

## Inwestowanie w trudnych czasach

### Jak uniknąć strat?

**Załamanie na GPW i światowych giełdach spowodowało, że podejmowanie decyzji inwestycyjnych stało się bardzo trudne – nie ma dziś prostej recepty na to, jak osiągać zyski ponad stopę wolną od ryzyka. W takiej sytuacji najlepiej przypomnieć sobie podstawowe zasady inwestowania: zarządzanie kapitałem oraz dywersyfikację aktywów.**

Polacy przeszli w ostatnich miesiącach poważną lekcję oszczędzania. Od lata zeszłego roku warszawska giełda znajduje się w tendencji spadkowej. Od szczytu z 6 lipca ub.r. WIG stracił 32%, a WIG20 spadł o 27%. W najgorszym momencie – dołek z 21 stycznia – spadki indeksów sięgały 34% w przypadku WIG oraz 28,2% w przypadku WIG20. W największym stopniu korekta dotknęła średnie i małe spółki: od szczytu z lipca ub.r. mWIG spadł do tej pory o 43%, a sWIG o 32%. Polski rynek znalazł się pod wpływem spadających giełd światowych. Lokalne fundamenty w zasadzie nie mają znaczenia dla kształtowania trendu.

### Grożba dalszych spadków

Jednocześnie pojawia się pytanie o dalszy rozwój wypadków. Przyjmujemy, że dalszy ruch w dół jest przesądzony. W związku z tym aktualne są pytania o jego dynamikę i zasięg. Nasz bazowy scenariusz zakłada osiągnięcie przez WIG 36 tys. pkt. Nie ma wątpliwości, że tak duża przecena musi się wiązać z jednej strony z mocnymi spadkami na świecie, a z drugiej silną awersją do ryzyka, która osłabiałaby rynki wschodzące. Wydaje się, że scenariusz osiągnięcia 36 tys. pkt jest najbardziej pesymistyczny, ale w obecnych warunkach musimy go brać pod uwagę. Jeśli chodzi o dynamikę ruchu, to widzimy dwa warianty – kryzysowy, w którym inwestorzy poddadzą się emocjom i w rezultacie wydarzenia rozegrają się bardzo szybko oraz recesyjny, w którym obecne od kilku miesięcy spadki przekształcą się w dłuższą bessę. To, jak szybko rynek będzie szedł w dół, ma znaczenie dla podejmujących decyzje. Właśnie to, że w styczniu rynek spadał bardzo szybko, wielu inwestorom nie pozwoliło podjąć odpowiednich decyzji o sprzedaży akcji. Późniejsze odbicie zapewne skłoniło do bierności, co było widać choćby po niskich obrotach. Teraz te decyzje trzeba będzie podjąć, więc mamy groźbę pojawienia się odłożonej w czasie podaży, np. ze strony funduszy inwestycyjnych. To przyczyniać się będzie do zwiększania dynamiki ruchu i jego skali.

