

Profesjonalne strategie inwestycyjne dla każdego

Czy inwestor indywidualny, mając niekompletną wiedzę na temat inwestowania oraz ograniczona ilość czasu na wnikliwą analizę, jest skazany jedynie na czystą spekulację w oparciu o subiektywne opinie? Niekoniecznie. W świecie profesjonalnego zarządzania powstało wiele prostych do zastosowania strategii, które zdobyły swą popularność, a ich skuteczność potwierdziło wiele badań naukowych. Dlaczego nie wykorzystać doświadczeń i metod profesjonalnych menedżerów przy zarządzaniu własnym portfelem? Jeśli chciałbyś, aby Twoje inwestycje oparte były na stosowanych i sprawdzonych w branży inwestycyjnej rozwiązaniach ten artykuł jest właśnie dla Ciebie.

W pierwszej części materiału koncentrujemy się na strategiach aktywnego zarządzania. Wymieniamy największe anomalie negujące efektywność rynku oraz wskazujemy w jaki sposób można wykorzystać niedoskonałości rynku dla poprawy skuteczności własnych inwestycji. Druga część artykułu ma przybliżyć inwestorowi strategie inwestycyjne oparte na analizie fundamentalnej. Nawiązujemy w niej do bardzo popularnej klasyfikacji wyboru inwestycji na podejście typu *Top-down* oraz *Bottom-Up*, a w ramach dwóch alternatywnych podejść poruszamy kwestie cykliczności spółek oraz inwestowania we wzrost bądź w wartość firmy.

Celem aktywnego zarządzania jest uzyskanie takiej stopy zwrotu po odjęciu kosztów transakcyjnych, która przekracza stopę zwrotu uzyskaną przez rynek, często mierzoną jako stopa zwrotu z indeksu giełdowego. Portfel, do którego menedżer porównuje uzyskane przez siebie wyniki jest często nazywany z angielskiego *benchmarkiem*. Przy wyborze odpowiedniego benchmarku zarządzający kieruje się tym, aby jak najlepiej odwzorowywał on cele inwestycyjne określone przez oczekiwany zwrot oraz ryzyko. Podstawą aktywnego zarządzania jest niejako ciągłe „zakładanie się” z rynkiem szukając różnych przejawów braku jego efektywności. „Zakłady” te można pogrupować w kategorie oparte na: na anomaliach rynkowych i atrybutach danych papierów oraz analizie fundamentalnej.

Strategie oparte na analizie fundamentalnej

Analiza fundamentalna obejmuje ocenę ekonomicznej sytuacji spółki ze szczególnym naciskiem na perspektywy wzrostu przychodów oraz zysków spółki, dynamikę wskaźników rentowności, zdolność obsługi zadłużenia, otoczenie konkurencyjne, prognozy dla całego sektora oraz szereg innych czynników.

Uważa się, iż aktywne zarządzanie oparte na analizie fundamentalnej skupia się głównie na zyskach spółki i oczekiwanych zmianach zysku na akcję. Rzeczywiście, badania przeprowadzone przez L. Chugh'a oraz J. Meador'a potwierdziły, że dwoma najistotniejszymi miarami używanymi przez profesjonalnych analityków są krótkoterminowe oraz długoterminowe zmiany wskaźnika EPS (zysk netto na akcję).¹

Top-down

Zarządzający, który jest zwolennikiem podejścia *top-down* po pierwsze szuka najbardziej atrakcyjnych sektorów oraz rynków, a dopiero potem wewnątrz nich szuka najbardziej obiecujących przedsiębiorstw. Ta strategia inwestycyjna zaczyna się od ogólnej oceny kondycji danej gospodarki, następnie zawęża się do konkretnych sektorów i spółek, od których oczekuje się, iż będą się spisywać lepiej niż cały rynek. Analiza fundamentów konkretnej spółki jest ostatnim etapem.

