

Dlaczego nie inwestujemy na GPW?

2 sierpnia 2018

Gdy w 1991 roku podpisano akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, nikt nie przypuszczał, że jej rozwój będzie tak dynamiczny. Pierwsza sesja z udziałem 7 domów maklerskich obejmowała notowania zaledwie 5 spółek. Przy 112 zleceniach osiągnięto łączny obrót w wysokości 1990 zł.

Oczywiście początki giełdy nie obyły się bez kilku wpadek oraz przynajmniej dwóch baniek spekulacyjnych. Do jednej z nich doszło w 1994 roku. W trakcie szczytu pierwszej hossy na polskiej giełdzie zadebiutowały akcje Banku Śląskiego. Sprzedawano je po znacznie zaniżonej cenie. Był to efekt tzw. „dziadowskiej prywatyzacji”. Skorumpowane państwo, wyprzedawało w tamtym okresie spółki, za ułamek ich realnej wartości. W konsekwencji akcje Banku Śląskiego miały w ofercie publicznej wartość 500 tys. zł (przed denominacją złotych), natomiast po wejściu na parkiet już niemal 7 mln i to po pierwszym dniu notowań. Był to okres gdy tzw. „ulica” inwestowała w akcje wierząc, że te nigdy nie tanieją. Atrakcyjna cena Banku Śląskiego spowodowała, że po swoje udziały ustawiło się w kolejce 820 tys. inwestorów. Redukcja zapisów była ogromna. Wpływowi gracze zarobili na tej prywatyzacji krocie, inwestorom mniejszościowym pozwolono cieszyć się ograniczonym zyskiem.

Tego typu zjawiska są bardzo powszechne na nowo utworzonych giełdach. W zasadzie każda licząca się giełda przechodziła ten okres. Na szczęście mamy to już za sobą.

Dziś GPW to ponad 3000 instrumentów finansowych i obroty w wysokości ok. 70 mld zł rocznie. Warszawska giełda jest największą tego typu instytucją w Europie Środkowej. 29 września 2017 FTSE ogłosił przekwalifikowanie naszego rynku z

krajów rozwijających się (Emerging Markets) do rozwiniętych (Developed Markets). Decyzja wejdzie w życie we wrześniu 2018. GPW będzie pierwszą giełdą z regionu Europy Środkowo-Wschodniej zakwalifikowaną do tego grona.

Skoro GPW miała tak dynamiczny start, dlaczego nie jesteśmy zwolennikami inwestowania na rodzimym rynku? Powodów jest kilka.

Mała kapitalizacja

Początkowy rozwój GPW przygasł, a nasza dominująca pozycja w regionie, nie zmienia faktu, że w perspektywie globalnej nadal jesteśmy małym rynkiem. Kapitalizacja dla indeksu WIG to obecnie ok. 330 mld USD. Dla porównania indeks Wilshire 5000 skupiający wszystkie spółki notowane na giełdzie w Nowym Jorku (z wyłączeniem ADR-ów) to niemal 30 bln \$. Kapitalizacja Apple, czyli największej spółki na NYSE jest 3x większa niż całej polskiej giełdy. Jeśli prześledzimy amerykańską giełdę to znajdziemy co najmniej kilkanaście spółek większych lub zbliżonych wielkością do indeksu WIG.

W praktyce GPW jest zazwyczaj pomijane w zestawieniach wielkości giełd właśnie ze względu na wciąż jeszcze małą kapitalizację. Do grona giełd przekraczających bln dolarów nam daleko.

Co to oznacza dla przeciętnego inwestora? Sporo. Im mniejsza kapitalizacja naszego rynku tym łatwiej przejąć na nim większy udział inwestorom zagranicznym i de facto kontrolować nasze indeksy. Zaangażowanie inwestorów zagranicznych na GPW jest z roku na rok coraz większe i obecnie generują oni ponad 50% obrotów rynku głównego.