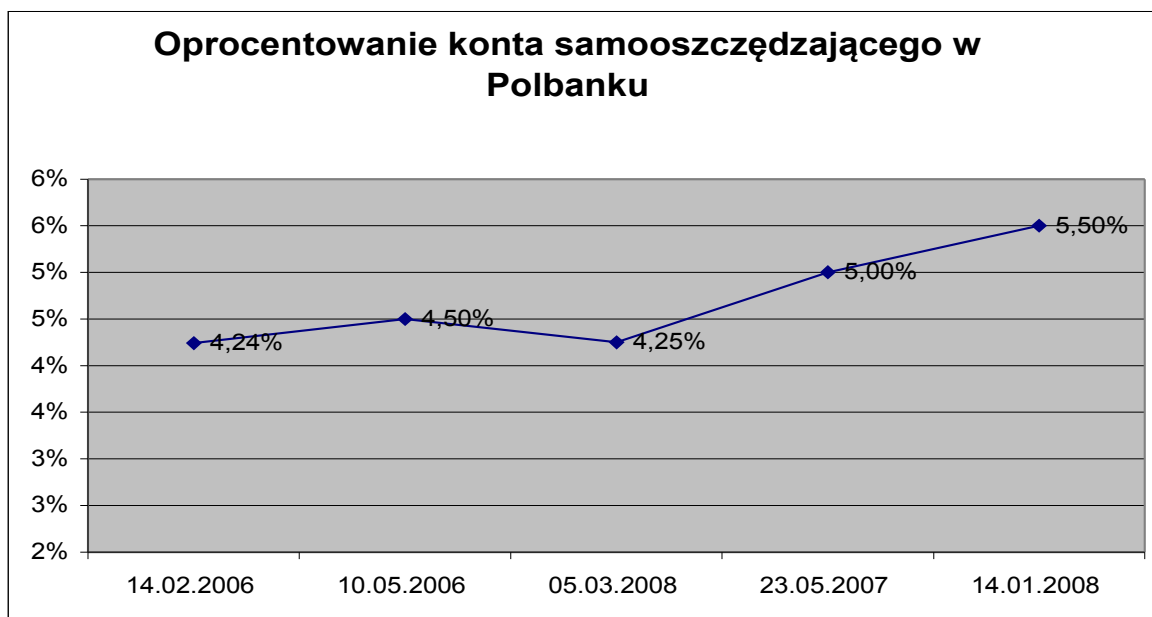
Zmiana trendu na spadkowy przełożyła się na wyniki funduszy inwestycyjnych. Większość podmiotów akcyjnych notuje dziś straty w ujęciu kwartalnym, półrocznym i rocznym. W styczniu z krajowych funduszy odpłynęła rekordowa kwota 11,2 mld zł.

### Powrót do bezpiecznego oszczędzania

Podejmowanie decyzji inwestycyjnych w takich warunkach jest bardzo trudne. Nie oznacza to jednak, że w okresie bessy nie należy oszczędzać. Pierwszym krokiem powinien być powrót do podstawowych zasad oszczędzania, przede wszystkim dywersyfikacji aktywów. W pewnym sensie nastąpiło to automatycznie. O ile w okresie hossy o dywersyfikacji łatwo się zapomina, to w czasie spadków, ta zasada na nowo zaczyna obowiązywać. Widać to

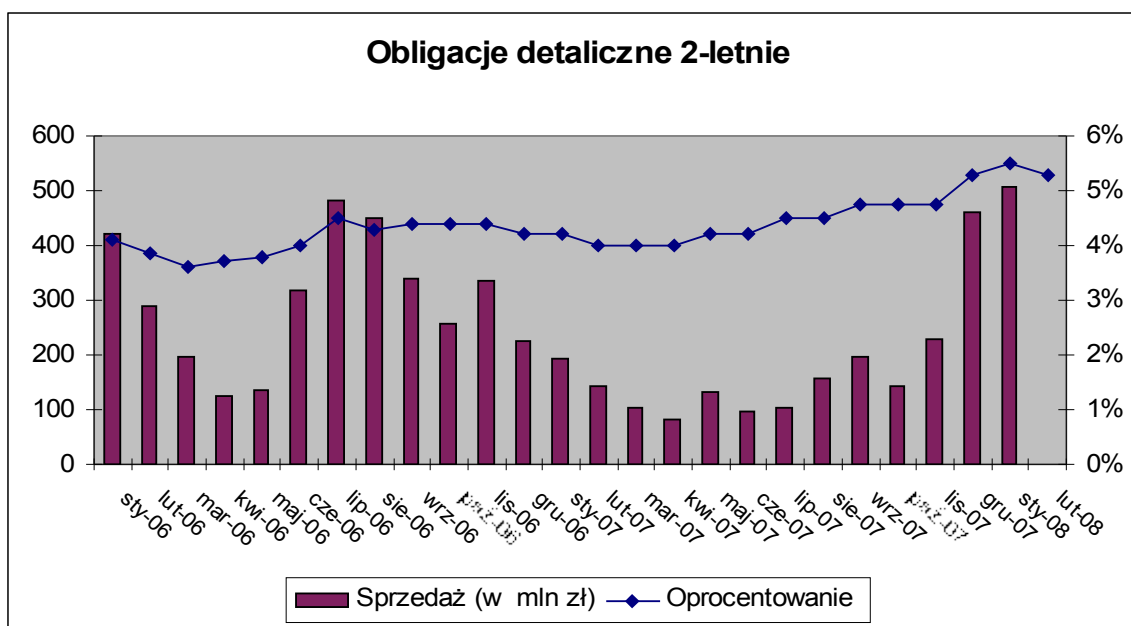
choćby po ostatnim popycie na lokaty bankowe. W styczniu Polacy zdeponowali w bankach 14,3 mld zł.

