

PERSPEKTIVE

Aktywne podejście do małych spółek z rynków wschodzących

maj 09, 2018

Wielu inwestorów nie dostrzega akcji spółek o małej kapitalizacji, w szczególności na rynkach wschodzących. Członkowie zespołu Franklin Templeton Emerging Markets Equity uważają jednak, że więcej inwestorów powinno uważniej przyrzeć się spółkom o mniejszej kapitalizacji. Manraj Sekhon, Chetan Sehgal, Vikas Chiranewal i Krzysztof Musialik przyglądają się możliwościom dla inwestorów w tym obszarze oraz tłumaczą dlaczego aktywni zarządzający mogą, według nich, wnieść do procesu inwestycyjnego dodatkową wartość.

Manraj Sekhon, CFA**CIO****Franklin Templeton Emerging Markets Equity****Chetan Sehgal****Starszy dyrektor zarządzający, dyrektor ds. zarządzania portfelami inwestycyjnymi****Franklin Templeton Emerging Markets Equity****Vikas Chiranewal, CFA****Starszy wiceprezes, starszy dyrektor wykonawczy****Franklin Templeton Emerging Markets Equity****Krzysztof Musialik, CFA****Starszy wiceprezes, starszy dyrektor wykonawczy****Franklin Templeton Emerging Markets Equity**

Uważamy, że małe spółki z rynków wschodzących to atrakcyjna propozycja w obecnych warunkach inwestycyjnych, ponieważ liczne nieodpowiednio wyceniane instrumenty, dysproporcje rynkowe oraz słabo zbadane spektrum inwestycyjne to korzystne warunki do generowania współczynnika alfa^[1]. Na temat tej klasy aktywów pokutują jednak pewne błędne przekonania przysłaniające kluczowe atuty, które potencjalnie może wykorzystać aktywny zarządzający.

Rozpowszechnione błędne przekonania na temat małych spółek z rynków wschodzących



Ta klasa aktywów nie jest „niszowa”

Pomimo rozpowszechnionych stereotypów, akcje małych spółek z rynków wschodzących nie są, naszym zdaniem, niszą inwestycyjną. Ta klasa aktywów obejmuje ponad 24.870 spółek, jej łączna kapitalizacja rynkowa przekracza 10,2 bln USD, a dzienne obroty wynoszą ponad 70 mld USD^[2]. Jak widać na poniższym wykresie, zagregowana płynność akcji małych spółek z rynków wschodzących jest porównywalna z płynnością papierów przedsiębiorstw z rynków wschodzących o dużej kapitalizacji.