Przy okazji warto zwrócić uwagę, że inwestorzy indywidualni stanowią zaledwie 16% udziału na głównym parkiecie i zdecydowanie kierują się w stronę spółek wzrostowych na New Connect – 76%

New Connect od 2007 r. skupia tzw. młode firmy, działające głównie w sektorze nowych technologii (IT, biotechnologia, alternatywne źródła pozyskiwania energii itp.). Z założenia miał być rynkiem, na którym firmy dopiero rozpoczynające swoją działalność, mogły by poprzez emisję akcji pozyskać kapitał na dalszy rozwój. W praktyce wygląda to niestety inaczej. New Connect charakteryzuje się przede wszystkim zerową płynnością. Z tego powodu inwestorzy wykonując zlecenia po cenie rynkowej zazwyczaj sporo tracą. Charakterystyczne dla New Connect jest pompowanie notowań kilku spółek, których wyceny gwałtownie rosną, przy jednoczesnej stracie większości rynku.

NC Indeks obejmuje wszystkie spółki notowane na New Connect od momentu rozpoczęcia działalności. Rezultaty mówią same za siebie. Praktycznie od 2007 roku indeks nieprzerwanie traci.

Mała ilość instrumentów inwestycyjnych

Polska giełda praktycznie nie oferuje ETF'ów, czyli pasywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych. Mamy w sumie trzy ETF'y od Lyxora z czego tylko jeden daje ekspozycję na polski indeks WIG20. Dla porównania na NYSE mamy dostęp do ponad 2000 pasywnie zarządzanych funduszy, dających ekspozycję na niemalże każdą klasę aktywów i praktycznie wszystkie liczące się rynki. Czemu to takie ważne?

Z dwóch powodów:

1. Różnorodność ETFów pozwala nam wyszukiwać najtańsze rynki bądź sektory i tam przekierowywać swój kapitał.
2. ETF-y są tanie w utrzymaniu. Zazwyczaj roczny koszt zarządzania nie przekracza 0,60%, a fundusze na główne indeksy są tak tanie, że ich koszt można pominąć. Utrzymanie najpopularniejszego chyba ETF'u na indeks S&P 500 czyli SPY kosztuje zaledwie 0,09% rocznie.

Dla porównania w Polsce aktywnie zarządzane fundusze każą sobie płacić po 3% i więcej (w zależności od rodzaju) bez względu na osiągnięte wyniki.

To nie tylko dużo w odniesieniu do ETF-ów, ale również do analogicznych funduszy w Europie. Porównajmy teraz 3,5% do 0,09% i mamy wyłonionego zwycięzcę. Jeśli dołożymy do tego ok. 2% opłatę „na wejście” charakterystyczną dla aktywnie zarządzanych funduszy to staje się jasne, że nastawione są one głównie na drenowanie portfeli swoich klientów.

No tak, ale przecież nie musimy powierzać środków funduszom? Tu pojawia się problem. Inwestując na GPW nie mamy wielkiego wyboru. Albo inwestujemy w akcje poszczególnych spółek starając się odwzorowywać dany indeks lub sektor i ponosimy horrendalne koszty transakcyjne, albo idziemy w stronę aktywnie zarządzanych funduszy gdzie też słono zapłacimy.

Gdyby jeszcze aktywne fundusze wykazywały jakieś sensowne wyniki to można by przejść nad tym problemem do porządku dziennego, ale niestety tak nie jest. Aż 76% funduszy aktywnie zarządzanych wypada gorzej niż rynek, 16% ma wyniki zbliżone do odpowiadających im indeksów, a jedynie 8% osiąga lepsze rezultaty. Szansa, że zainwestujemy w któryś z tych 8% najefektywniejszych funduszy jest więc bardzo mała. Znacznie rozsądniej i przede wszystkim taniej jest zainwestować w ETF z ekspozycją na niedowartościowany rynek z dużym potencjałem do wzrostu, niż liczyć na „ekspertów” z funduszy aktywnie zarządzanych.