Przyczyny takiej popularności depozytów są dwie: ucieczka z agresywnych inwestycji oraz wzrost atrakcyjności bezpiecznego oszczędzania. Banki prześcigają się ostatnio w podnoszeniu oprocentowania lokat. Najlepsze konto (Eurobank) jest obecnie oprocentowane na poziomie 5,55%, najlepsza lokata roczna na poziomie 6,5% (stawka stała), a najlepszy depozyt 2-letni na poziomie 7% (w obu przypadkach Getin Bank). Taka wysokość odsetek to efekt walki konkurencyjnej między bankami, a także wzrostu stóp oficjalnych.



### Bardziej atrakcyjne obligacje

Kolejną propozycją to obligacje detaliczne. Oprocentowanie papierów 2-letnich oferowanych w marcu wynosi 5,5%. W grudniu i w styczniu sprzedaż obligacji gwałtownie podskoczyła. Nie byłoby to możliwe tylko na skutek podwyżki oprocentowania, bez załamania na giełdzie.



### **Uwaga na stopę realną**

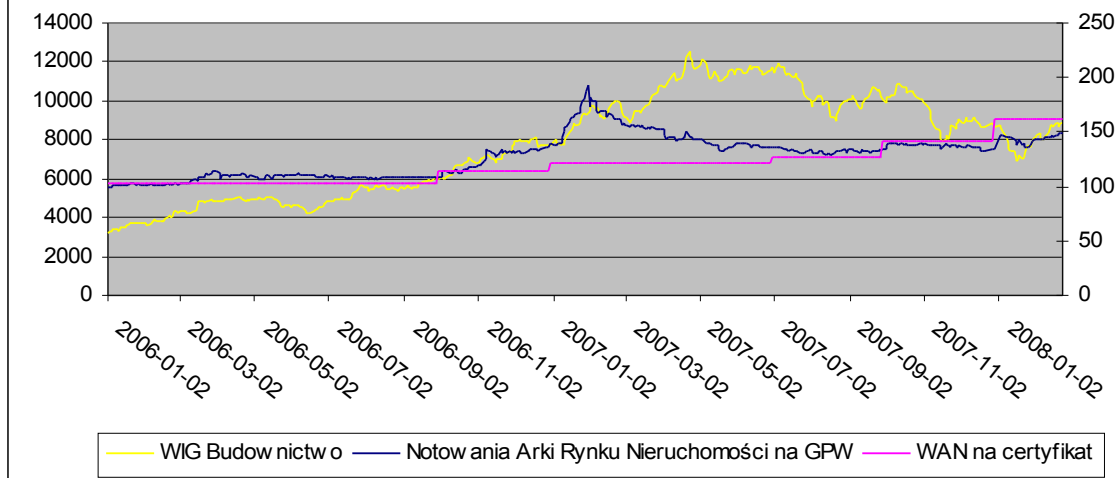
Styczeń był również miesiącem rekordowych napływów do funduszy pieniężnych. Inwestycje bezpieczne powinny być stałym składnikiem portfela inwestycyjnego, nie tylko w okresie bessy. W ich przypadku trzeba jednak zwrócić uwagę realną stopę zwrotu. Przy obecnym, wysokim poziomie inflacji (4,3% r/r w styczniu), wiele instrumentów bezpiecznych przynosi realną stratę. Przykładowo, średnia stopa zwrotu funduszy pieniężnych za ostatnie 12 miesięcy wynosi 3,8%. Jeżeli od takiego zysku zapłacimy podatek, w kieszeni zostaje niespełna 3,1% zysku, co w sumie daje stratę realną na poziomie 1,2%. W przypadku inwestycji w obligacje na dzisiejszych warunkach, po zapłaceniu podatku, otrzymujemy zysk na poziomie 4,6%, czyli minimalnie powyżej inflacji.

