

Urszula Gieraltowska

Uniwersytet Szczeciński

CZY DYWERSYFIKACJA RÓWNOLEGLA JEST SZANSĄ W WARUNKACH KRYZYSU GOSPODARCZEGO?

Streszczenie: W pracy zdefiniowano pojęcie dywersyfikacji równoległej i przedstawiono relacje pomiędzy rynkiem aktywów finansowych i rynkiem aktywów alternatywnych ze szczególnym uwzględnieniem rynku nieruchomości. Badanie przeprowadzono w okresie VI 2006 – VI 2009, co pozwoliło na wyodrębnienie okresu hossy i bessy w odniesieniu do rynku polskiego. Z przeprowadzonych badań wynika, że konieczna jest dywersyfikacja ryzyka inwestycyjnego na podstawie aktywów alternatywnych, ponieważ są one słabo skorelowane (a w okresie kryzysu najczęściej ujemnie skorelowane) z tradycyjnymi aktywami.

1. Wstęp

Inwestor indywidualny, który posiada nadwyżki finansowe, stoi zawsze przed dylematem, jak korzystnie ulokować swoje środki. Które inwestycje mają szansę przynieść mu zysk, a przynajmniej zapewnią ochronę przed inflacją? Jak inwestować, kiedy na rynkach finansowych pojawiają się symptomy kryzysu gospodarczego? Jak zarządzać ryzykiem? Najprostszą odpowiedzią na te pytania jest oczywiście prawidłowa *dywersyfikacja ryzyka inwestycyjnego*, która zgodnie z teorią portfelową prowadzi do wyeliminowania ryzyka niesystematycznego, związanego z poszczególnymi składnikami. Jest to problem szczególnie istotny dla coraz szerszej grupy inwestorów chcących podejmować optymalne decyzje inwestycyjne.

W literaturze przedmiotu obecne są pojęcia dywersyfikacji pionowej i poziomej [Tarczyński, Łuniewska 2004]. Przez *dywersyfikację pionową* rozumiana jest klasyczna dywersyfikacja polegająca na zmniejszaniu ryzyka portfela papierów wartościowych wskutek zwiększania liczby walorów w portfelu. *Dywersyfikacja pozioma* polega na inwestowaniu w różne walory tego samego rodzaju, przy czym o jakości portfela decyduje nie tylko liczba spółek, lecz także ich jakość fundamentalna w długim horyzoncie czasowym (co jest kluczową kwestią zwłaszcza w okresach zawirowań na rynkach globalnych). Poprzez dywersyfikację nie można zminimalizować ryzyka rynko-

wego (systematycznego), które jest związane ze zmianami podaży pieniądza, stóp procentowych, kursów walutowych, stóp podatkowych, cen surowców itd.

Większość inwestorów indywidualnych swoje zainteresowanie kieruje w stronę akcji, obligacji i depozytów bankowych. W czasach hossy szczególnie te pierwsze pozwalały na osiągnięcie bardzo wysokich zysków, przy stosunkowo niskim ryzyku. W warunkach kryzysu gospodarczego problem dywersyfikacji ryzyka wydaje się mieć dużo większe znaczenie. Wystarczy zwrócić uwagę na to, co się działo na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w 2008 r. – podstawowe indeksy spadły o ok. 50%, przeceny wielu spółek sięgnęły nawet 70–80%. Każdy inwestor zadaje sobie wówczas pytanie: jak można zabezpieczyć portfel inwestycyjny przed takimi stratami? Odpowiedź jest stosunkowo prosta – należy zdywersyfikować aktywa. Portfel powinien bowiem zawierać aktywa nieskorelowane lub skorelowane ze sobą ujemnie. Zatem możliwość podwyższenia efektywności portfeli inwestycyjnych na skutek wprowadzenia do portfela aktywów alternatywnych¹ można określić mianem *dywersyfikacji równoległej*. Pojęcie to nie funkcjonuje w teorii finansowej, ale można je wyprowadzić poprzez analogię do pojęć występujących w strategiach marketingowych, w których obok pojęcia dywersyfikacji pionowej (wertikalnej) i poziomej (horyzontalnej), funkcjonuje również pojęcie dywersyfikacji równoległej (lateralnej), które wiąże się z poszukiwaniem nowych możliwości poprzez wprowadzenie nowych (dotychczas nieistniejących w ofercie przedsiębiorstwa) produktów na nowe rynki.