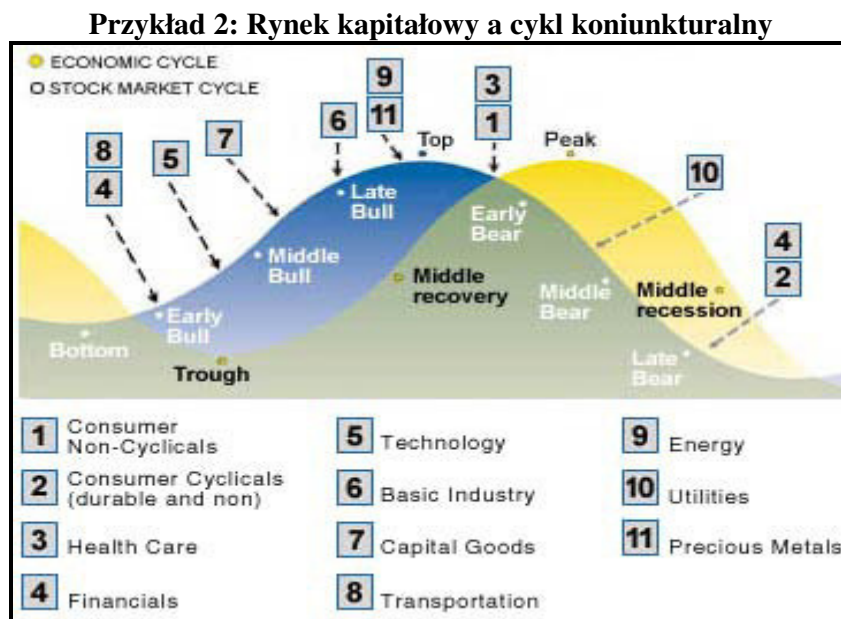
Jednymi z najbardziej powszechnych strategii zaliczanych do tej grupy są strategie *rotacji różnych aktywów* oraz *rotacji sektorowej*. Pierwsza z nich odnosi się do menedżera, który inwestuje przeliczając aktywnie część środków pieniężnych pomiędzy akcje, obligacje, kontrakty terminowe oraz bony skarbowe w zależności od oczekiwanej koniunktury na rynku oraz premii za ryzyko.² Decyzje podejmowane są w zależności od oceny

¹ L. Chugh, J. Meador, *The Stock Valuation Process: The Analysts' View*, Financial Analysts Journal (Listopad-Grudzień 1984), s. 41-48.

² Zobacz: D. D. Ezra, *Strategic Asset Allocation and Total Portfolio Returns*, in *Asset Allocation in a Changing World*, ed. T. Burns (Charlottesville, Va.: Association for Investment Management and Research, 1998).

atrakcyjności rynku akcji w porównaniu do innych klas aktywów. W ramach rynku akcji środki przerzucane są pomiędzy sektorami i różnymi stylami inwestycyjnymi. Ostatnim etapem jest wybór niedowartościowanych spółek bazując na ustalonych kryteriach. Oficjalnie takie podejście nazywane jest taktyczną alokacją aktywów (TAA).³

Inaczej jest w wypadku *strategii rotacji sektorowej*, która znajduje swoje zastosowanie tylko na rynku akcji i zawiera się w odpowiednim pozycjonowaniu portfela w celu wykorzystania następnego ruchu na rynku. W skrócie polega to na przeważaniu poszczególnych sektorów (np. banki, nowe technologie, cykliczne dobra konsumpcyjne, dobra trwałego użytku) relatywnie do benchmarku w celu antycypowania nadchodzącej fazy cyklu koniunkturalnego.



Źródło: S. E. Kuhn, *Stocks Are Still Your Best Buy*, *Fortune*, 21 marzec 1994, 140. © 1994 Time Inc.

Przykład 2 obrazuje jak menedżerowie wykorzystujący strategię rotacji sektorowej starają się wykorzystać trendy na rynku akcji podczas oczekiwanych zmian w fazach cyklu koniunkturalnego.⁴ Przed próbą zastosowania tej strategii należy w pełni zrozumieć jak czynniki makroekonomiczne wpływają na indywidualne sektory, a przez to również na ceny akcji spółek z tychże sektorów. Należy mieć również na uwadze, iż fazy cyklu koniunkturalnego są antycypowane przez cykl giełdowej koniunktury. Cechy charakterystyczne wybranych branż wynikające z giełdowej koniunktury są krótko przedstawione poniżej.