### **Stabilne lub spekulacyjne zyski z nieruchomości**

Inwestycją na czas dekonjunktury na rynku akcji mogą być też fundusze nieruchomości. W Polsce funkcjonują obecnie trzy fundusze zamknięte faktycznie inwestujące w nieruchomości (w odróżnieniu od podmiotów, które lokują albo w akcje spółek z branży budowlanej, albo w kontrakty na indeksy z tej branży). Są to Arka Rynku Nieruchomości, BPH Sektora Nieruchomości oraz Skarbiec Rynku Nieruchomości. W 2007 r. osiągnęły one jedne z najwyższych stóp zwrotu wśród wszystkich funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w Polsce. Arka Nieruchomości zarobiła 33,3%, co dało jej drugie miejsce wśród funduszy wycenianych w złotych. To znacznie więcej od średniej rocznej stopy zwrotu funduszy nieruchomości, szacowanej przez TFI na poziomie 10-12%. Przypomnijmy jednak, że pierwszych latach istnienia Arka, która działa od drugiej połowy 2004 r., osiągała stopę zwrotu zbliżoną do rentowności bonów skarbowych.

Certyfikaty Arki Rynku nieruchomości można obecnie kupić na giełdzie, po cenie 149 zł za papier, czyli z prawie 8-proc. dyskontem w stosunku do ostatniej wyceny dokonanej przez TFI BZ WBK AIB (161,17 zł na koniec grudnia 2007 r.). Notowanie z dyskontem nie jest jednak regułą w przypadku tych certyfikatów. Widać to było szczególnie wyraźnie między październikiem 2006 roku a lipcem 2007 roku. Notowania certyfikatów oderwały się wtedy od fundamentów. Na fali hossy w sektorze budowlanym zanotowały bardzo silny spekulacyjny wzrost, osiągając w styczniu 2007 r. rekordowy poziom 193 zł. Tylko w styczniu ub.r. cena podskoczyła o 38%.

