie znacznie lepiej niż wiele innych krajów.

Wiele spółek REIT ma ekspozycję na różne kraje azjatyckie, jednak bardzo nieliczne REIT-y oferują pełne zaangażowanie w Chinach, gdzie rynek nieruchomości jest, według nas, szczególnie mocny. Kilka inwestycji na właściwym terytorium Chin ma Hongkong Land Holdings Limited, spółka REIT specjalizująca się w nieruchomościach biurowych. Inną spółką zapewniającą ekspozycję na rynek chiński jest CapitaMalls Asia z siedzibą w Singapurze, która otwiera centra handlowe w średnich i mniejszych chińskich miastach.

Pewne oznaki poprawy kondycji wykazuje także japoński rynek REIT (J-REIT); emisja akcji spółek z tego sektora rośnie, a ponadto, po raz pierwszy od niemal dwóch lat, w pełni zrealizowano znaczącą emisję obligacji.

Ponadto, zanotowano także ożywienie w obszarze fuzji i przejęć. W pierwszej połowie 2010 r. zaplanowana jest finalizacja szeregu fuzji pomiędzy japońskimi spółkami REIT, np. Nippon Residential Investment i Advance Residential Investment czy Tokyo Growth REIT i LCP REIT.

Jeżeli chodzi o poszczególne segmenty rynków nieruchomości, zaczynamy dostrzegać poprawę sytuacji w branży hoteli, apartamentów, a nawet magazynów na rynku USA. Spółki wysokiej jakości (co nie zawsze jest równoznaczne z dużą kapitalizacją rynkową) już zaczęły osiągać wyższe wyniki na tle reszty rynku, co jest zgodne z trendem historycznym, z wyłączeniem ubiegłego roku. W miarę poprawy sytuacji gospodarczej, wzrost koniunktury powinny najszybciej odczuć hotele, ze względu na krótkoterminowy charakter najmu, w porównaniu z 5-letnimi czy 10-letnimi umowami podpisywanymi przez najemców obiektów biurowych czy punktów sprzedaży w centrach handlowych. Amerykańska spółka Host Hotels & Resorts, dysponująca portfelem 110 luksusowych i ekskluzywnych hoteli, powinna skorzystać na wzroście wydatków na podróże służbowe, które, w naszej ocenie, przekroczy oczekiwania analityków w 2010 r.

W segmencie apartamentów, w którym przeciętny okres najmu to 1 rok / 2 lata, atrakcyjna wydaje nam się amerykańska spółka Equity Residential, działająca przede wszystkim na prężnych rynkach na obydwu wybrzeżach USA i stale rozszerzająca swoje zasoby. Jeżeli chodzi o rynek magazynów, uważnie przyglądamy się amerykańskiej firmie Public Storage. Pomimo pewnej liczby umów zawieranych na dłużej, średni okres najmu w segmencie magazynów generalnie nie przekracza jednego roku.

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.