Pojęcie inwestycji alternatywnych oznacza w ogólnym rozumieniu inwestycje, które nie zaliczają się do tzw. tradycyjnych form inwestowania, a jednocześnie, których stopy zwrotu w minimalnym stopniu zależą od stóp zwrotu osiąganych przez tradycyjne instrumenty, takie jak akcje czy obligacje. Niestety nie każdy instrument alternatywny jest dostępny dla inwestora indywidualnego z uwagi na [Jajuga, Jajuga 2008, s. 392–393]: skalę inwestycji, dostępność (nie wszystkie występują na rynku publicznym), zaawansowanie, warunki wejścia (zaangażowanie dużego kapitału, często na poziomie wyższym niż 100 tys. zł) czy specjalistyczną wiedzę, jaka jest potrzebna w procesie inwestowania (szczególnie na rynku kolekcjonerskim – dzieła sztuki).

O ile problem dywersyfikacji ryzyka na rynku kapitałowym jest szeroko opisywany i poparty badaniami empirycznymi, dywersyfikacja ryzyka poprzez wprowadzenie do tworzonego portfela aktywów alternatywnych, a w szczególności aktywów rzeczowych jest problemem stosunkowo młodym i wyjątkowo trudnym. Z uwagi na ogrom możliwości inwestowania alternatywnego, w pracy ograniczono się jedynie do analizy wybranych aktywów, a w szczególności skupiono się na inwestycjach w nieruchomości.

¹ Według Markowitza posiadanie w portfelu od 17 do 40% instrumentów alternatywnych zapewni realną i efektywną dywersyfikację, czyli odporność podczas dekonjunkury. Jednak nawet niewielki udział w portfelu inwestycji o charakterze alternatywnym może znacznie zmniejszyć jego wrażliwość na zmiany kursów giełdowych.

2. Nieruchomość jako przedmiot inwestowania

Spośród aktywów materialnych najważniejszym przedmiotem działalności inwestycyjnej są nieruchomości. Rynek nieruchomości w Polsce jest jeszcze młodym, nieukształtowanym rynkiem i różni się od rynków rozwiniętych, co jest spowodowane zarówno sytuacją gospodarczą, szczególnym charakterem tego rynku, jak i obowiązującym stanem prawnym. Przystąpienie Polski do UE zbiegło się z radykalnym wzrostem popytu na rynku nieruchomości, co przełożyło się na wzrost cen gruntów, domów, mieszkań i materiałów budowlanych. Zjawisko to spowodowało zainteresowanie inwestorów nieruchomościami jako przedmiotem, w który można dokonać lokaty posiadanych środków. Nieruchomości są jedną z możliwych lokat kapitału, zachęcają długoterminowym przynoszeniem dochodu, pozwalają na zaciąganie zobowiązań zabezpieczanych hipotekami, chronią kapitał przed inflacją. Uważa się również, że ze względu na niski poziom korelacji z rynkiem papierów wartościowych są alternatywą wykorzystywaną szczególnie chętnie w okresie spadku koniunktury na Giełdzie Papierów Wartościowych.

W praktyce gospodarczej na rynku nieruchomości możliwe są inwestycje w nieruchomości lub w instrumenty finansowe rynku nieruchomości. Inwestycje w nieruchomości są to inwestycje rzeczowe, które mogą dotyczyć przede wszystkim inwestycji mieszkaniowych, gruntowych i rekreacyjnych, ale również komercyjnych i przemysłowych. Inwestycje finansowe w nieruchomości mogą być realizowane poprzez nabycie udziałów lub akcji przedsiębiorstw inwestujących na rynku nieruchomości lub których aktywa w większości stanowią nieruchomości, nabycie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w funduszach inwestycyjnych (inwestujących w nieruchomości) czy zakup papierów wartościowych wyemitowanych na bazie wierzytelności zabezpieczonych hipoteką [Kucharska-Stasiak 2006, s. 190–191].