Spółki o małej kapitalizacji z rynków wschodzących: skala możliwości

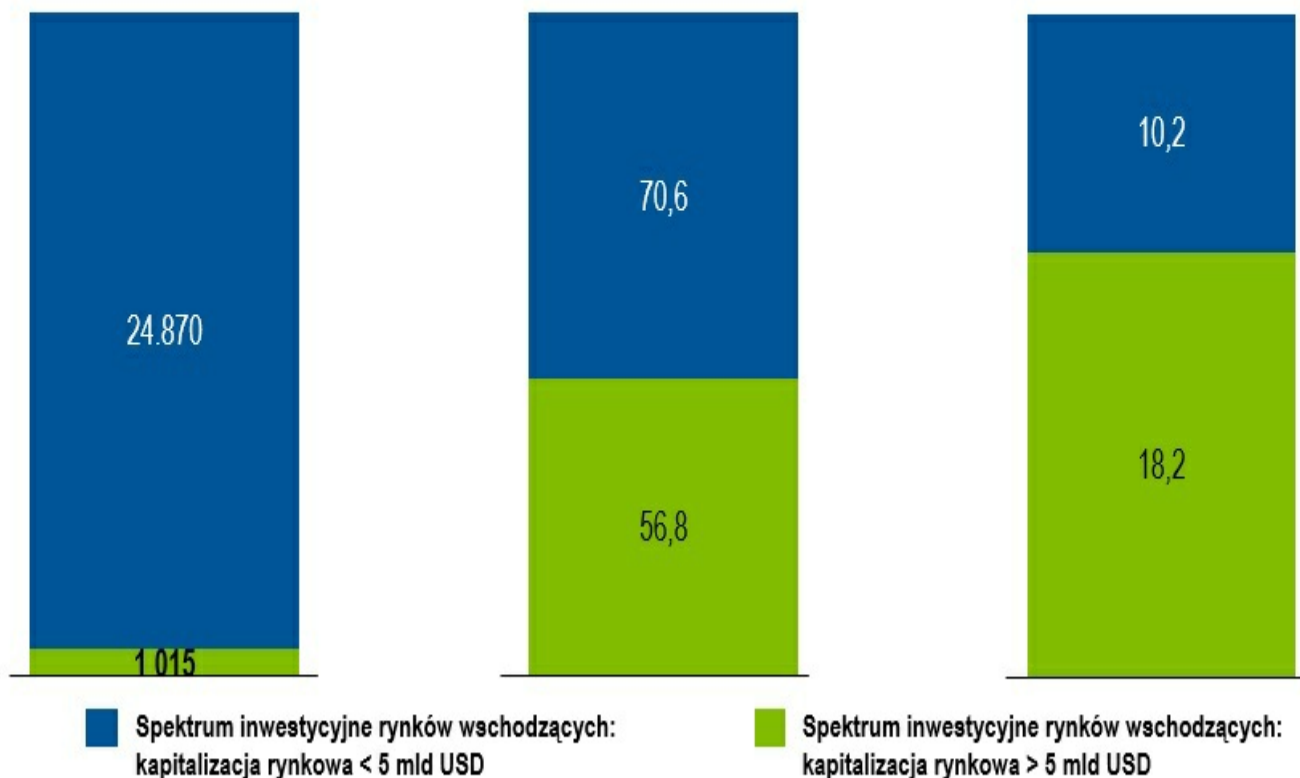
Ogromne spektrum inwestycyjne



Spółki giełdowe
marzec 2018 r.

Dzienne obroty w mld USD
marzec 2018 r.

Kapitalizacja rynkowa w bln USD
marzec 2018 r.



Źródło: Bloomberg, dane na marzec 2018 r. Spektrum inwestycyjne obejmuje wszystkie notowane na giełdzie akcje spółek z rynków wschodzących. Informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny i nie odzwierciedlają wyników jakichkolwiek funduszy Franklin Templeton. **Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.** Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Sądzymy, że sam rozmiar spektrum inwestycyjnego małych spółek z rynków wschodzących stanowi kluczowy atut dla aktywnych zarządzających, zapewniający liczne możliwości związane z odkrywaniem niedoszacowanych spółek. Nieproporcjonalnie duża część akcji małych spółek z rynków wschodzących zwykle znajduje się w portfelach krajowych inwestorów indywidualnych, którzy zazwyczaj mają krótszy horyzont inwestycyjny niż zagraniczni inwestorzy instytucjonalni, przez co częściej przeprowadzają transakcje, co z kolei przekłada się na większą płynność.

Dobrym przykładem tego zjawiska są Indie, gdzie inwestorzy mają do wyboru ogromną liczbę spółek, a większość instrumentów jest w posiadaniu inwestorów lokalnych. Co więcej, nieproporcjonalnie duży udział lokalnych inwestorów w rynku może generować mniej skorelowane wyniki, które byłyby trudne do uzyskania dla inwestorów koncentrujących się na spółkach o dużej kapitalizacji.