Arka Nieruchomości na tle rynku

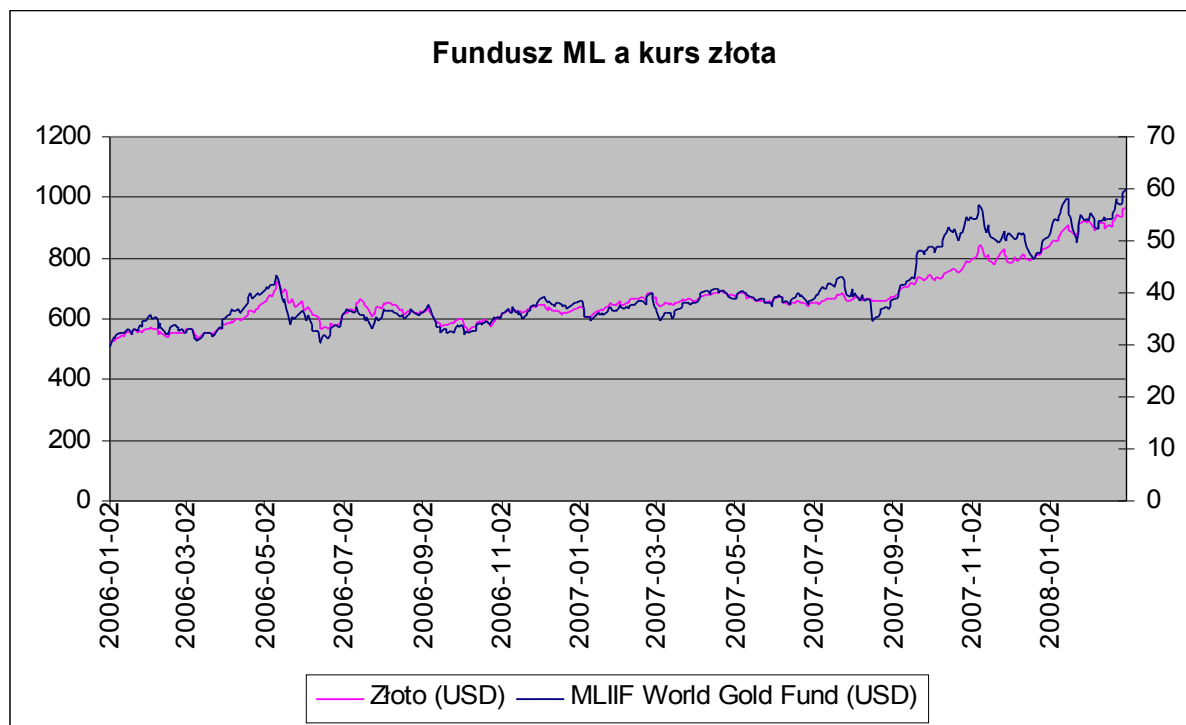


## Rekordy złota

Kolejna propozycja na „trudne czasy” to rynek surowców. Dla bardziej wtajemniczonych najprostszym rozwiązaniem jest zakup kontraktów na surowce czy metale szlachetne, osoby mniej zorientowane w tajnikach rynku terminowego mają do dyspozycji coraz więcej funduszy inwestujących w tym segmencie. W Polsce działa obecnie pięć funduszy zarządzanych przez krajowe TFI, w tym trzy otwarte (Superfund Subfundusz Gold, Idea Surowce Plus, Skarbiec Akcji Nowej Europy Rynków Surowcowych). Chociaż łączy je rynek surowców, w praktyce dysproporcje w polityce inwestycyjnej są ogromne. Superfund inwestuje głównie w kontrakty terminowe na złoto, z wysokim wykorzystaniem dźwigni finansowej. Idea lokuje w kontrakty na różne surowce i towary oraz w akcje spółek wydobywczych. Z kolei Skarbiec to fundusz typowo akcyjny, inwestuje w spółki wydobywcze i zajmujące się przetwórstwem surowców oraz w tytuły uczestnictwa funduszy lokujących w tym sektorze. Rozbieżności widać też w osiągniętych stopach zwrotu. Niestety fundusze te niedawno rozpoczęły działalność i nie mają jeszcze nawet półrocznej historii wyników. Za ostatnie trzy miesiące Superfund Subfundusz Gold zyskał 16%, a Idea Surowce Plus straciła prawie 5%. W przypadku Skarba Rynków Surowcowych zysk za ostatni miesiąc to 2% (dane do 5 marca). W naszym kraju dostępne są też fundusze zagraniczne inwestujące w surowce, np. Merrill Lynch Word Gold Fund, który w ostatnich 12 miesiącach zyskał 61% w przypadku jednostek wycenianych w dolarach.

Ceny surowców i metali szlachetnych znacząco wzrosły w ostatnim czasie. Ropa naftowa drożeje od ponad roku, z poziomu 53 USD za baryłkę w styczniu 2007 r. W ostatnim tygodniu lutego przebiła poziom 100 USD, a w miniony czwartek była już notowana powyżej 105 USD. Wzrost cen ma obecnie charakter spekulacyjny. Silny ruch w górę złota obserwujemy z kolei od lipca zeszłego roku, a zatem od czasu rozpoczęcia korekty na rynku akcji. W tym czasie cena uncji podskoczyła z 662 USD do 977 USD, a zatem o 48%. Stosunkowo najatrakcyjniej prezentuje się na tym tle indeks cen produktów spożywczych CRB Food, który od lata zeszłego roku zyskał ok. 22%. Znajduje się on jednak w tendencji wzrostowej od wiosny 2006 roku i od tego czasu zyskał już 66%.

Takie stopy zwrotu wyglądają kusząco w zestawieniu z silną przeceną akcji. Groźba głębszej korekty jest jednak bardzo prawdopodobna. Z drugiej jednak strony notowania surowców są silnie związane z kursem dolara, a ten wybił się w ostatnim tygodniu lutego w dół z konsolidacji obserwowanej od początku listopada. Osłabienie dolara sprzyja aprecjacji surowców.