Inwestycje rzeczowe na rynku nieruchomości odznaczają się pewną specyfiką. Przede wszystkim mają charakter długoterminowy, charakteryzują się dużo mniejszą płynnością i zbywalnością w przeciwieństwie do inwestycji finansowych, jak również:

- ograniczonym dostępem do informacji o bieżących cenach transakcyjnych (dane bywają mało wiarygodne). Powoduje to asymetryczność dostępu do informacji oraz wysokie koszty jej pozyskania. Brak jest indeksu rynku nieruchomości, nie ma także oficjalnych i powszechnie dostępnych baz danych dotyczących cen nieruchomości, a transakcje nieruchomościami odbywają się stosunkowo rzadko (niewielka płynność może prowadzić do powstania ryzyka wymuszonej sprzedaży);
- wysoką kapitałochłonnością rynku nieruchomości, co powoduje, że jest on zdominowany przez inwestorów instytucjonalnych (inwestują głównie w obiekty przemysłowe i komercyjne). Inwestorzy indywidualni natomiast interesują się głównie nieruchomościami rolnymi i mieszkaniowymi;

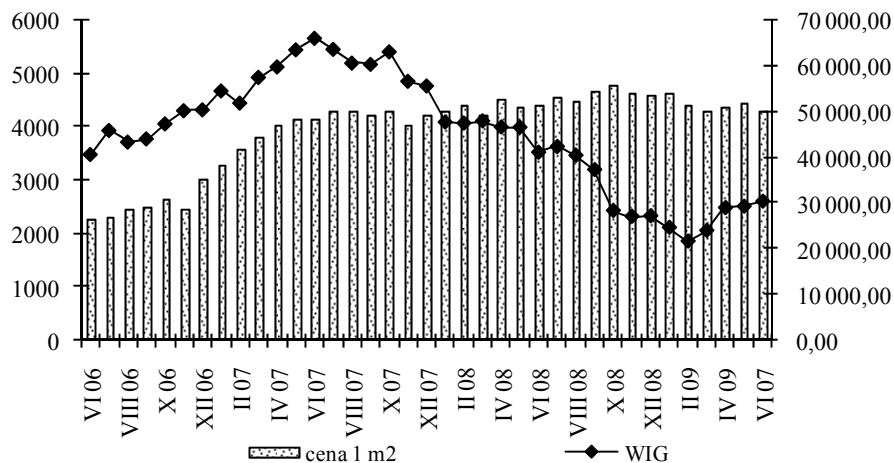
- trudnościami związanymi z kalkulacją stopy zwrotu i ryzyka. Określenie oczekiwanej stopy zwrotu dla nieruchomości jest zależne od cen jej kupna i sprzedaży, jak również od wpływów z tytułu czynszu;
- zastosowaniem klasycznej teorii portfela do rynku nieruchomości, które wymaga pewnych modyfikacji m.in. z powodu niepodzielności nieruchomości, sposobu zawierania transakcji na tym rynku, niejednorodności pod względem przestrzennym, jakościowym i czasowym;
- wysokimi kosztami transakcyjnymi, które są przeszkodą w aktywnym zarządzaniu portfelem nieruchomości i zmniejszają jego rentowność.

Mimo tych niedogodności można zbadać, czy istnieje związek pomiędzy rynkiem akcji (jako poziom odniesienia przyjęto poziom WIG i WIG 20) a rynkiem nieruchomości. Badanie zawężono jedynie do rynku lokali mieszkalnych i przeprowadzono na podstawie cen transakcyjnych mieszkań w Szczecinie w okresie czerwiec 2006 – czerwiec 2009 (cykl ten obejmował okres hossy i początek bessy na rynkach finansowych). Wartość przeciętnych cen w ujęciu miesięcznym i kwartalnym ustalono na podstawie ok. 2700 informacji o cenach udostępnionych przez urzędy skarbowe. W badaniu pominięto nieruchomości komercyjne z uwagi na rzadkość przeprowadzanych transakcji.