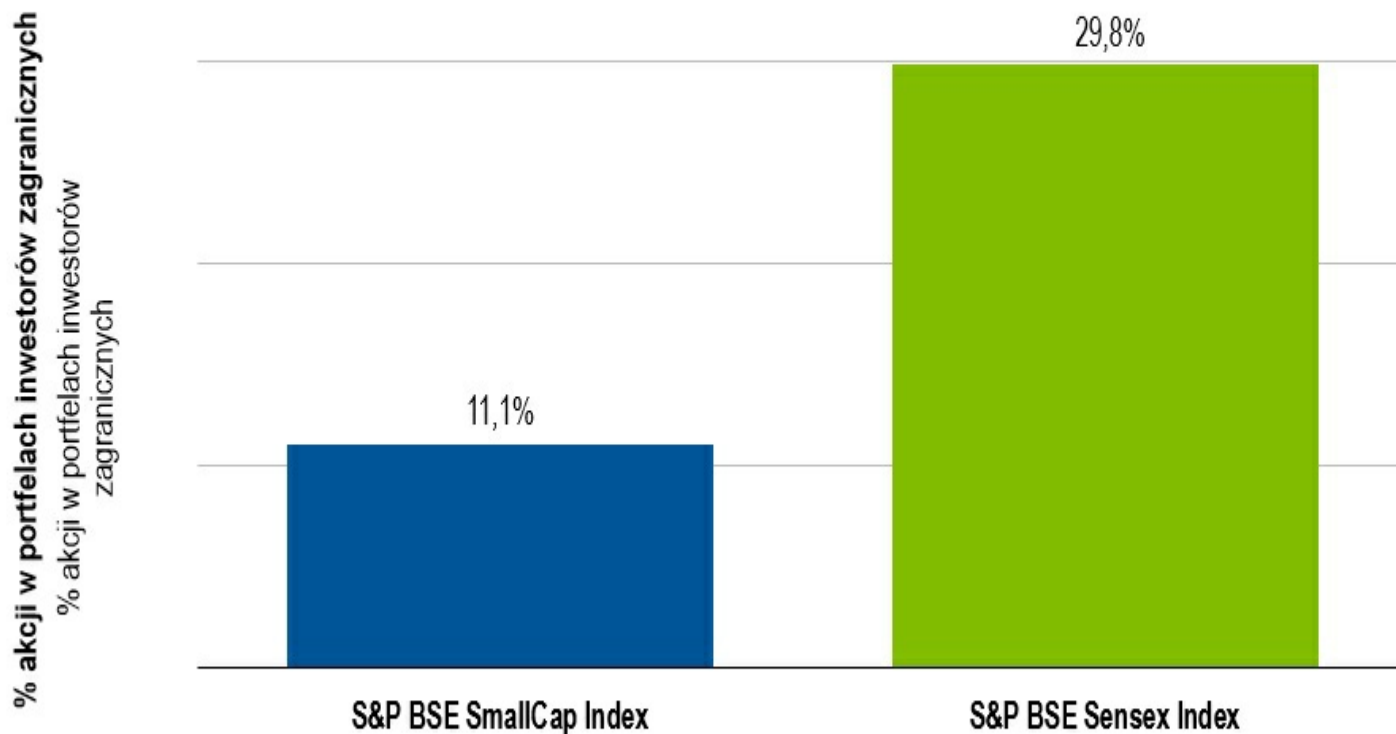
Spółki o małej kapitalizacji z rynków wschodzących:

Dysproporcje rynkowe

Niewielkie zaangażowanie inwestorów zagranicznych w akcje indyjskich spółek o małej kapitalizacji



% akcji indyjskich spółek w portfelach inwestorów zagranicznych
Grudzień 2017 r.



Źródło: AMFI, Bloomberg i Citi Research. Dane na grudzień 2017 r. Informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny i nie odzwierciedlają wyników jakichkolwiek funduszy Franklin Templeton. S&P BSE Small Cap Index reprezentuje dolne 15% całkowitej kapitalizacji rynkowej indeksu S&P BSE AllCap Index i odzwierciedla wyniki segmentu indyjskiego rynku akcji obejmującego spółki o małej kapitalizacji. S&P BSE Sensex Index odzwierciedla wyniki 30 największych, najbardziej płynnych i mających solidną kondycję finansową spółek z najważniejszych sektorów indyjskiej gospodarki, które są notowane na bombajskiej giełdzie Bombay Stock Exchange (BSE) Ltd. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. **Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.** Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Kluczową różnicą pomiędzy spółkami o małej kapitalizacji z rynków rozwiniętych i rynków wschodzących jest fakt, że te drugie są często ważnymi graczami na rynkach lokalnych; kapitalizacja rynkowa rzędu 5 mld USD w niektórych krajach, indeksach lub sektorach może plasować spółkę w czołówce — są to często uznane przedsiębiorstwa z długą historią dobrych wyników. Wiele spośród tych przedsiębiorstw to spółki rodzinne, które wyróżniają się stabilnością w porównaniu z małymi spółkami z rynków rozwiniętych.

