

Warszawa, lipiec 2010 r.

Które fundusze są najbardziej ryzykowne?

Aby poprawnie odpowiedzieć na to pytanie na wstępie należałoby się zastanowić czym jest ryzyko. W powszechnej świadomości inwestorów giełdowych ryzykiem jest możliwość utraty kapitału oraz zmienność cenowa danego instrumentu finansowego np. akcji czy obligacji. Akcje charakteryzują się wyższą zmiennością i dlatego też traktowane są jako bardziej ryzykowne. Niestety, jest to duże uproszczenie, a i często prowadzi do nieprawdziwych wniosków.

Jak większość fundamentalnie nastawionych inwestorów, na ryzyko patrzę w szerszym kontekście.

Po pierwsze, uważam, że należy odróżnić ryzyko zmienności (tj. ryzyko statystyczne, czyli odchylenie standardowe) od ryzyka biznesowego. Ryzyko statystyczne odnosi się wyłącznie do zmiany ceny bez uwzględnienia czynników fundamentalnych związanych z daną spółką. Taki sposób rozumienia ryzyka jest charakterystyczny dla inwestorów, którzy widzą akcje tylko jako papiery wartościowe notowane na giełdzie i z reguły spadek cen jest przez nich traktowany jako wzrost ryzyka inwestycyjnego. Z kolei ryzyko biznesowe odnosi się wyłącznie do zmiany wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, którym się interesujemy. Jeżeli ta wartość w czasie maleje, to dla inwestora, który podejmuje decyzje według czynników fundamentalnych, kreuje się ryzyko biznesowe utraty części zainwestowanego kapitału (bądź osiągnięcia zbyt niskiej stopy zwrotu). Taki sposób rozumienia ryzyka jest charakterystyczny dla inwestorów, którzy widzą konkretne i rzeczywiste przedsiębiorstwa, a nie tylko akcje jako papiery wartościowe notowane na giełdzie.

Te dwa różne sposoby patrzenia na ryzyko mogą prowadzić do zgoła odmiennych zachowań. To co dla jednych będzie ryzykiem (spadek cen), dla innych inwestorów może okazać się okazją inwestycyjną (niższa wycena rynkowa przy niezmienionej wycenie fundamentalnej).

W Legg Mason zawsze odnosimy zmianę ceny do zmiany wartości wewnętrznej spółki, w którą inwestujemy pieniądze naszych klientów. Przy niezmienionej wartości fundamentalnej spółki wzrost jej cen na giełdzie z reguły kreuje ryzyko, zaś spadki cen - okazje inwestycyjne.

Po drugie, ryzyko powinno odnosić się również do celu inwestycyjnego, a w zasadzie do prawdopodobieństwa jego realizacji. Jeżeli dla kogoś celem inwestycyjnym jest ochrona kapitału przed skutkami inflacji, to oczywiste jest, że powinien wybrać taki produkt, który w jak największym stopniu zapewni mu realizację celu. W takim przypadku fundusz rynku pieniężnego czy lokata bankowa wydaje się optymalnym rozwiązaniem. Ale z kolei dla kogoś, kto jest zdeterminowany aby podwoić kapitał w ciągu najbliższych kilku lat (np. 3-5 lat) ten sam fundusz rynku pieniężnego może okazać się ryzykownym pomysłem, ponieważ realizacja celu wydaje się być mało prawdopodobna. W takiej sytuacji wybór powinien paść na produkty o wysokim potencjale zysków (akcje, surowce, nieruchomości). Niestety, ceną, jaką musimy zapłacić za możliwość realizacji celu, jest akceptacja zmienności zainwestowanego kapitału w krótkim i średnim terminie. W tym miejscu warto jeszcze zwrócić uwagę na ryzyko relatywne. Ono szczególnie ujawnia się przy funduszach akcyjnych. Na polskim rynku inwestorzy znajdują fundusze, których celem jest nieznaczne pokonanie indeksów