Rysunek 1 przedstawia kształtowanie się przeciętnych cen w poszczególnych miesiącach badanego okresu oraz poziom indeksu WIG. Można zauważyć, że indeksy giełdowe dużo szybciej zareagowały na pierwsze symptomy kryzysu na świecie, szczególnie po sygnałach o bankructwie funduszy inwestycyjnych w USA. Kiedy za oceanem zaczęto mówić o bankowej zapaści, znalazło to szybko odzwierciedlenie w kursie złotego – nasza waluta wyraźnie osłabła (przede wszystkim poprzez działania spekulacyjne). Początkowo kryzys omijał polską gospodarkę – problemy na rynku nieruchomości zaczęły się pojawiać dopiero w IV kwartale 2008 r., a spowodowane były przede wszystkim ograniczeniem akcji kredytowej przez banki i problemami wielu przedsiębiorstw z opcjami walutowymi. Jednakże w Polsce kryzys gospodarczy jest odczuwalny w zdecydowanie mniejszym stopniu niż w innych krajach regionu. Giełdowe indeksy zaczęły od marca 2009 r. stopniowo wzrastać, niestety na wzrost cen nieruchomości pewnie trzeba będzie jeszcze trochę poczekać, ponieważ większość banków działających na polskim rynku z dużą ostrożnością podchodzi do informacji o prawdopodobnym osłabieniu kryzysu.

Do oceny kierunku i siły zależności pomiędzy rynkiem nieruchomości a wybranymi aktywami rynku finansowego wykorzystano współczynnik korelacji liniowej Pearsona².

² Współczynnik korelacji liniowej Pearsona przyjmuje wartości z przedziału $< -1; +1 >$, przy czym znak współczynnika świadczy o kierunku zależności, natomiast wartość o sile – im bliżej 0, tym zależność słabsza, a im bliżej $|1|$, tym zależność silniejsza.



Rys. 1. Przeciętne ceny mieszkań w Szczecinie oraz poziom indeksu WIG w poszczególnych miesiącach okresu VI 2006 – VI 2009

Źródło: opracowanie własne.

Z tabeli 1 wynika, że stopy zwrotu cen 1 m² nieruchomości mieszkalnych w bardzo małym stopniu są uzależnione od stóp zwrotu innych aktywów, przy czym w okresie bessy w większości przypadków jest to zależność ujemna. Zatem zasadne jest wprowadzanie do portfeli inwestycyjnych aktywów materialnych, jakimi są nieruchomości, co pozwala na dywersyfikację ryzyka inwestycji.

Tabela 1. Korelacja pomiędzy stopami zwrotu wybranych aktywów

	Cena 1 m ²		WIG		WIG 20		Kurs dolara		Kurs euro
Cena 1 m ²	1								
WIG	0,06863		1		1		1		
	0,0841	0,0615							
WIG 20	0,07585		0,97799		1		1		
	0,0907	0,0162	0,955	0,9906					
Kurs dolara	0,01817		-0,607		-0,65493		1		
	0,3889	0,0477	0,0851	0,8741	0,1848	-0,889			
Kurs euro	-0,12702		-0,53413		-0,54871		0,74135		1
	0,1743	0,2578	0,3172	0,6679	0,4253	0,6542	0,7645	0,6491	

Oznaczenia:

A – współczynnik korelacji w okresie VI 2006 – VI 2009,
 B – współczynnik korelacji w okresie hossy (VI 2006 – VII 2008),
 C – współczynnik korelacji w okresie bessy (VII 2008 – VI 2009).

Źródło: obliczenia własne.

Jak wcześniej zauważono, na rynku nieruchomości możliwe jest również inwestowanie w instrumenty finansowe. Zazwyczaj w takiej sytuacji mamy do czynienia

nia z zamkniętymi funduszami inwestycyjnymi³ (ich portfel prawie wyłącznie zawiera nieruchomości), funduszami otwartymi lub specjalistycznymi funduszami otwartymi. Działalność funduszy polega na gromadzeniu rozproszonych kapitałów uczestników funduszu w celu ich alokacji bezpośrednio w zakup nieruchomości, realizowane projekty budowlane lub akcje spółek działających w sektorze nieruchomości [Innowacje finansowe... 2008, s. 49–50]. Rynek tych funduszy jest stosunkowo niewielki, ale z roku na rok pojawia się ich coraz więcej na polskim rynku finansowym (większość powstała po 2006 r.).