Te inwestycje nie muszą charakteryzować się większą zmiennością

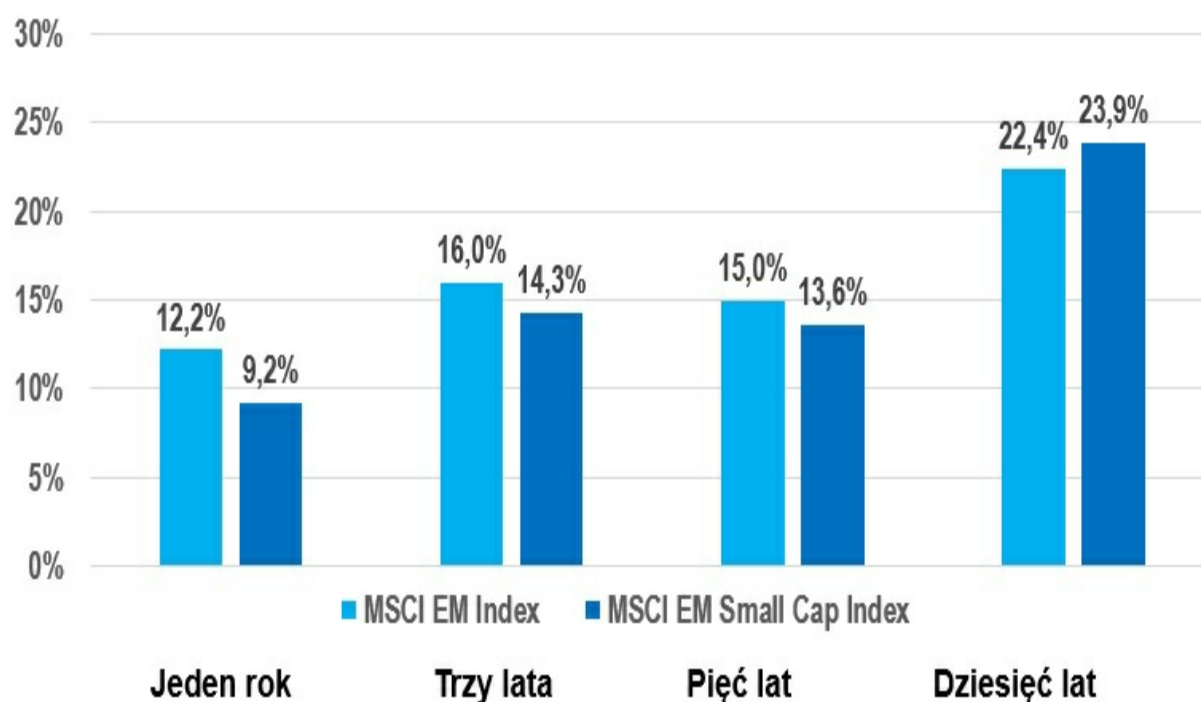
Inne błędne przekonanie na temat inwestycji w małe spółki z rynków wschodzących dotyczy zmienności cen tych aktywów, która miałaby być rzekomo większa niż zmienność kursów akcji dużych przedsiębiorstw. Podobnie jak wszelkiego rodzaju inwestycje, akcje małych spółek z rynków wschodzących związane są z realnym i przewidywanym ryzykiem. Niektóre z tych czynników ryzyka, takie jak większa zmienność na tle rynków rozwiniętych, związane są z akcjami spółek z rynków wschodzących ogółem.

Choć pojedyncze spółki często wykazują się dużą zmiennością, nasze badania pokazują, że korelacja^[3] pomiędzy różnymi małymi przedsiębiorstwami z rynków wschodzących jest generalnie niższa, po części w związku z ekspansywnością i różnorodnością spółek w tym segmencie inwestycyjnym. Przykładowo, koreański sprzedawca oferujący produkty w formie sprzedaży telewizyjnej i internetowej podlega wpływowi innych czynników niż indyjski producent cementu. Pozwala to obniżyć ryzyko na poziomie klasy aktywów, a zagregowana zmienność indeksu MSCI EM Small Cap Index była w rzeczywistości niższa niż zmienność indeksu MSCI EM Large Cap Index w okresach trzech i pięciu lat według danych na dzień 31 grudnia 2017 r., co widać na poniższym wykresie.

Zmienność kursów akcji spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących w porównaniu z akcjami spółek o dużej kapitalizacji



Dane na dzień 31 marca 2018 r.



Źródło: Morningstar. Informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny i nie odzwierciedlają wyników jakichkolwiek funduszy Franklin Templeton. Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.

Zmienność na podstawie odchylenia standardowego we wskazanych przedziałach czasowych. Indeks MSCI EM Small Cap Index odzwierciedla wyniki akcji małych przedsiębiorstw z 24 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeks MSCI EM Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 24 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. MSCI nie udziela żadnych gwarancji ani nie ponosi żadnej odpowiedzialności w związku z przedstawionymi danymi MSCI. Dalsze rozpowszechnianie lub wykorzystywanie jest zabronione. Niniejszy raport nie został zatwierdzony ani opracowany przez MSCI. Dane na marzec 2018 r. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Lekceważone i niedostatecznie zbadane

Akcje małych spółek z rynków wschodzących nie tylko nie są zauważane przez wielu zarządzających inwestycjami, ale są także słabo zbadane przez analityków po stronie sprzedażowej. Jest to związane nie tylko z ogromną liczbą spółek, ale także z względnie niewielkimi zasobami dostępnych informacji. Nie dziwi zatem fakt, że średnia liczba akcji małych spółek z rynków wschodzących rekomendowanych do analiz jest znacznie niższa niż ten sam wskaźnik dla akcji większych przedsiębiorstw z rynków wschodzących. Co więcej, na temat wielu spółek o małej kapitalizacji jest bardzo niewiele lub nie ma żadnych dostępnych wyników analiz.

