

## Profesjonalne strategie inwestycyjne dla każdego

### Część 3

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 strategach 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.

### W co inwestować: wzrost czy wartość?

Jednym z najważniejszych wydarzeń w rozwoju aktywnego zarządzania portfelem papierów wartościowych było w ostatnich czasach stworzenie strategii opartych na stylach zorientowanych na *wartość* oraz *wzrost*. Rzeczywiście wielu profesjonalnych menedżerów na świecie lubi klasyfikować siebie do jednego z w/w stylów.

Aby dokonać rozróżnienia tych strategii należy sięgnąć do filtrów używanych przez zarządzającego w procesie decyzyjnym.<sup>1</sup> W szerokim ujęciu można stwierdzić, że menedżer przy wyborze konkretnej spółki będzie się skupiał na charakterystycznych cechach mnożników rynkowych, wartości godziwej w danym momencie oraz jej potencjale wzrostu.

Do kategorii *wzrost* zaliczymy spółkę, która charakteryzuje się w ostatnim okresie gwałtownym wzrostem przychodów oraz zysków. W rezultacie akcje spółki te mają na giełdzie bardzo wysokie wskaźniki P/E oraz P/BV. Inwestor zorientowany na wzrost w szczególności będzie:

- skupiał się na EPS (zysk netto na akcję), będącym komponentem (mianownik) wskaźnika P/E oraz jego ekonomicznych determinantach,
- szukał spółek, które mogą w najbliższym czasie zanotować szybki wzrost przychodów oraz zysków,

---

<sup>1</sup> Motywacje kierujące menedżerami zorientowanymi na wartość oraz wzrost można znaleźć w bardzo dobrym opracowaniu: J. A. Christopherson, C. N. Williams, *Equity Style: What It Is and Why It Matters*, in *The Handbook of Equity Style Management*, eds. T. D. Coggin, F. J. Fabozzi (New Hope, Pa.: Frank J. Fabozzi Associates, 1995).

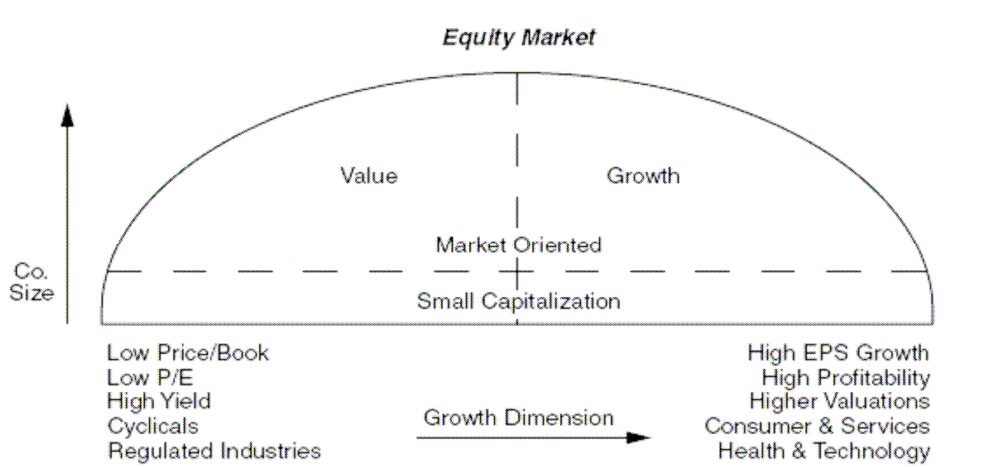
- zakładał, że P/E pozostanie w najbliższym czasie na niezmiennym poziomie, co oznacza, że cena powinna rosnąć w przypadku realizacji prognozowanego scenariusza wzrostu zysków.<sup>2</sup>

Z kolei menedżer, który będzie preferował *wartość* wybierze spółki, które są jego zdaniem niedowartościowane z innych przyczyn niż potencjał wzrostu. Spółki *wartościowe* mogą mieć niedowartościowane aktywa lub mogą funkcjonować w niedocenianym sektorze. Są to spółki posiadające mocne fundamenty finansowe, które jednak nie zostały jeszcze dostrzeżone przez rynek. W niektórych wypadkach może to oznaczać spółki, które są w trakcie restrukturyzacji, konsolidacji lub zmiany profilu działalności. Inwestor zorientowany na wartość:

- będzie skupiać się na cenie, jako komponentcie wskaźników P/E oraz P/BV; musi być przekonany o tym, że cena akcji jest niska w kategoriach w/w wskaźników oraz w porównaniu do jej wartości godziwej,
- będzie szukał spółek, których wskaźniki P/E lub P/BV są na nienaturalnie niskim poziomie i rynek wkrótce dokona korekty tej sytuacji podnosząc cenę akcji przy minimalnej lub żadnej zmianie jeśli chodzi o zyski spółki.<sup>3</sup>

Podsumowując, menedżer preferujący *wzrost* kładzie nacisk na teraźniejszą i przyszłą sytuację finansową spółki, nie przykładając dużej wagi do wyceny akcji. Preferując *wartość* z kolei, stawia na pierwszym miejscu bieżącą cenę akcji przewidując w najbliższej przyszłości jej korektę na rynku do wartości godziwej, dodatkowo tylko analizując potencjał wzrostu spółki w przyszłości. Szczegółowa analiza, wycena oraz klasyfikacja spółki do określonego stylu często są czasochłonne i skomplikowane. Dlatego większość analityków i menedżerów polega na łatwych do obliczenia wskaźnikach finansowych i rynkowych – takich jak P/E, P/BV, stopa dywidendy, dynamika EPS.