W tabeli 2 przedstawiono zależność pomiędzy stopami zwrotu dla wybranych funduszy (BPH FIZ Sektora Nieruchomości, Skarbiec Rynku Nieruchomości FIZ, Skarbiec Rynku Mieszkaniowego FIZ, Arka BZ WBK Fundusz Nieruchomości FIZ, Alfa Real Estate FIZ) a stopą zwrotu z inwestycji mieszkaniowych oraz inwestycji w akcje (wyrażone przez indeksy WIG, WIG 20 oraz WIG Budownictwo)⁴, natomiast w tabeli 3 – analizę stóp zwrotu dla wybranych aktywów. Należy zwrócić uwagę na dwie kwestie – pierwsza to porównanie wyników wybranych funduszy inwestycyjnych. W większości przypadków brak jest zależności pomiędzy osiąganymi przez fundusze stopami zwrotu. Oznacza to, że fundusze te prowadzą odmienną strategię inwestycyjną, zatem już samo inwestowanie w kilka funduszy pozwala na dywersyfikację ryzyka. Mimo że fundusze nastawione są na inwestowanie długoterminowe, a inwestują w duże obiekty komercyjne, biurowce, hotele, magazyny, by w dłuższej perspektywie czerpać zyski z długoterminowych umów najmu, to nawet po wstępnej analizie można zauważyć, że tylko niektóre mogą się poszczycić trafionymi inwestycjami w okresie bessy, które przekładają się na dodatnią stopę zwrotu. Najwyższą stopę zwrotu w okresie bessy osiągnęła Arka BZ WBK Fundusz Nieruchomości FIZ. Stopy zwrotu tego funduszu są praktycznie nieskorelowane ze stopami innych funduszy lub skorelowane ujemnie (wyjątek stanowi dość wysoka zależność z BPH FIZ Sektora Nieruchomości, ale oba te fundusze osiągnęły najwyższe stopy zwrotu od początku kryzysu, ponieważ zainwestowały w dużym stopniu w nieruchomości komercyjne, przy czym portfel Arki jest bardziej zdywersyfikowany niż portfel BPH).

Druga kwestia to brak korelacji większości funduszy zamkniętych z sytuacją na giełdzie, a w okresie bessy nawet silna ujemna zależność. Są one mniej ryzykowną formą lokowania środków, gdyż zawierają w części stały dochód w postaci czynszów. Wiele funduszy może być alternatywą nie tylko dla akcji, lecz także lokat bankowych i obligacji, co czyni je atrakcyjnymi w oczach inwestorów.

³ Działające w Polsce fundusze nieruchomości funkcjonują na podstawie przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 28 sierpnia 1997 r., znowelizowanej ustawy z dnia 27 maja 2004 r. oraz ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z dnia 17 czerwca 2005 r.

⁴ Niektóre współczynniki korelacji z tabeli 1 i 2 są różne dla tych samych par aktywów, ponieważ w tabeli 1 wykorzystywano miesięczne stopy zwrotu, natomiast w tabeli 2 – kwartalne stopy zwrotu (aby zapewnić porównywalność danych – wycena większości certyfikatów FIZ jest kwartalna).

Tabela 2. Korelacja pomiędzy stopami zwrotu wybranych zamkniętych funduszy inwestycyjnych a stopami zwrotu indeksów giełdowych

