

Jak inwestują wielcy tego świata?

25 lutego 2015

Wielu inwestorów, których majątek liczony jest w miliardach dywersyfikuje portfel pomiędzy kilka klas aktywów. Zazwyczaj inwestycje dzielone są pomiędzy nieruchomości, akcje, obligacje, gotówkę oraz metale szlachetne.

Dużym uznaniem i co najważniejsze, ponadprzeciętnymi zwrotami cieszył się tzw. model PPT (Permanent Portfolio Theory) autorstwa Harrego Browna. Zakładał on równy rozkład aktywów pomiędzy akcje, obligacje długoterminowe, złoto fizyczne oraz gotówkę. Portfel był modyfikowany raz do roku. Jeżeli w danym roku wzrosła znacznie cena złota, Harry sprzedawał jego część przenosząc kapitał do tańszych aktywów. Dzięki temu na początku każdego roku udział każdej grupy aktywów wynosił dokładnie 25%.

Efektem zmian w portfelu była częściowa eliminacja aktywów drogich przy jednoczesnym zwiększeniu aktywów tanich lub po prostu gotówki. Takie podejście jest zgodne z logiką i zdrowym rozsądkiem, a jednocześnie sprzeczne z tym, co robi tzw. ulica rzucając się na akcje, gdy ich ceny biją kolejne rekordy.

Mimo iż podejście Harrego Browna sprawdzało się przez lata, to jednak nie przystaje do obecnych czasów, w których ceny akcji poruszają się nie tyle w oparciu o fundamenty gospodarcze, lecz w zależności od oczekiwań dotyczących dodruku przez banki centralne.

W przypadku obligacji także mamy czysty paradoks, w którym dziesięcioletnie obligacje zbankrutowanej Hiszpanii czy Francji oferują odpowiednio 1,5% oraz 0,6% odsetek rocznie. Jest to szczególnie dziwne, gdy weźmiemy pod uwagę, jak niepewne są losy wspólnej waluty.

Osobiście uważam model Harrego Browna za niedostosowany do obecnych realiów, aczkolwiek model permanentnego portfela po modyfikacjach sławnego inwestora – Marka Fabera nabiera już dużo większego sensu.

Mark stara się utrzymywać zbliżone proporcje pomiędzy udziałem akcji, obligacji (rządowych i korporacyjnych), nieruchomości oraz metali szlachetnych. Udział każdego sektora stanowi około 25%, jednak ruchy nie zawsze dokonywane są pomiędzy poszczególnymi grupami aktywów. Poniżej prezentuję Wam opis każdego aktywa z perspektyw polskiego inwestora:

NIERUCHOMOŚCI – 25% PORTFELA

Zdecydowanej większości osób inwestowanie w nieruchomości kojarzy się z kupnem mieszkania lub lokalu pod wynajem. Wiąże się to oczywiście z zainwestowaniem znacznej części kapitału, co przy alokacji 25% aktywów w nieruchomości oznacza konieczność posługiwania się portfelem o wartości kilku milionów. Co więcej, inwestowanie w nieruchomości w Polsce w sytuacji historycznie niskich stóp procentowych, fatalnej demografii oraz problemów ekonomicznych wydaje się być kiepskim rozwiązaniem.

W momencie, gdy wyzbędzimy się standardowych ograniczeń, w miarę łatwo możemy uzyskać ekspozycję na sektor nieruchomości, np. w krajach Azji południowo-wschodniej. Mowa tu o krajach o fantastycznej demografii, wysokim poziomie edukacji, niskim długu oraz co najważniejsze, wzroście gospodarczym, o jakim w Polsce możemy wyłącznie pomarzyć.

Ekspozycje na sektor nieruchomości w kilku krajach możemy w miarę łatwo uzyskać poprzez fundusze inwestujące w nieruchomości pod wynajem. Fundusze tego typu posiadają zazwyczaj udziały w dużych centrach handlowych czy obiektach biurowych. Przy obecnych wycenach poziom dywidendy kształtuje się na poziomie 5,5 – 6,8%. Poziom dochodów naturalnie jest znacznie wyższy, ale pamiętajmy, że aby utrzymać wypłaty dla

inwestorów na stałym poziomie fundusze tego typu muszą nieustannie przeprowadzać modernizacje lub inwestować w nowe obiekty.

Obecny poziom dywidendy absolutnie nie jest powalający, ale nie możemy zapominać, że w efekcie zerowych stóp procentowych oraz bezprecedensowego dodruku walut na całym świecie spora część kapitału została ulokowana w nieruchomościach podnosząc ich ceny, a tym samym obniżając rentowność z najmu.

