
Rok 2011 ma szansę być udany dla inwestujących w ryzykowne aktywa. Analitycy Expandera zwracają uwagę, że przyspieszenie dynamiki wzrostu polskiej gospodarki powinno przełożyć się na wzrost wartości małych i średnich spółek.

Przy założeniu, że kryzys fiskalny Eurolandu nie skończy się niewypłacalnością systemu bankowego, ewentualne spadki cen akcji spowodowane jego eskalacją będą dobrym momentem na kupno funduszy inwestujących w tym rejonie. Poniżej przeciętnych powinny być natomiast zyski z inwestycji w fundusze obligacji.

Kontynuowanie ilościowego luzowania polityki pieniężnej i zatwierdzone niedawno ulgi podatkowe w USA sprzyjać będą wzrostom cen ryzykownych aktywów nie tylko w tym kraju, ale i na całym świecie. 2011 w Stanach jest też trzecim rokiem cyklu prezydenckiego, w którym, według statystyk, uzyskanie dodatniej stopy zwrotu z inwestycji w akcje graniczy niemal z pewnością. Ostatnie odczyty wskaźników makroekonomicznych oraz prognozy międzynarodowych instytucji finansowych wskazują na dosyć dynamiczny wzrost globalnej koniunktury w rozpoczynającym się roku.

W skali całego roku zyskiwać więc powinny szczególnie akcje (głównie amerykańskie i notowane na rynkach wschodzących) oraz surowce. Na spokojny przebieg wykresów ich cen nie pozwolą jednak wciąż aktywne czynniki ryzyka. Do najpoważniejszych należy rozwój sytuacji na froncie europejskiego kryzysu fiskalnego. Można przyjąć, że największe problemy państwa peryferyjne strefy euro mają jeszcze przed sobą. Spadkowe notowania europejskich indeksów akcji obserwowane w ostatnich dniach minionego roku wyraźnie wskazują, że inwestorzy obawiają się rychłego nadejścia kolejnego etapu eskalacji kryzysu, którego ostateczne konsekwencje są trudne do przewidzenia.

Specyficznym zagrożeniem dla notowań polskich akcji mogą dodatkowo okazać się konsekwencje wprowadzenia reformy systemu emerytalnego w kształcie proponowanym przez rząd. Wartość przekazywanych do OFE składek spadnie o niemal 70%. Jednocześnie mała jest szansa na to, aby podniesione zostały limity na inwestycje w papiery udziałowe. To zmniejszy popyt na akcje pochodzący z tych instytucji. W obliczu wzrastającej aktywności na rynku pierwotnym może okazać się, że OFE zaczną w najbliższych miesiącach być nawet źródłem podaży papierów niektórych spółek. Pytanie, czy negatywne zjawiska będą miały miejsce do już początku roku, czy też dopiero od 1 kwietnia, czyli szacunkowej daty rozpoczęcia działalności zreformowanego systemu.

Zagrożeniem dla globalnej koniunktury gospodarczej może być bardzo prawdopodobna kontynuacja zacieśniania polityki pieniężnej w Chinach. Dla rynków wschodzących niebezpieczna jest presja na aprecjację ich walut. W USA największym wrogiem inwestorów może okazać się ciągle możliwy brak wyraźnej poprawy na rynku pracy oraz kontynuacja spadków cen nieruchomości.

Jeśli polskie akcje to raczej małych i średnich firm

Obserwowany, lepszy od oczekiwań rynkowych wzrost polskiej gospodarki ma duże szanse na kontynuację w najbliższych latach. Na przykład według prognoz Komisji Europejskiej w 2011 Polska będzie wśród państw członkowskich drugim najszybciej rozwijającym się krajem. W 2012 ma już zostać liderem wzrostu PKB. Także Bank Światowy znacznie podniósł prognozy dla polskiego PKB na 2011 rok. Wiele więc wskazuje więc na to, że świetne dane o dynamice PKB w III kwartale to tylko preludium do wejścia na ścieżkę długotrwałego wzrostu, co powinno wspierać notowania polskich akcji i inwestujących w nie funduszy. Oczywiście zagrożeniem dla realizacji tych prognoz może być ewentualny negatywny wpływ europejskiego kryzysu fiskalnego na realną gospodarkę.

Notowania akcji małych i średnich spółek nie zachwyciły w minionym roku. Przyspieszenie dynamiki wzrostu gospodarki w najbliższych latach musi jednak prędzej czy później przełożyć się na znaczącą poprawę wyników finansowych przedsiębiorstw z tej grupy, co z kolei powinno doprowadzić do większej względnej siły kursów małych spółek na GPW. Natomiast na dużych spółkach w większym stopniu odbić się może negatywny wpływ reformy

systemu emerytalnego.