Dostępność wyników analiz jest jeszcze mniejsza w przypadku dużej liczby akcji małych spółek z rynków wschodzących, które nie są ujęte w indeksie MSCI EM Small Cap Index. Taka sytuacja daje, według nas, ogromną przewagę aktywnym zarządzającym, którzy mogą prowadzić bezpośrednie analizy tych spółek; prawdopodobieństwo niedoszacowania akcji względnie nieznaną małej spółki z rynku wschodzącego, która nie jest obecna w indeksie jest znacznie większe niż szansa na niedoszacowanie dużego przedsiębiorstwa z licznymi rekomendacjami analityków.

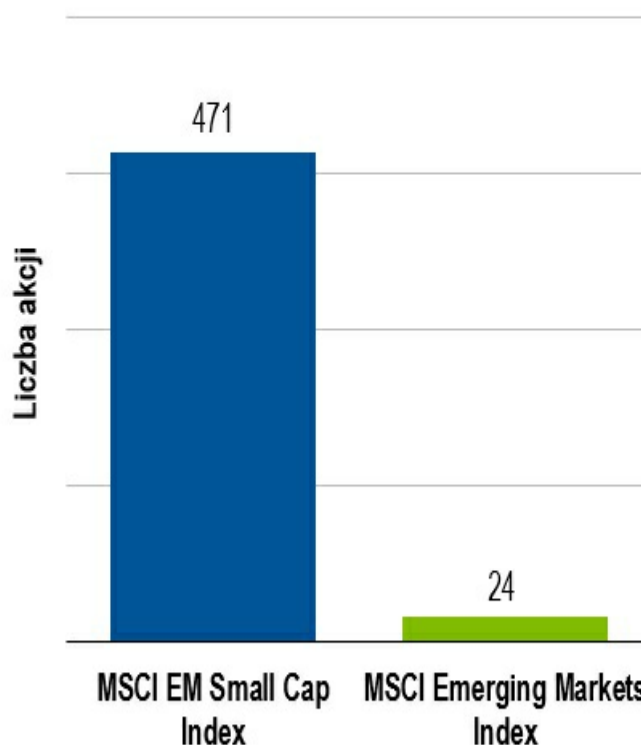
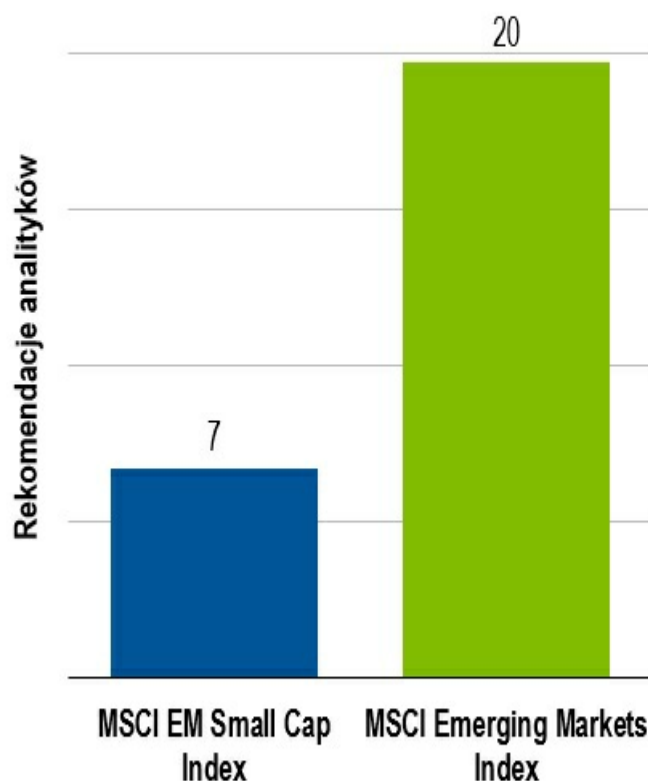
Spółki o małej kapitalizacji z rynków wschodzących: słabo zbadany obszar



Nawet spółki ujęte w indeksach są słabo zbadane przez analityków

Średnia liczba rekomendacji analityków na akcję ujętą w indeksie
Grudzień 2017 r.

Akcje ujęte w indeksie z pojedynczymi Rekomendacjami lub bez żadnych rekomendacji
Grudzień 2017 r.