AKCJE – 25% PORTFELA

Rynek akcji praktycznie na wszystkich rynkach rozwiniętych został już nasycony i jest po prostu drogi. Obecna hossa zaczęła się w marcu 2009 roku. Trwa już prawie 6 lat. Jest to najdłuższy okres wzrostu cen akcji od 8 dekad! Dla porównania okres, po którym ceny akcji zaczynały spadać rzadko kiedy przekraczał 4 lata.

Od roku 2008 żyjemy jednak w innych realiach ekonomicznych. Ceny akcji nie są już odzwierciedleniem stanu gospodarki, lecz podążają za tempem dodruku waluty. Dobrym przykładem jest rynek akcji w USA. Od dna bessy sprzed prawie 6 lat ceny akcji wzrosły trzykrotnie, mimo iż realne bezrobocie liczone metodami z lat 1980. wynosi 23% (shadowstats.com), prawie 50 mln osób korzysta z kuponów na żywność, a tempo cyrkulacji pieniądza jest najniższe w historii. Tak właśnie wygląda oderwanie cen akcji od fundamentów ekonomicznych.

Generalnie ceny akcji na większości rynków są obecnie drogie.

Co zatem może zrobić inwestor chcący utrzymać 25% zaangażowanie na rynku akcji i jednocześnie zminimalizować ryzyko spadków? Dobrym rozwiązaniem jest przeniesienie kapitału w miejsca, w których wyceny akcji są na niższych poziomach. Co bardzo ważne, wyszukując miejsce dla naszego kapitału musimy zwracać uwagę na korelację danego rynku akcji z rynkiem w Stanach Zjednoczonych. Jeżeli bowiem doszłoby do załamania rynku akcji w USA, co jest bardzo prawdopodobne, to

bessa szybko przełoży się na inne rynki.

Mamy zatem dwa wyjścia:

1. Ucieczka do akcji defensywnych.

W całym sektorze akcji mamy szeroki podział na akcje modne, które w szczytowych momentach hossy biją rekord za rekordem oraz mamy akcje nudne, którymi nie interesuje się szerszy akcjonariat. Akcje nudne mają to do siebie, że z reguły są tańsze pod względem P/E czy P/BV. Zazwyczaj wypłacają także stałą, choć niewielką dywidendę. Co bardzo ważne, tego typu akcje omija tzw. ulica, która zazwyczaj bardzo gwałtownie reaguje na wszelkie zmiany cen. Dzięki temu, akcje „nudnych” przedsiębiorstw są zdecydowanie mniej narażone na poważne spadki podczas bessy. Przykładem akcji defensywnych są przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, operatorzy rurociągów, czy np. producenci żywności.

2. Ucieczka na tańsze rynki.

Pomimo iż większość rynków na świecie jest obecnie droga, to ciągle możemy znaleźć giełdy szeroko omijane przez inwestorów, w efekcie czego wiele wartościowych przedsiębiorstw można kupić po bardzo okazyjnych cenach. Dobrym przykładem jest obecnie znienawidzony rynek rosyjski zdominowany przez surowce. Po 3 latach spadków indeks RSX jest na poziomach nieznacznie powyżej dna bessy z 2008 roku. Jednocześnie średni poziom P/E (cena / zysk) wynosi 4,7.

Relatywnie tani jest rynek w Indiach, ale po wzrostach cen akcji w ostatnim roku o prawie 50 % należałoby oczekiwać małego odreagowania. W miarę atrakcyjny jest także rynek w Hong Kongu.

Rynek polskich akcji na tle innych rynków nie jest specjalnie drogi, ale największym zagrożeniem jest ogromna korelacja z bardzo drogim rynkiem akcji w USA.

OBLIGACJE – 25% PORTFELA

Rynek obligacji lub inaczej rynek długu został poprawnie nazwany bańką wszech czasów. W 2008 roku, aby ratować nadmiernie zadłużony zachód największe banki centralne świata rozpoczęły bezprecedensowy program zwiększania podaży pieniądza, by zapewnić sztuczny popyt na dług rządowy.

W sytuacji nadmiernego zadłużenia lekarstwem okazał się dodruk i dalsze zwiększanie długu. Nie jest żadną tajemnicą, że dług przekraczający 90% w relacji do PKB jeszcze nigdy w historii nie był uczciwie spłacony.

Nadmiernie zadłużone rządy mają możliwość bezpośredniego bankructwa, jak w przypadku Meksyku, Rosji, Argentyny, Grecji, a także Polski. Innym wyjściem z sytuacji jest drastyczne zwiększanie podaży pieniądza i spłacenie wierzycieli nic nie wartą walutą.