Niecykliczne dobra konsumpcyjne

Akcje spółek należące do tej kategorii (m.in. producenci żywności, kosmetyków, napojów) mają tendencję do w miarę stałego popytu ze strony inwestorów i są mniej wrażliwe na zmiany koniunktury gospodarczej. Przyciągają one inwestorów zazwyczaj kiedy cykl koniunkturalny oraz hossa na giełdzie są już na zaawansowanym poziomie lub we wczesnej fazie recesji.

(Przykładowe spółki na GPW należące do tej kategorii: *Amrest, Duda, Ekodrób, Graal, Hoop, Hygienika, Indykpol Jago, Jutrzenka, Mieszko, Nortcoast, Polmos Białystok, Polmos Lublin, Sfinks, Unimil, Wawel, Żywiec*)

³ Dobre omówienie tej strategii można znaleźć w: Ch. H. DuBois, *Tactical Asset Allocation: A Review of Current Techniques*, in *Active Asset Allocation*, ed. R. Arnott and F. Fabozzi (Chicago, Ill.: Probus Publishing, 1992).

⁴ Stovall, S. *Sector Investing*, New York: McGraw Hill. 1996.

Cykliczne dobra konsumpcyjne (trwałego i nietrwałego użytku)

Akcje z tej grupy charakteryzują się wysokim stopniem wrażliwości na poziom stóp procentowych oraz koniunkturę gospodarczą. Zarządzający stawiają na te spółki w późnych fazach recesji.

(Przykładowe spółki na GPW należące do tej kategorii: *Amica, Artman, Barlinek, CCC, Forte, Ginorossi, Groclin, Intercars, Kruk, Lena, Nowagala, Opoczno, Polcolorit, Redan, Sky Europe, Swarzędz, Toora, Vistula, Wólczanka, Zelmer*)

Farmaceutyka i ochrona zdrowia

Generalnie branże te mają cechy zbliżone do niecyklicznych dóbr konsumpcyjnych. Firmy farmaceutyczne narażone są jednak na szereg regulacji legislacyjnych dotyczących patentów, zezwoleń oraz polityki rządowej odnośnie ochrony zdrowia.

(Przykładowe spółki na GPW należące do tej kategorii: *Emcinsmed, Farmacol, PGF, Swissmed*.)

Banki i instytucje finansowe

Branża ta zachowuje się wyjątkowo dobrze w okresie spadających stóp procentowych i jest na celowniku inwestorów w późnych fazach recesji gospodarczej. Dodatkowo banki ukierunkowane na detal są zależne od wzrostu zapotrzebowania na kredyty konsumpcyjne oraz inwestycyjne co przekłada się na zainteresowanie akcjami tych instytucji w środkowych fazach cyklu.

(Przykładowe spółki na GPW należące do tej kategorii: *BACA, BOŚ, BPH, BRE, BZWBK, Getin, Handlowy, ING BSK, Kredyt bank, Millenium, PKO BP, Pekao S.A.*)

Nowe technologie

Akcje z tego sektora uważane są za jedne z najbardziej wrażliwych a ich cykliczność jest uzależniona od poziomu wydatków inwestycyjnych oraz popytu na produkty. Dlatego też, akcje spółek technologicznych cieszą się popularnością we wczesnych i środkowych fazach ekspansji gospodarki.

(Wybrane spółki na GPW należące do tej kategorii: *ABG, Betacom, Comarch, Comp, Computerland, CSS, Emax, Grupa Onet, Interia, Macrosoft, Mediatel, MNI, Netia, Prokom, Softbank, Tell, TVN*)

Niekonsumpcyjne dobra trwałe

Wydatki inwestycyjne znacząco się zwiększają podczas późnych faz wzrostu oraz rozkwitu gospodarki, kiedy przedsiębiorstwa w reakcji na zwiększający się popyt na ich produkty starają zwiększyć swoje moce produkcyjne. Duże znaczenie ma tu również globalny popyt na maszyny i urządzenia przemysłowe.