### Moda na „struktury”

Kolejna grupa instrumentów na „trudne czasy” to tzw. struktury, czyli produkty umożliwiające osiąganie ponadprzeciętnych zysków przy jednoczesnej ochronie zainwestowanego kapitału. Obserwujemy obecnie prawdziwy wysyp tego typu instrumentów. Zainteresowanie nimi świadczy o tym, że Polacy, o ile bardzo ograniczyli skłonność do podejmowania ryzyka po ostatnich spadkach na giełdzie, to wciąż mają ogromny apetyt na zysk. „Struktury” są ciekawym rozwiązaniem w okresie niepewności na rynku i niejasnego kierunku giełdy. Obstawiają one bowiem różne scenariusze i oparte są na różnego typu instrumentach bazowych: akcjach, surowcach czy walutach. Wysokie zainteresowanie nimi to również bez wątpienia efekt akcji marketingowych. Poza tym, inwestowanie w tego typu produkty wiąże się w dodatkową korzyścią, jaką jest zwolnienie z „podatku Belki”, które dotyczy instrumentów opakowanych w formę polisy na życie.

Z ankiety, jaką Expander przeprowadził wśród swoich klientów wynika, że zmiana koniunktury na GPW wywołała silny wzrost zainteresowania produktami z gwarancją kapitału. We wrześniu, gdy zostało przeprowadzone badanie, 49% ankietowanych uznało, że takie instrumenty powinny być w portfelu inwestycyjnym. Na koniec pierwszego półrocza 2007 r. posiadanie „struktury” deklarowało tylko 13% ankietowanych. Przeciętna skłonność do inwestowania w struktur wrosła z 5% do prawie 18%. Można przypuszczać, że gdyby

badanie zostało przeprowadzone dziś, wzrost zainteresowania oszczędzaniem z gwarancją byłby jeszcze większy.

### **Mniejszy udział akcji w portfelu**

Silne spadki na giełdzie zniechęcają do inwestycji w akcje. Całkowita rezygnacja z tego typu inwestycji – np. funduszy akcyjnych – nie jest jednak dobrym rozwiązaniem. W długim horyzoncie akcje dają bowiem atrakcyjną stopę zwrotu, wynoszącą 10-15% rocznie. Uwzględnienie składnika „akcyjnego” jest szczególnie istotne w planowaniu wieloletnich programów systematycznego oszczędzania. W Polsce napływy do funduszy akcyjnych są silnie związane z koniunkturą na GPW. W 2007 r. pierwsza przewaga umorzeń nad wpłatami do funduszy akcji nastąpiła sierpnia i wyniosła, według Anliz Online, 490 mln zł. Do pierwszej poważnej fali umorzeń doszło w listopadzie. Wpłaty netto wyniosły ponad 2 mld zł. W styczniu z funduszy polskich akcji odpłynęła rekordowa kwota ponad 5 mld zł.

Wpłaty kumulują się w miesiącach, w których giełda notuje 2-cyfrowe spadki. Akceptacja dla jednocyfrowych spadków może świadczyć o tym, że polski rynek finansowy powoli zyskuje dojrzałość, jaka cechuje rynki rozwinięte. Przykładem mogą być Stany Zjednoczone, które notują napływ do funduszy akcji nawet w okresie bessy. Pogorszenie koniunktury oczywiście przekłada się na spadek zainteresowania funduszami akcji, pozostaje jednak pewien „trzon” stałych klientów, wpłacających regularnie środki bez względu na to, w którą stronę poruszają się aktualnie giełdowe indeksy. Akcje są bowiem stałym elementem portfeli. Takie myślenie wydaje się uzasadnione, nie oznacza jednak, iż w okresie bessy nie należy modyfikować portfeli inwestycyjnych. Rozsądny udział akcji w portfelu w obecnej sytuacji rynkowej to ok. 30%, przy założeniu przeciętnej skłonności do ryzyka. W okresie niepewności szczególnie ważne jest zarządzanie kapitałem, na które składają się: decyzje o momencie otwarcia i zamknięcia poszczególnych pozycji oraz decyzje odnośnie części aktywów, jaka zostaje przeznaczona na daną inwestycję.