Źródło: FactSet, dane na grudzień 2017 r. Informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny i nie odzwierciedlają wyników jakichkolwiek funduszy Franklin Templeton. Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.

Indeks MSCI Emerging Market (EM) Small Cap Index odzwierciedla wyniki akcji małych przedsiębiorstw z 24 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeks MSCI EM Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 24 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

Wykorzystanie dostępu do ekspozycji na rynek *lokalny* jako uzupełnienie portfeli akcji spółek z rynków wschodzących

W kontekście ogólnych długofalowych sukcesów rynków wschodzących jako światowych gospodarek oraz jako kategorii aktywów kapitałowych należy wspomnieć, że większość krajów zaliczanych do rynków wschodzących zintegrowała się z gospodarką światową jak nigdy wcześniej. W rezultacie odnoszące największe sukcesy tamtejsze spółki o największych rozmiarach zaczęły wychodzić poza swe rynki krajowe oraz eksportować i inwestować na całym świecie. Czynniki krajowe nie mają już decydującego wpływ na ceny akcji wielu spośród tych spółek. Przykłady takich przedsiębiorstw można znaleźć w branży elektronicznej, przemyśle motoryzacyjnym czy sektorach związanych z konsumpcją; są to spółki, które generują znaczącą część swoich przychodów w gospodarkach rozwiniętych, a nie na swoich rynkach krajowych.

Z kolei małe spółki z rynków wschodzących generalnie oferują dokładnie taką ekspozycję, jaka od początku przyciągała inwestorów na te rynki, czyli ekspozycję na popyt krajowy, korzystne czynniki demograficzne, lokalne inicjatywy reformatorskie oraz innowacyjne niszowe produkty.

W rezultacie sektory, na które inwestorzy kupujący akcje spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących mają ekspozycję zwykle znacząco różnią się od sektorów, na które ekspozycję zapewniają akcje większych przedsiębiorstw. Indeks MSCI Emerging Markets Index jest nieproporcjonalnie zdominowany przez ekspozycję na sektory technologii informatycznych i finansów. Globalne lub krajowe trendy makroekonomiczne mają zwykle większy wpływ na te sektory. Co więcej, wśród akcji spółek o dużej kapitalizacji większą przewagę mają papiery spółek skarbu państwa. Choć przedsiębiorstwa państwowe często są, według nas, dobrze zarządzane, interesy podstawowego właściciela nie zawsze są zgodne z interesami inwestorów posiadających pakiety mniejszościowe.

Z kolei akcje spółek o małej kapitalizacji z rynków wschodzących oferują największą ekspozycję na takie sektory, jak dobra wyższego rzędu czy ochrona zdrowia. Takie przedsiębiorstwa często w większym stopniu koncentrują się na rynkach lokalnych, a wiele z nich to dominujący gracze w mniejszych branżach. Najskuteczniejsze małe spółki z rynków wschodzących wykorzystują te lokalne atuty na potrzeby międzynarodowego rozwoju, przygotowując grunt pod stopniową transformację w średnie lub nawet duże przedsiębiorstwa.

Różnice w ekspozycji ekonomicznej mogą być znaczące nawet w obrębie jednego sektora. Przykładowo, w sektorze materiałów mamy przedsiębiorstwa wydobywcze, które z natury zwykle mają dużą kapitalizację i są bardzo podatne na wpływ czynników zewnętrznych, takich jak światowe ceny surowców.

Mniejsze spółki z sektora materiałów z rynków wschodzących to przedsiębiorstwa mające większą ekspozycję na lokalne czynniki gospodarcze i dynamikę popytu. Dywersyfikacja portfela poprzez dodanie do niego akcji małych spółek z rynków wschodzących zapewnia zatem ekspozycję uzupełniającą inwestycje w duże przedsiębiorstwa z rynków wschodzących.

Poszukiwanie wzrostu w wolno rosnącym świecie

Rynki wschodzące to potencjalnie jasny punkt na miejscami niewyraźnej gospodarczej mapie świata. Prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego ze stycznia 2018 r. przewidywały przyspieszenie wzrostu światowego produktu krajowego brutto (PKB) do 3,9% w 2018 r.[\[4\]](#) Jak to miało miejsce już wcześniej, prognozy wzrostu dla rynków wschodzących są wyższe od prognoz dla rynków światowych i utrzymują się na poziomie 4,9%.[\[5\]](#) W takich warunkach, inwestowanie w mniejsze spółki z rynków wschodzących może zapewniać ekspozycję na wiele spośród najszybciej rosnących przedsiębiorstw z najszybciej rosnących krajów na świecie.