giełdowych (strategie benchmarkowe, quasi-indeksowe), jak też fundusze, które starają się maksymalizować bądź stabilizować stopy zwrotu (strategie bezbenchmarkowe). W przypadku tych drugich ryzyko relatywne tj. osiągnięcia stopy zwrotu istotnie gorszej od np. indeksu giełdowego WIG jest bardzo duże. Ale z drugiej strony taki fundusz daje możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu, czego nie są w stanie zapewnić tradycyjne fundusze akcji. W takim przypadku znowu dochodzimy do kwestii założeń inwestycyjnych Klienta. Jeżeli celem jest osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu względem indeksu giełdowego, ryzykownym posunięciem byłoby kupno funduszu o strategii benchmarkowej (quasi-indeksowej).

Jakie są sposoby ograniczania ryzyka?

I znowu wszystko zależy od tego jak zdefiniujemy sobie ryzyko. Jeżeli patrzymy tylko na zmienność cen, to najlepszym sposobem jej ograniczenia jest dywersyfikacja zarówno na poziomie doboru różnych klas aktywów (akcje, obligacje, depozyty, surowce itp.), jak też na poziomie liczby akcji, które zakupujemy do portfela. Im więcej spółek w naszym portfelu, tym mniejsza wrażliwość na zmiany cen poszczególnych składników. W typowych funduszach akcji dywersyfikacja wynosi ok. 80-100 składników. Efekt jest taki, że wyniki takich funduszy z reguły są zbieżne z wynikami indeksu giełdowego WIG. Ale jeżeli spojrzymy na ryzyko od strony biznesowej, to najsensowniejszym sposobem jego ograniczenia jest rzetelna i wielowektorowa analiza finansowa spółek, które kupujemy do portfela. Ta ocena powinna dotyczyć nie tylko obecnego stanu fundamentów spółki i jej siły na tle konkurencji branżowej, ale przede wszystkim potencjału wzrostu wartości wewnętrznej w przyszłości i prawdopodobieństwa jego ziszczenia w różnych uwarunkowaniach makroekonomicznych. W takiej sytuacji dywersyfikacja nie jest już istotna. Ba, może nawet być przeszkodą w osiągnięciu ponadprzeciętnych rezultatów, ponieważ ogranicza zmienność. Im mniej spółek w portfelu, tym mamy więcej czasu na bardzo dokładne ich poznanie i późniejszy monitoring. To duża zaleta. Nota bene podobna koncepcja zarządzania – szalenie skuteczna i efektywna - jest znana na rynkach rozwiniętych od dziesięcioleci, a ich zagorzałymi zwolennikami byli i są m.in. Benjamin Graham, Philip Fischer czy w końcu Warren Buffet.

Chciałbym też zwrócić uwagę na istotę czasu jako czynnik, który również ogranicza ryzyko. Generalnie możemy twierdzić, że im dłużej trwa inwestycja, tym bardziej zwiększają się szanse inwestora na giełdzie. Statystyka rynku kapitałowego ewidentnie pokazuje, że wraz z wydłużaniem horyzontu inwestycyjnego maleje ryzyko poniesienia straty, a zwiększa się prawdopodobieństwo odniesienia sukcesu, czyli osiągnięcia zysków. Co więcej, wraz z upływem czasu potencjalna strata (która zawsze musi być wpisana w życie inwestora giełdowego) w zdecydowany sposób maleje, zaś potencjalny zysk staje się coraz wyższy w ujęciu bezwzględnym.

Czy istnieją jakieś zabezpieczenia dla inwestorów?

Najlepszym zabezpieczeniem inwestycyjnym jest wiedza o produkcie, który nabywamy i świadomość czynników ryzyka z nim związanych. W przypadku Klientów korzystających z funduszy inwestycyjnych, gorąco zachęcam do zapoznawania się z celem inwestycyjnym funduszy, które wybieramy i sposobem realizacji tych celów przez zarządzających. Nie jest to łatwe zadanie i wymaga ono poświęcenia trochę czasu, ale tylko w taki sposób można uniknąć w przyszłości rozczarowań. W końcu powinniśmy szanować swoje pieniądze.

Jacek Treumann

Członek Zarządu Legg Mason TFI S.A.