Jak groźny jest rynek z małą różnorodnością instrumentów i przewagą aktywnie zarządzanych funduszy pokazuje ostatnia afera Getbacku. Z giełdy wyparowało nagle ponad 2,5 mld złotych utopionych w obligacjach korporacyjnych. Aktywne fundusze, które mocno zainwestowały w Getback zostały zmuszone do wyprzedawania swoich aktywów po każdej cenie, tylko po to by odzyskać płynność i oddać środki klientom, którzy zaczęli masowo umarzać swoje udziały. Nie liczyły się fundamenty

posiadanych w portfelu spółek, a jedynie konieczność spłaty swoich zobowiązań. W ten sposób ucierpiało wiele firm, które w normalnych warunkach nie powinny doświadczyć spadków.

Doskonałym przykładem może być tutaj dobrze znana nam spółka zajmująca się przetwarzaniem surowców wtórnych. Jej notowania spadły o 70% pomimo, że nadal przynosi zyski i jest znakomicie zarządzana. Stało się to jedynie z tego powodu, że jej głównymi udziałowcami były fundusze inwestycyjne, które zaangażowały swój kapitał w Getback.

Reasumując, zdecydowanie opowiadamy się za większym udziałem ETF-ów, które po prostu biernie naśladują indeks niż menadżerów aktywnych funduszy. Ci nie dość, że okradają swoich klientów to jeszcze przyciśnięci do muru podejmują decyzje bardzo szkodzące notowaniom posiadanych przez nich spółek.

Kłątwa GPW

Nasza giełda jest chętnie przedstawiana w mediach jako lider rynków wschodzących. Dzieje się tak zwłaszcza w momentach hossy. Poniższa infografika publikowana była na początku 2017 roku gdy indeks WIG faktycznie był po znacznych wzrostach.

Kłątwa GPW polega na tym, że tego typu „sukcesy” są jedynie krótkoterminowe i następuje po nich większa lub mniejsza korekta.

Oczywiście doniesienia medialne, są wykorzystywane przez różnego rodzaju naganiaczy po to by nakłonić ludzi do inwestowania. W bankach pojawiają się produkty strukturyzowane opierające się na akcjach, a konsultanci zwracają uwagę na świetne zwroty jakie dał indeks WIG w ostatnim czasie. Gdy już łapanka inwestorów dobiegnie końca rynek jest na szczycie hossy i trend zaczyna się odwracać.

W praktyce jeśli przyjrzymy się dwóm ETF-om denominowanym w dolarze: jednemu z ekspozycją na rynki rozwijające się EEM

(kolor niebieski) i drugiemu na rynek polski PLND (kolor czerwony), to okaże się, że długoterminowo wypadamy gorzej. Poniższy wykres porównuje oba ETF'y od czasu powstania młodszego z nich, czyli PLND. Widzimy sporą korelację pomiędzy nimi, jednak przez większość czasu to polska giełda wypada gorzej.

Mało tego. Można powiedzieć, że pomimo tymczasowych wzrostów ostatnia ponad 9 letnia hossa właściwie ominęła nasz rynek.

Na powyższym wykresie kolorem niebieskim oznaczono indeks S&P 500, zielonym indeks globalny ACWI i czerwonym WIG20. Większość rynków na świecie zyskała od marca 2009 roku średnio ok. 200%, rynek w US ponad 300%, a w Polsce... 45%.

Zbyt duży udział Skarbu Państwa

Niestety na wyniki naszej giełdy w dużym stopniu mają wpływ decyzje polityczne. Spadek obrotów od 2013-2016 przełamaliśmy dopiero w 2017 i to głównie dzięki zaangażowaniu inwestorów zagranicznych. Pomimo trwającej na rynkach globalnych hossy nie udało nam się poprawić wyniku z 2011.

Rynek kontraktów terminowych przeżywa kompletny regres już od kilku lat.