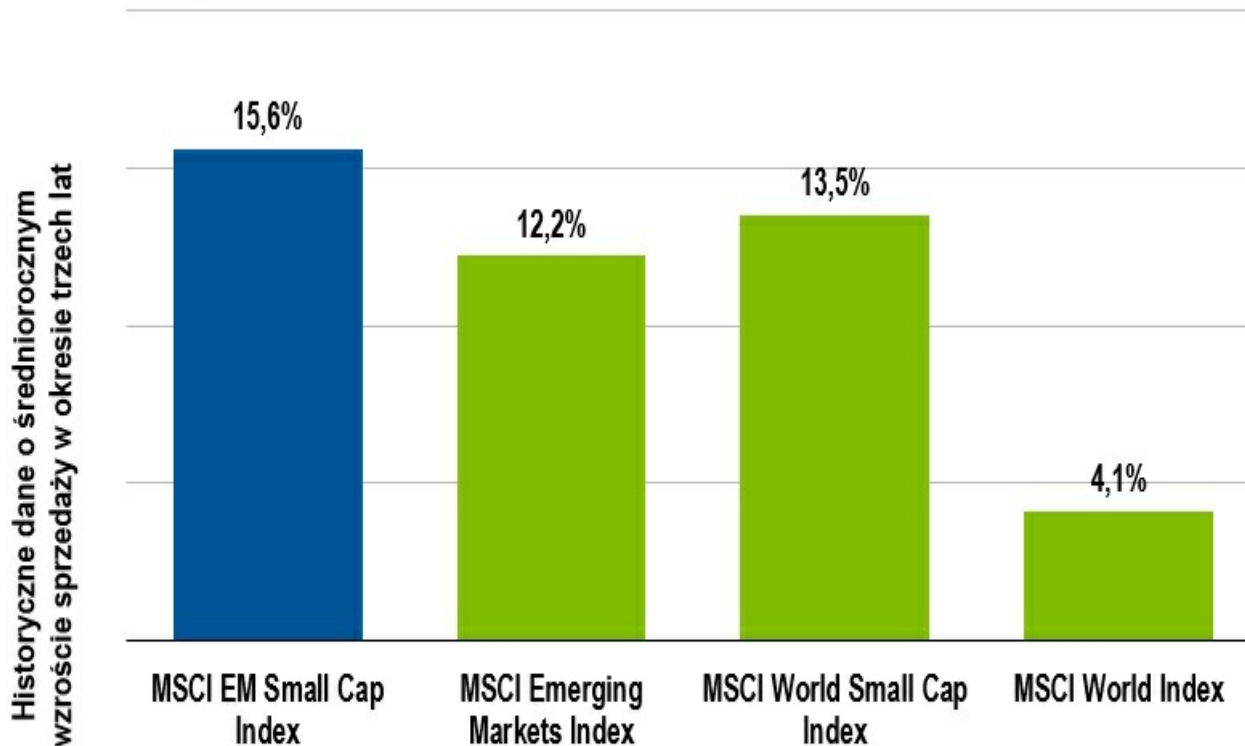
Warto także przypomnieć, że jest to typowo organiczny wzrost wielu mniejszych spółek w obszarze podstawowej działalności stymulowany przez dynamikę lokalnych rynków, a nie globalne czynniki makroekonomiczne. Poza wzrostem organicznym małe spółki z rynków wschodzących mogą także notować wzrosty cen akcji będące efektem włączenia do indeksu (które przyciągnie pasywny kapitał inwestorów oraz zwiększy zainteresowanie analityków z domów maklerskich, co z kolei pozwoli przyciągnąć także kapitał aktywny) oraz mogą stawać się celami fuzji i przejęć. Są to czynniki stymulujące wzrost, w dużej mierze niezależne od sytuacji makroekonomicznej.

Spółki o małej kapitalizacji z rynków wschodzących: wzrost

Większy wzrost sprzedaży w przypadku spółek z rynków wschodzących



Dane na grudzień 2017 r.



Źródło: MSCI, dane na grudzień 2017 r. Informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny i nie odzwierciedlają wyników jakichkolwiek funduszy Franklin Templeton. Wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych.

MSCI nie udziela żadnych gwarancji ani nie ponosi żadnej odpowiedzialności w związku z przedstawionymi danymi MSCI. Dalsze rozpowszechnianie lub wykorzystywanie jest zabronione. Niniejszy raport nie został zatwierdzony ani opracowany przez MSCI. Indeks MSCI EM Small Cap Index odzwierciedla wyniki akcji małych przedsiębiorstw z 24 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeks MSCI Emerging Markets Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 24 krajów zaliczanych do rynków wschodzących. Indeks MSCI World Small Cap Index odzwierciedla wyniki akcji małych spółek z 23 krajów zaliczanych do rynków rozwiniętych. Indeks MSCI World Index odzwierciedla wyniki akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 krajów zaliczanych do rynków rozwiniętych. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży.