### Przykład 3: Schemat charakterystyki spółek wzrostowych i wartościowych



Źródło: F. Russell Company. Reprinted from K. C. Brown, F. Reilly, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Thomson Learning, 1999, s. 671

Przykład 3 ukazuje prosty schemat jak spółka na podstawie kilku charakterystycznych cech może być sklasyfikowana na mapie wartość-wzrost. Warto zauważyć, że akcje z definicji zaliczane do grupy wartość są relatywnie tanie z umiarkowanymi perspektywami wzrostu, podczas gdy spółki wzrostowe (np. z sektora nowych technologii) są drogie odzwierciedlając ich nieprzeciętny potencjał w przyszłych okresach.

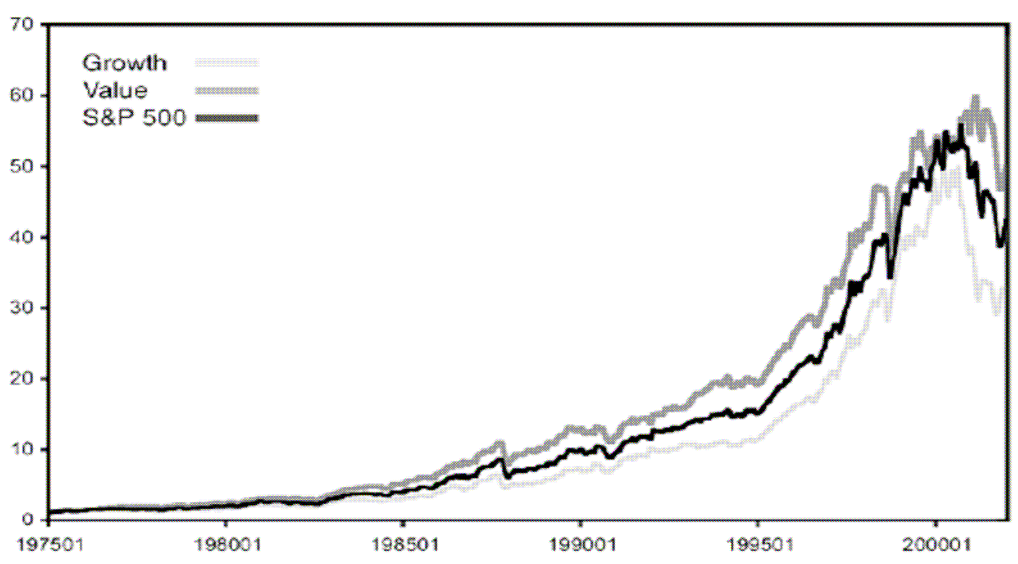
### Wzrost vs. Wartość: Relatywna skuteczność obu stylów inwestycyjnych

<sup>2</sup> K. C. Brown, F. Reilly, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Thomson Learning, 1999, s. 671

<sup>3</sup> K. C. Brown, F. Reilly, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Thomson Learning, 1999, s. 671

Jest wiele motywów, które popychają menedżerów do wyboru jednego ze stylów. Czy rzeczywiście są one na tyle skuteczne, aby przewyższyć koszt ich implementacji? Najprostszym sposobem w odpowiedzi na to pytanie jest cofnięcie się w czasie i przeanalizowanie historycznych stóp zwrotu. Jeśli chodzi o rynek w Stanach Zjednoczonych, najbardziej efektywny i dysponujący odpowiednią dużą ilością danych, akcje spółek wartościowych dały w długim okresie inwestorom zarobić więcej od spółek wzrostowych. Jak widać to na przykładzie 4, zainwestowanie w „wartość” 1\$ w styczniu 1975 dało na koniec roku 2001 51\$. Alokacja 1\$ w spółki wzrostowe przyniosłaby tylko 33\$, a inwestycja pasywna oparta na głównym indeksie S&P 500 byłaby warta na koniec roku 2001 43\$.

Przykład 4: Inwestycja 1\$ w spółki wartościowe, wzrostowe i indeks S&P 500



Źródło: D. Leinweber, R. Arnott, Ch. Luck, *The many Sides of Equity Style: Quantitative Management of Core, Value and Growth Portfolios*, chapter 11 in Coggin, Fabozzi, Arnott, Handbook.

Tendencja ta jest widoczna nie tylko na rynku amerykańskim. Dominacja stylu opartym na wartości została potwierdzona również na rynku japońskim oraz giełdach londyńskiej i niemieckiej.

### III. Podsumowanie

Opisane powyżej strategie są cennym narzędziem używanym głównie przez inwestorów instytucjonalnych. Niektóre wymagają czasu oraz odpowiedniej wiedzy do ich wdrożenia. Przeważająca większość z nich jest jednak prosta i łatwa do zastosowania również przez inwestorów indywidualnych, którzy wcale nie muszą być skazani tylko na spekulację. Mogą oni świadomie i konsekwentnie budować swoje inwestycje w oparciu o strategie, których skuteczność została potwierdzona wieloma badaniami empirycznymi na najbardziej dojrzałych rynkach. Dodatkowo daje to jeszcze większe pole manewru do ich wykorzystania z uwagi na niską efektywność młodego jeszcze polskiego rynku. Dlatego jeśli chodzi o inwestycje nie daj ponieść się emocjom. Wybierz odpowiednią strategię i inwestuj z głową!

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

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.