(Przykładowe spółki na GPW należące do tej kategorii: *Alchemia, Apator, Energomontaż Północ, Famur, Hydrobudowa, Impexmetal, Instal, Kęty, Koelner, Odlewnie, PBG, Polimex Siedlce, Rafako, Ropczyce, Stalprodukt, Zrew*)

Energia

Akcje spółek z branży energetycznej są wyjątkowo czułe na ogólnoswiatowe tendencje popytu i podaży na określony surowiec oraz polityczne wydarzenia w skali światowej. Są one często popularne podczas rozkwitu gospodarki i zaawansowanej hossy na rynku kapitałowym.

(Przykładowe spółki na GPW należące do tej kategorii: *Lotos, Mol, Nafta, PEP, PKN Orlen*)

Metale szlachetne

Spółki, które wydobywają i przetwarzają metale szlachetne narażone są na poziom przemysłowego oraz konsumenckiego popytu, ale najsilniejszym czynnikiem wpływającym na zmienność cen akcji jest presja inflacyjna. Akcje tychże spółek są często stosowane przez menedżerów przy strategiach *hedgingowych* przeciwko inflacji.

(Przykładowe spółki na GPW należące do tej kategorii: częściowo *KGHM*)

Badanie przeprowadzone przez P. Sassetiego i M. Taniego na temat dynamicznej alokacji środków przy użyciu strategii rotacji sektorowej dało ciekawe wyniki. Okazało się, że techniki użyte przez analityków dawały lepsze rezultaty od pasywnej strategii „kup i trzymaj”. Jednakże warto zwrócić uwagę na fakt, iż pozytywne rezultaty były osiągnięte w średnim i długim terminie, dlatego strategia powinna być stosowana przez inwestorów z długim horyzontem inwestycyjnym.⁵

Bottom-up

Ta filozofia inwestycyjna jest zupełnie inna od strategii *top-down*, gdyż skupia się wyłącznie na fundamentach oraz perspektywach konkretnej spółki bez uwzględniania sytuacji branży do której należy oraz czynników makro. Zwolennik *bottom-up* będzie zwracał szczególną uwagę na jakość zarządzania przedsiębiorstwem, historię, model biznesowy, perspektywy wzrostu i inne cechy charakterystyczne. Nie będzie on ekstrapolował ogólnych i sektorowych trendów do sytuacji danej spółki. Korzystający z tej strategii wierzą, że niektóre spółki mają charakterystyczną przewagę nad innymi porównywalnymi grupami i bez względu na ogólnoeconomiczne okoliczności ich akcje dadzą większe zyski od innych. Zadaniem menedżera jest tutaj odnalezienie takich „spółek-gwiazd” i zakup ich z istotnym dyskontem do wartości godziwej wynikającej z dokonanej przez niego wyceny. Wyceny te sporządzane są zazwyczaj w bezwzględnych wartościach (metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych – DCF) oraz pod postacią relatywnych wyników jako atrakcyjność danej spółki w porównaniu do spółek podobnych (metoda mnożników rynkowych).⁶

Dla inwestora indywidualnego strategia *bottom-up* jest zdecydowanie prostsza do zastosowania, jednak badania nad skutecznością obydwu strategii opartych na analizie fundamentalnej sugerują, że to podejście *top-down* przynosi lepsze rezultaty w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym.

Koniec części II. W części trzeciej: W co inwestować – wzrost czy wartość ?

Michał Cichosz
michal.cichosz@bzwbk.pl
Dom Maklerski BZ WBK S.A.

⁵ P. Sasseti, M. Tani, Dynamic Asset Allocation Using Systematic Sector Rotation, The Journal of Wealth Management, Spring 2006

⁶ Metoda DCF oraz metoda mnożników rynkowych jest szczegółowo opisana w: A. Damodaran, Damodaran on Valuation (New York:Wiley, 1994). Chapter 8; oraz T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3d ed. (New York: Wiley, 2001), Chapter 5.

Wszystkie wykresy przygotowano za pomocą programu Metastock. Dane do wykresów dostarcza GPW, Akcje.net i DM BZ WBK S.A. Źródłem pozostałych danych są PAP, Reuters, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. Dane prezentowane w niniejszym raporcie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM BZ WBK S.A. za wiarygodne, jednakże DM BZ WBK S.A. nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. Niniejsze opracowanie i zawarte w nim komentarze są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być inaczej interpretowane. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody DM BZ WBK S.A. jest zabronione.