Obecna sytuacja na rynku długu rządowego jest przykładem skrajnej ingerencji banków centralnych w świat finansowy. Rentowność 10-letnich obligacji zbankrutowanej Hiszpanii sięgnęła 1,5% rocznie. Kto przy zdrowych zmysłach pożycza środki krajom z fatalną historią fiskalną zadowalając się 1,5% odsetek rocznie, w sytuacji, gdy waluta, w której denominowane są obligacje jest poważnie zagrożona rozpadem?

Wysoki popyt na obligacje będące praktycznie gwarantem straty można uzasadniać ślepą wiarą inwestorów, iż w sytuacji problemów dłużnika z pomocą przyjdzie EBC i wykupi długi euro bankrutów. Wiara ta jest bardzo przeceniana, a możliwości EBC bardzo ograniczone. Niemcy, którzy doskonale znają „dobrodziejstwa” wynikające z dodruku i mają za sobą dwa okresy hiperinflacji skutecznie będą blokować zbyt gwałtowne niszczenie waluty.

Co zatem w sytuacji zerowych stóp procentowych i ekstremalnie wysokich cen obligacji (niskiej rentowności) może począć inwestor?

Długoterminowe obligacje rządowe w zasadzie nie płacą odsetek.

Co gorsza, są bardzo narażone na krach zainicjowany przez rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. Inwestycja w dług dla 1-3% odsetek, moim zdaniem, jest absolutnie nie warta ryzyka.

W mojej ocenie rozwiązania są takie:

1. Zakup krótkoterminowych obligacji korporacyjnych płaćących pomiędzy 7-11% rocznie. Obligacje tego typu są teoretycznie bardziej ryzykowane od obligacji rządowych.

W praktyce jednak odpowiedni ich dobór (zabezpieczanie obligacji na nieruchomości emitenta) oraz koncentracja na obligacjach o krótkim terminie wykupu może być niezłym rozwiązaniem.

2. Alternatywą są obligacje krajów o niskim długu, doskonałej sytuacji banku centralnego, których waluty mają spore szanse na umocnienie się względem USD, czy PLN. Mowa tu np. o obligacjach Singapuru, Hong Kongu, Norwegii, czy Nowej Zelandii.

3. Waluty – w sytuacji, w której rentowność rządowych obligacji krótkoterminowych jest bliska zeru lub jak w przypadku Szwajcarii jest negatywna sensownym rozwiązaniem jest zakup niektórych walut. Mam na myśli franka szwajcarskiego, waluty krajów wspomnianych w poprzednim punkcie oraz spekulacyjnie dolara kanadyjskiego czy australijskiego, licząc na wyższe ceny surowców w nadchodzących 2-3 latach.

W przypadku obligacji czy walut musimy zdawać sobie sprawę z faktu, iż obecnie nie są one już żadnym motorem napędowym naszego portfela inwestycyjnego. W mojej ocenie, powinniśmy środki tu trzymane traktować wyłącznie jako kapitał pozwalający nam na zajęcie pozycji w atrakcyjnych aktywach, gdy tylko natrafimy na odpowiednią okazję.

ZŁOTO – 25% PORTFELA

Złoto przez lata stanowiło antidotum na wariactwa rządów oraz próby psucia waluty. Cena złota doskonale obrazuje destrukcję papierowych walut i właśnie dlatego kartel finansowy robi co może, aby przeciwdziałać wzrostom cen złota.

Rola złota w portfelu jest szczególna. Złoto pełni rolę ochrony. W sytuacji, w której dochodzi do panicznych wyprzedaży akcji, czy załamania się rynku długu, to właśnie złoto odnotowuje największe wzrosty.

Osobiście jednak uważam, że po dwóch latach poważnych spadków (2012 – 2013) oraz roku stabilizacji (2014) dużo większą wartość inwestycyjną przedstawia srebro. Metal ten w ciągu ostatnich 3 lat został dosłownie zmasakrowany i obecne ceny znajdują się znacznie poniżej całkowitych kosztów produkcji. O niedoszacowaniu srebra względem złota świadczy także bardzo wysoki współczynnik gold/silver ration sięgający 70.

Inwestorzy, którzy postrzegają jednak metale szlachetne jako kolejne aktywo inwestycyjne mogą zainteresować się także akcjami kompanii wydobywczych, które po 3 latach spadków (wraz z cenami metali szlachetnych) przedstawiają bardzo atrakcyjny punkt wejścia.

Gdy w 2014 roku ceny złota rosły o 10-15%, indeks małych spółek wydobywczych wzrósł w tym samym czasie o 45%. Nie możemy jednak zapominać, że zależność ta działa w obie strony.

CZEGO MI BRAKUJE W PORTFELU PPT?