Możliwa rehabilitacja funduszy hedgingowych

W tym roku do funduszy hedgingowych, reprezentowanych dotychczas w Polsce jedynie przez Superfund TFI, dołączył Skarbiec Alternatywny odzwierciedlający notowania jednego z funduszy firmy MAN. Od jakiegoś czasu wyniki tych funduszy nie zachwycają. Ta zła passa skłoniła zarządzających do modyfikacji zasad strategii inwestycyjnych, które opierają się głównie na inwestowaniu na podstawie trendów rynkowych. Daje to szansę na poprawę wyników w nadchodzących latach. Fundusze tego rodzaju są też zazwyczaj nisko skorelowane z funduszami innego typu, co poprawia stosunek oczekiwanego zysku do podejmowanego ryzyka w skali całego portfela inwestycyjnego.

Geografia inwestycyjna

Jak już wcześniej wspomniano, w tym roku dużą szansę na zysk mają inwestujący w akcje amerykańskie. Dalej warto też mieć ekspozycję na rynki wschodzące. Jeżeli wyceny oparte na wskaźnikach C/Z dla światowych indeksów skorygujemy o prognozowane dynamiki wzrostu gospodarek, to okaże się, że emerging markets wciąż przodują w tak sporządzonym rankingu atrakcyjności inwestycyjnej. Dodatkowo, na tle tego, co dzieje się obecnie z finansami krajów rozwiniętych, rynki wschodzące powoli tracą swój tradycyjny status obszarów zwiększonego ryzyka. Skutkuje to zmniejszaniem się oczekiwanej przez inwestorów premii za ryzyko, co dodatkowo wzmacnia kursy akcji w tych krajach.

Z racji relatywnie niskich wycen opartych na analizie porównawczej oraz spodziewanych wzrostów na rynku surowców większą siłą względną w grupie rynków wschodzących powinny cechować się akcje rosyjskie. Wciąż dosyć atrakcyjne wydają się też być kraje, które w ubiegłym roku były ulubieńcami inwestorów, czyli Indonezja, Tajlandia czy Turcja.

Sporą zagadką 2011 roku będzie zachowanie się kursów akcji największego z krajów zaliczanych do rynków wschodzących, czyli Chin. Z jednej strony mamy wciąż ogromny potencjał wzrostowy tej gospodarki. Z drugiej możliwość studzenia trochę zbyt już rozgrzanej koniunktury. Obserwowany ostatnio dynamiczny wzrost indeksu akcji serii B, czyli papierów, które mogą kupować cudzoziemcy i które dominują w składzie portfeli funduszy inwestujących w tym kraju, spowodował dużą dywergencję z wykresami indeksów akcji niedostępnych dla inwestorów zagranicznych. Sugeruje to możliwość wystąpienia głębszej korekty notowań papierów typu B.

Apogeum kryzysu fiskalnego strefy euro będziemy najprawdopodobniej oglądali w tym roku. Spełnienie się takiego scenariusza doprowadzi do mocnych spadków cen akcji na giełdach Eurolandu. Przy założeniu, że kryzys ten nie skończy się niewypłacalnością systemu bankowego w Europie lub upadkiem wspólnej waluty, będzie to dobry moment na kupno funduszy akcyjnych inwestujących tym rejonie. Z ewentualnym nabyciem ich jednostek nie należy się jednak zbyt spieszyc i, dla bezpieczeństwa, warto rozłożyć je w czasie.

Z perspektywy polskiego inwestora olbrzymie znaczenie dla wyników zagranicznych inwestycji mogą mieć notowania walut. Nawet dobre wytypowanie rosnącego zagranicznego rynku nie gwarantuje sukcesu, jeżeli w tym samym czasie znacznie umocni się polska waluta. Rozwiązaniem mogą okazać się fundusze zabezpieczone przed ryzykiem walutowym. Polscy inwestorzy mogą już kupować jednostki takich funduszy, jednak wciąż nie jest to duża oferta na naszym rynku. Trzeba jednak pamiętać, że polska waluta nie tylko się umacnia – w ostatnich latach mieliśmy także do czynienia ze znacznym osłabieniem złotego. A wtedy fundusze zabezpieczone przed ryzykiem walutowym nie pozwalają niestety na osiągnięcie dodatkowych zysków. Wydaje się więc, że szczególnie w dłuższym okresie lepiej pogodzić się z istnieniem ryzyka walutowego i potraktować różnorodność walutową portfela inwestycyjnego jako jeszcze jedną formę dywersyfikacji.