Aktywne podejście

Jak wspomniano wcześniej, indeks MSCI EM Small Cap Index ma swoją wyraźnie określoną strukturę i jest przeważony w kierunku dóbr konsumpcyjnych wyższego rzędu, materiałów i przemysłu. Aktywni zarządzający nie muszą podzielać tych preferencji, jeżeli uznają, że większe pokłady wartości można znaleźć gdzie indziej lub że ekspozycja na dane instrumenty nie jest rozsądna w aktualnych warunkach inwestycyjnych.

Należy przede wszystkim zauważyć, że jest wiele małych spółek z rynków wschodzących, które pozostaną małe z różnych przyczyn, takich jak kwestie związane z ładem korporacyjnym, niska jakość zarządzania, brak wzrostu całego rynku czy inne czynniki. Zadaniem aktywnego zarządzającego jest identyfikowanie tych małych spółek z rynków wschodzących, które mogą odnieść sukces w dłuższej perspektywie, z myślą o ograniczaniu ryzyka spadków i jednoczesnym zwiększaniu zwrotów skorygowanych o ryzyko.

W zespole Franklin Templeton Emerging Markets Equity uważamy, że małe spółki z rynków wschodzących to żyzny grunt dla aktywnych zarządzających, którzy potrafią skoncentrować się na zarządzaniu ryzykiem i czynnikach stymulujących długofalowy wzrost tej klasy aktywów. Analizami małych spółek z rynków wschodzących zajmuje się nasz duży zespół ponad 80 zarządzających portfelami i analityków działających na rynkach lokalnych w 20 oddziałach na całym świecie, dzięki czemu możemy regularnie spotykać się z przedstawicielami spółek, w które inwestujemy lub planujemy zainwestować.

Stosując podejście oparte na szczegółowych analizach indywidualnych, wykorzystywaniu możliwości o solidnie uzasadnionym potencjale i długiej perspektywie inwestycyjnej, dążymy do inwestowania w spółki mające solidne zarządy, które, według nas, są zdolne do podejmowania trafnych strategicznych decyzji.

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

Komentarze, opinie i analizy zaprezentowane w niniejszym tekście są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani rekomendacji dotyczących inwestowania w jakiegokolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.

Informacja natury prawnej

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących. Ceny akcji podlegają wahaniom (często nagłym i gwałtownym) wywoływanym przez czynniki dotyczące poszczególnych spółek, branż czy sektorów lub ogólne warunki panujące na rynkach. Znaczący wpływ na sektor technologii mogą mieć takie czynniki jak wychodzenie technologii z użytku, krótki cykl żywotności produktów, spadki cen i zysków, konkurencja ze strony nowych graczy rynkowych oraz ogólne warunki ekonomiczne.

[1] Wskaźnik alfa to miara różnicy pomiędzy rzeczywistą a oczekiwaną stopą zwrotu funduszu przy poziomie ryzyka rynkowego mierzonego wskaźnikiem beta. Dodatni wskaźnik alfa oznacza, że fundusz wypracował lepszy wynik, niż można było się spodziewać na podstawie wskaźnika beta. Z kolei ujemny wskaźnik alfa oznacza, że wynik funduszu nie dorównał oczekiwaniom formułowanym na podstawie wskaźnika beta. Niektórzy inwestorzy postrzegają wskaźnik alfa jako miarę wartości dodanej lub odjętej przez zarządzającego portfelem funduszu.

[2] Źródła: Bloomberg, dane na dzień 31 marca 2018 r. Dodatkowe informacje dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie www.franklintempletondatasources.com.

[3] Korelacja to wskaźnik zgodności kierunku zmian dwóch inwestycji. Korelacja mieści się w przedziale od 1 (zupełna korelacja dodatnia, występująca, gdy dwie klasy aktywów zawsze poruszały się w przeszłości w tym samym kierunku) do -1 (zupełna korelacja ujemna, występująca, gdy dwie klasy aktywów zawsze poruszały się w przeszłości w przeciwnych kierunkach).

[4] Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, „World Economic Outlook”, styczeń 2018 r. Realizacja jakichkolwiek prognoz, założeń lub szacunków nie jest w żaden sposób gwarantowana.

[5] Ibid.