O tym, jak ważny jest moment otwarcia i zamknięcia pozycji dobitnie przekonały się osoby, które na fali popularności funduszy małych i średnich spółek, zdecydowały się na dokonanie wpłaty w lipcu zeszłego roku, a wypłaty w styczniu tego roku. Taka inwestycja dała stratę rzędu 45%.

### **Zarządzanie kapitałem**

„Wyczucie” trendu jest w inwestowaniu problem największym, niemniej jednak, poprzez odpowiednie zarządzanie portfelem można ograniczyć poziom strat. Kontrola strat jest bardzo istotnym elementem, pamiętajmy, bowiem, że do pokrycia straty określonej wysokości procentowej potrzebne jest wypracowanie wyższego zysku. Strategia polegająca na „brnięciu” w straty w nadziei na ich odrobienie po zmianie trendu jest niebezpieczna. Jak tego uniknąć? Rozwiązań może być kilka.

Pierwsze polega na rozłożeniu kwoty, która planujemy zainwestować na mniejsze sumy i lokowaniu ich stopniowo. Przykładowo, mamy do dyspozycji 20 tys. zł, które inwestujemy w 10 krokach po 2 tys. zł. Na wstępie określamy poziom akceptowalnej straty, która wynosi np. 5%. Inwestujemy pierwsze 2 tys. zł i obserwujemy wynik po określonym czasie. Jeżeli mamy zysk na poziomie 3%, lokujemy kolejne 2 tys. , nie zmieniając poziomu akceptowalnej straty. Jeżeli po upływie kolejnego okresu zysk przekracza 5%, inwestując kolejną kwotę możemy zwiększyć poziom akceptowanej straty portfela z uwagi na to, że mamy już pewną „poduszkę” w postaci wypracowanego zysku. Poziom dopuszczalnej straty może w tej sytuacji wzrosnąć do 7,3%. Możemy też pozostać przy bezpieczniejszym wariantcie i nie



zwiększać poziom akceptowanej straty dla każdej kolejnej inwestowanej kwoty, w efekcie czego poziom dopuszczalnego spadku całego portfela, uległby zmniejszeniu. Oczywiście w przypadku wystąpienia spadków w wysokości odpowiadającej dopuszczalnej stracie, zamykamy pozycję.

Inne rozwiązanie to inwestycja od razu pełnej kwoty, czyli 20 tys. złotych. Podobnie jak w pierwszym wariantcie, poziom akceptowanej straty wynosi 5%. Wypracowanie zysku na poziomie 5% powoduje automatycznie zmniejszenia dopuszczalnej straty do poziomu zainwestowanego kapitału. Wzrost zysku o kolejne 5% powoduje dalsze podnoszenie poziomu dopuszczalnej straty. Jej wystąpienie oczywiście skutkuje zamknięciem pozycji.

### **Dywersyfikacja aktywów**

Drugie ważne narzędzie, o którym już wspomniano na wstępie, jest dywersyfikacja aktywów, aczkolwiek nie zawsze jest ona równoznaczna z obniżeniem ryzyka portfela. Należy ją rozpatrywać w kilku płaszczyznach. Po pierwsze portfel powinien być zbudowany z różnych klas aktywów: akcje, obligacje, lokaty, surowce, waluty. W obrębie poszczególnych klas aktywów potrzebna jest z kolei dywersyfikacja geograficzna, sektorowa oraz segmentowa. O tym, jakie korzyści z niej płyną można było się przekonać w ostatnich miesiącach. Przykładowo, średnia stopa zwrotu z akcji, liczona w dolarze, wyniosła w ostatnich trzech miesiącach – według MSCI – plus 3,4% dla Ameryki Łacińskiej, minus 10,3% dla Europy Środkowowschodniej, minus 11,5 dla strefy euro oraz minus 13% dla azjatyckich emerging markets. Korzyści z dywersyfikacji sektorowej i segmentowej można pokazać na podstawie polskich akcji. Przykładowo w ostatnich trzech miesiącach WIG Banki spadł o 25,1%, WIG Spożywczy spadł o 10,4%, a WIG Budownictwo o 7,5%. Znaczne rozbieżności w stopach zwrotu zanotowały też poszczególne segmenty rynku: mWIG40 stracił 21,7%, a WIG20 18,5%.