Wielu inwestorów wini za słabe wyniki giełdy decyzje polityczne kolejno następujących po sobie ekip.

Wymienia się m.in.:

- ograniczenie roli OFE i przekazanie ich środków do ZUS, co spowodowało odpływ kapitału od kilkunastu milionów osób,
- próby zaangażowania spółek energetycznych do ratowania polskich kopalń,
- podatek od kopalin w momencie hossy na miedzi (co uderzyło w KGHM),

- podatek od instytucji finansowych, co pociągnęło w dół notowania banków,
- brak rozwiązania problemu walutowych kredytów hipotecznych,
- projekt zwiększania wpływu do budżetu od spółek z udziałem Skarbu Państwa gdy ich wartość nominalna wzrośnie,
- upolitycznienie zarządów spółek i zatrudnianie osób z zerowymi kompetencjami,
- znoszenie dywidend i wypłacanie zysków ze spółek z pominięciem inwestora mniejszościowego (znowu przykład KGHM).

Zawsze gdy rząd położy łapę na spółkach kończy się to dla nich tragicznie. Dzieje się tak, ponieważ rząd musi z czegoś realizować swoje bzdurne obietnice wyborcze i łątać dziurę w budżecie. Gwoli ścisłości nie oskarżamy tu żadnej konkretnej ekipy rządzącej, uważamy że wszystkie były do niczego, a gospodarka wolnorynkowa jest w Polsce mitem. Mamy tu socjalizm w najczystszej postaci i odbija się to również na funkcjonowaniu GPW.

Polityka GPW

Tu również nie mamy się czym popisać. W skrócie można ją określić jako nakierowaną na zwiększenie obrotów z pominięciem kwestii związanych z potrzebami inwestorów indywidualnych. Jeśli przeczytacie główne założenia strategii rozwoju GPW na 2022, którą można znaleźć [TUTAJ](#), to zauważycie, że niewiele punktów w niej zawartych odnosić się będzie bezpośrednio do inwestora indywidualnego. Co prawda widać chęć powiększenia liczby instrumentów m.in. o ETF-y , ale w praktyce nie prędko się tego doczekamy. Podobnie ma się sytuacja z krótką sprzedażą akcji.

Na domiar złego jak wynika z naszych obserwacji i bezpośrednich rozmów Tradera21 z prezesem zarządu GPW, nie mamy co liczyć na zrozumienie potrzeb przeciętnych inwestorów.

Nie może być inaczej jeżeli celem nadrzędnym jest wyłącznie zwiększenie obrotów.

Tani rynek – zwłaszcza surowce rolne

Z powyższych rozważań wynika, że polska giełda nie ma mocnych stron. To oczywiście nieprawda i by być obiektywnym trzeba również wskazać na zalety. Niewątpliwie należą do nich znakomite fundamenty wielu polskich spółek, zwłaszcza z sektora spożywczego. Współczynniki P/E (cena przez zysk) czy P/B (cena do wartości księgowej) naszych indeksów biją na głowę te w USA. Wg. starcapital.de Polska jest jednym z bardziej niedowartościowanych rynków, zarówno pod względem CAPE jak i P/E.

Jeśli spojrzymy na indeksy to również wygląda to bardzo dobrze, zwłaszcza jeśli odniesiemy się do sektora spożywczego lub związanego działalnością z Ukrainą. To właśnie ze względu na bardzo dobre współczynniki dla tych sektorów zdecydowaliśmy się mieć pewną (choć niewielką) ekspozycję na GPW.

Czy to nie wystarczy? Dlaczego rezygnować z inwestowania na GPW skoro ma tak dobre fundamenty?

Analiza fundamentalna to niestety nie tylko współczynniki. Trzeba spojrzeć na nasz rynek szerzej, z perspektywy inwestora globalnego, który jak wskazaliśmy generuje ponad 50% obrotu.