Model PPT zapoczątkowany przez Harrego Browna i z ogromnym sukcesem przemodelowany przez Marka Fabera omawiamy powyżej.

Bardzo cenię Marka i uważam go za jednego z mądrzejszych inwestorów, jednak jego strategia całkowicie pomija rynek surowców.

Ceny wielu surowców rolnych, mineralnych czy energetycznych są obecnie na historycznych minimach i zaangażowanie choćby 10% w

niektóre aktywa, moim zdaniem, ma jak największy sens. Co prawda, mamy obecnie globalne spowolnienie gospodarcze i nic nie zapowiada odwrócenia się trendu, ale nie zapominajmy o fakcie, że na przestrzeni ostatnich 5 lat globalna podaż walut emitowanych przez 6 największych banków centralnych więcej niż się podwoiła. Ostatecznie kapitał, podobnie jak w 2008 roku, może szukać ujścia w surowcach.

Ze wszystkich surowców, moim ulubionym aktywem, jest obecnie tani gaz naturalny oraz ropa naftowa, która na fali zakulisowej wojny Zachodu z Rosją została sprowadzona do poziomów, na których nie ma szans utrzymać się dłużej, niż przez 6-9 miesięcy.

PODSUMOWANIE

Model PPT Harrego Browna miał wiele zalet. Jego konstrukcja była na tyle prosta, iż w zasadzie każdy inwestor był w stanie dokonywać corocznych korekt pozwalających na ponadprzeciętne zwroty. Jednocześnie wymuszał redukcję aktywów drogich przenosząc kapitał do aktywów tańszych, co ma jak największy sens, lecz jest sprzeczne z naszą naturą.

Harry żył jednak w czasach, gdy obligacje rządowe generowały realne stopy zwrotu (odsetki od obligacji wyższe od realnej inflacji), a ryzyko niewypłacalności rządu praktycznie nie istniało. Co więcej, ceny akcji były odwrotnie skorelowane z cenami obligacji, w efekcie czego portfel w każdym roku miał solidny motor napędowy.

Obecna sytuacja jest niestety zupełnie inna. Rynki akcji zależne są od skali dodruku środków płatniczych. System długu jest sztucznie podtrzymywany bezpośrednimi zakupami banków centralnych. To, co kiedyś było praktykami stosowanymi wyłącznie przez kraje trzeciego świata, dziś stało się globalnym standardem.

W takim otoczeniu wprowadzenie nieruchomości do portfela, co uczynił Mark Faber jest bardzo rozsądnym posunięciem. Pozwala

bowiem zmniejszyć zaangażowanie w dług oraz gotówkę niszczone systematycznym dodrukiem. Mało kto bowiem zdaje sobie sprawę, że realna inflacja pożerająca nasze oszczędności jest dużo większa niż CPI, czyli oficjalny miernik zmian cen.

Dla przykładu, oficjalna inflacja w USA (CPI) wynosi obecnie poniżej 1%. Gdyby jednak zastosować w liczeniu metodologię używaną w latach 90-tych, inflacja wyniosłaby 4,2%. Zaś bazując na najbardziej wiarygodnej metodologii stosowanej przez dekady, a zmodyfikowanej w latach 80-tych dzisiejsza inflacja w USA wyniosłaby 8%. Siła nabywcza pieniądza jest niszczone dużo szybciej, niż nam się wydaje, a w tym przypadku stare przysłowie mówiące „Kłamstwa, większe kłamstwa i statystyka” jest jak najbardziej zasadne.

Generalnie po latach bezprecedensowego wzrostu podaży pieniądza zapoczątkowanego upadkiem Lehman Brothers w 2008, mamy do czynienia z mniejszymi lub większymi bankami spekulacyjnymi w większości aktywów i wielka ostrożność w inwestowaniu jest absolutnie konieczna.

Obecne realia doskonale odzwierciedlają słowa Billa Grossa, założyciela i wieloletniego Prezesa Zarządu PIMCO: „Czas na podejmowanie ryzyka już minął. Bądźcie ostrożni co do pomysłów inwestycyjnych w 2015 roku. Kiedy rok się zakończy wiele klas aktywów będzie pod kreską. Dobre czasy się skończyły. Negatywne stopy procentowe nie przyniosły wzrostu gospodarczego, korporacje zwiększają zadłużenie skupując akcje, zamiast inwestować, demografia czy technologia wygląda strasznie. Nadchodzą czasy, w których dostrzeżemy że Król jest nagi, a czasy łatwego zysku się skończyły”.

Autorstwo: Trader21

Źródło: [Independent Trader](#)

Nadesłano do „Wolnych Mediów”