Surowce mogą nadal zyskiwać, złoto też

Surowce są dobrą inwestycją w okresie ożywienia globalnej koniunktury. Surowce są też dobrym zabezpieczeniem przed deprecjacją dolara, której obawiają się niektórzy inwestorzy na skutek ekspansywnej polityki gospodarczej w USA. Notowania surowców wspierane są przez niski koszt pieniądza na świecie. Cenom towarów poważnie zaszkodzić mogłaby jedynie globalna recesja, której wystąpienie jest w najbliższym czasie raczej mało prawdopodobne. Stopy zwrotu z surowców w minionym roku były lepsze niż te osiągnięte z akcji lub obligacji. Mimo tego ich potencjał wzrostowy nie wydaje się być jeszcze wyczerpany.

W 2010 roku mocno rosły też ceny złota i metali szlachetnych. Złoto wybierali zarówno inwestorzy, którzy obawiali się drugiego dna recesji, jak i ci, którzy na skutek rozdęcia bilansu Fed oraz długu i deficytu budżetu Stanów Zjednoczonych oczekują niekontrolowanego wzrostu inflacji w dłuższym okresie. Nie bez znaczenia były niskie rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, które zmniejszały alternatywny koszt utrzymywania nie przynoszącego przecież żadnego dochodu żółtego kruszcu. Ostatnie wzrosty rentowności obligacji powoli zmniejszają znaczenie tego ostatniego powodu aprecjacji cen złota. Mimo to fundusze inwestujące w złoto nadal warto mieć w swoim portfelu. Złoto, z powodu niskiej korelacji z innymi aktywami jest zawsze dobrym dywersyfikatorem w portfelu. Będzie to też rodzaj ubezpieczenia dla portfela, na wypadek gdyby wydarzenia na globalnych rynkach przybrały kierunki inne niż zakłada panujący obecnie konsensus.

Mniejszy udział dłużnych papierów wartościowych

Końcówka roku wskazuje dosyć wyraźnie na rozpoczęcie globalnego trendu wzrostu rentowności dłużnych papierów wartościowych. Wiele argumentów wskazuje na to, że ta tendencja może być kontynuowana, co oznaczać będzie niskie lub w niektórych przypadkach nawet ujemne stopy zwrotu z inwestycji w fundusze obligacji. Dobrze zdywersyfikowany, długoterminowy, dobrze dopasowany do profilu tolerancji ryzyka inwestora portfel, w większości przypadków zawierać będzie pewien odsetek funduszy obligacyjnych. Wydaje się jednak, że w 2011 ryzyko negatywnych konsekwencji wynikających z niedowrażania tego rodzaju funduszy w portfelu inwestycyjnym jest znikome.

Kontrola ryzyka

Podstawowym rozwiązaniem zmniejszającym ryzyko inwestycji nie tylko w fundusze jest dywersyfikacja. Nie warto koncentrować portfela na jednym funduszu – takie podejście zwiększa ryzyko i element szczęścia (lub jego braku) w końcowym wyniku inwestycji. Ponieważ ciągle wiele jest potencjalnych zagrożeń dla scenariusza kontynuacji wzrostu światowej gospodarki, warto też zastanowić się nad zastosowaniem aktywnych technik ograniczania ryzyka. Najprostszym sposobem jest ustalenie maksymalnego poziomu akceptowalnej straty na każdym z funduszy, którego przekroczenie skutkować będzie umorzeniem jednostek. Jeszcze lepsze rezultaty powinno dać zdefiniowanie z góry warunków, których łączne wystąpienie się skutkować będzie rozpoznaniem zmiany trendu i wyjściem z danej inwestycji w celu ochrony kapitału. Dobre wyniki daje obserwacja trendów indeksów giełdowych w połączeniu z trendami wskaźników wyprzedzających koniunktury, które opisują rozwój aktywności gospodarczej w najważniejszych krajach świata. Warto też tak ustawić parametry kontroli ryzyka, aby zbyt często nie dokonywać transakcji, ponieważ w przypadku funduszy inwestycyjnych może to być kosztowne i nieefektywne podatkowo. Niestety aktywna kontrola ryzyka w takim wydaniu wymaga już poświęcenia sporej ilości czasu na obserwacje opisanych powyżej zjawisk.

Rafał Lerski, CFA

Analitik Expandera