GPW z perspektywy inwestora globalnego

Skoro większość kapitału na naszej giełdzie pochodzi z zagranicy, warto zastanowić się jak nasz rynek jest postrzegany przez inwestorów globalnych.

Po pierwsze trzeba zdawać sobie sprawę, że nie jesteśmy

jedyni. Polski rynek jest jednym z wielu i to wcale nie największym. Dlatego gdy dochodzi do niepokojów na dużych giełdach w Nowym Jorku, Londynie, czy Szanghaju zawsze kapitał będzie uciekał z GPW i innych małych giełd w pierwszej kolejności. Formalnie jesteśmy zaklasyfikowani jako rynek rozwinięty, ale w mentalności inwestorów nadal jesteśmy rynkiem wschodzącym, który nie jest stabilny.

Ponieważ na świecie póki co walutą rezerwową i rozliczeniową jest dolar to również większość globalnego obrotu akcjami jest dokonywana w dolarze. Inwestor z USA patrzy jaki jest kurs dolara do złotówki nim podejmie decyzję o wejściu na nasz rynek. Próbuje zyskać podwójnie, na poprawie notowań na polskiej giełdzie i na umocnieniu się złotówki względem dolara. W przypadku ETF'ów na polski rynek PLND lub EPOL, które są denominowane w dolarze sprawa jest oczywista. Jeśli złotówka będzie się umacniać to ich notowania będą rosły. Odwrotna sytuacja dotyczy osłabiania się złotego i automatycznych spadków na wspomnianych ETF-ach.

Z tego wynika, że nie mamy co liczyć na spektakularne wyniki na giełdzie dopóki dolar umacnia się względem złotówki. Idealna z perspektywy inwestora zagranicznego byłaby sytuacja, w której złotówka znajduje się w dołku i ma już mały potencjał do spadków, a następnie zaczyna się umacniać. Tak było np. w 2001 lub 2017 roku, gdy kurs dolara do złotówki był wyjątkowo wysoki.

Innymi słowy gdy drożeje dolar to tanieją rynki rozwijające się i odwrotnie. Dotyczy to również Polski, pomimo, że od niedawna cieszymy się przyjęciem do grona rynków rozwiniętych. Odwróconą korelację pomiędzy indeksem dolara i ETF-em PLND przedstawia poniższy wykres.

Podsumowanie

Zanim zaczniemy inwestować na konkretnej giełdzie warto przyjrzeć się jej analizując wszystkie za i przeciw. My

uważamy, że GPW ma więcej wad niż zalet i nie wygląda na to by miało się to prędko zmienić. Oczywiście winni są tutaj ci, którzy traktują giełdę jak własny folwark. Nie licząc się z prawami gospodarki wolnorynkowej pozostaniemy „rynkiem rozwiniętym” jedynie na papierze.

Co w takich warunkach ma zrobić polski inwestor?

Z pewnością można zapomnieć o oszczędzaniu chyba, że chcemy by nasze oszczędności w krótkim czasie zjadła inflacja.

Pozostaje inwestowanie, ale nie tutaj, nie w Polsce. Na szczęście otworzyły się granice, również dla naszego kapitału. Mamy możliwość dywersyfikowania naszego portfela poprzez inwestowanie na wielu rynkach i nie koniecznie musimy ograniczać się wyłącznie do GPW.

Czy wrócimy kiedyś na polską giełdę?

Obecnie polska giełda jest tania na tle światowych konkurentów, ale nie bardzo tania. Ponadto jesteśmy w momencie gdzie mogą pojawić się spadki w USA, które pociągną za sobą wszystkie rynki. Gdy polska giełda i waluta staną się ekstremalnie tanie, wtedy będzie to dla nas sygnał do powrotu na GPW. Zrobimy to jednak dopiero wtedy gdy sentyment inwestorów do rynków akcji będzie skrajnie negatywny.

Autorstwo: Zespół „Independent Trader”

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net