	BPH FIZ		ALFA		ARKA		Skarbiec RNier.		Skarbiec RMieszk.		Cena 1 m ²		WIG		WIG 20	
BPH FIZ	1															
ALFA	0,1975		1		1		1		1		1		1		1	
	0,6174	0,9105														
ARKA	0,0946		-0,341		1		1		1		1		1		1	
	0,2251	0,1671	0,5281	0,1942												
Skarbiec RNier.	0,0306		-0,1294		0,2921		1		1		1		1		1	
	0,2033	0,2991	0,1477	0,1613	0,4006	0,3202										
Skarbiec RMieszk.	-0,0764		-0,3236		0,5054		0,5111		1		1		1		1	
	0,2955	0,5777	0,2222	-0,296	0,1271	0,4301	0,2059	0,1928								
Cena 1 m ²	0,0175		0,1013		-0,0016		0,6825		0,562		1		1		1	
	0,0999	0,1527	0,32	0,0258	0,6402	0,7399	0,6797	0,3636	0,4777	0,0934						
WIG	-0,5588		-0,3617		-0,0863		0,201		0,5955		0,4459		1		1	
	0,0087	0,7427	0,241	0,8823	0,3114	0,4247	0,3032	0,2702	0,8641	0,4155	0,7042	0,3246				
WIG 20	-0,5537		-0,5006		-0,0074		0,1844		0,5895		0,34296		0,9712		1	
	0,1679	0,7775	0,0565	0,9021	0,1875	0,3402	0,3308	0,2632	0,9284	0,4373	0,5737	0,2177	0,9488	0,9932		
WIG Bud	-0,3394		-0,0769		-0,1525		0,2962		0,5586		0,6259		0,8744		0,7956	
	0,0659	0,5669	0,4444	0,7786	0,4612	0,6473	0,2718	0,3418	0,6026	0,2584	0,7738	0,5244	0,8604	0,9631	0,7747	0,9296
Oznaczenia	A		A – współczynnik korelacji w okresie VI 2006 – VI 2009,													
	B	C	B – współczynnik korelacji w okresie hossy (VI 2006 – VII 2008), C – współczynnik korelacji w okresie bessy (VII 2008 – VI 2009).													

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 3. Stopy zwrotu wybranych zamkniętych funduszy inwestycyjnych, cen 1 m² oraz podstawowych indeksów giełdowych

Wyszczególnienie	BPH FIZ	ALFA	ARKA	Skarbiec RNier.	Skarbiec RMieszk.	Cena 1 m ²	WIG	WIG 20	WIG bud
Stopa zwrotu za okres VI 2006 – VI 2009	25,09	12,84	61,77	51,84	20,72	97,02	-25,16	-35,55	5,92
Stopa zwrotu za okres VII 2008 – VI 2009 (bessa)	11,37	37,44	-7,17	1,59	-4,92	-1,03	-26,07	-28,12	-24,56
Średnia kwartalna stopa zwrotu za okres VI 2006 – VI 2009	2,17	3,83	4,27	3,59	1,62	6,24	-1,18	-2,73	2,61
Średnia kwartalna stopa zwrotu za okres VI 2006 – VII 2008 (hossa)	1,64	0,25	7,30	5,18	3,05	9,46	0,91	-0,94	6,44
Średnia kwartalna stopa zwrotu za okres VII 2008 – VI 2009 (bessa)	0,84	9,79	0,29	1,42	-0,91	0,45	-7,16	-7,67	-8,44

Źródło: obliczenia własne.

Fundusze rynku nieruchomości to jednak propozycja dla osób cierpliwych, posiadających większe zasoby wolnej gotówki, które oczekują względnego bezpieczeństwa i dywersyfikacji dla swoich aktywów.

3. Rynek złota i monet w Polsce

Inwestować w złoto można na wiele sposobów, dlatego podjęcie decyzji o nabyciu złota jest dopiero pierwszym krokiem indywidualnego inwestora na drodze do faktycznej dywersyfikacji portfela. Na rynku jest kilka możliwości [*Inwestycje alternatywne...* 2008, s. 179 i nast.]:

- złoto w formie fizycznej, przy czym wymaga to dużych nakładów kapitału oraz kosztów przechowania,
- monety zawierające złoto,
- biżuteria,
- jednostki funduszy inwestujących w złoto – w Polsce np. Investor Gold FIZ,
- akcje spółek wydobywających złoto – praktycznie niedostępne dla polskich inwestorów,
- kontrakty terminowe na złoto,
- produkty strukturyzowane oparte na cenach metali szlachetnych (inwestor musi ponieść wysokie koszty pośrednie, ale często produkty te posiadają gwarancję kapitału),
- certyfikaty surowcowe notowane na GPW (np. Raiffeisen Gold).

Złoto traktowane jest jako globalna waluta świata i powinno stanowić fundament wszelkich inwestycji (lecz nie więcej niż 10%), ponieważ lokata w złoto

praktycznie pozbawiona jest ryzyka i uznawana jest za ponadczasową i najbezpieczniejszą na świecie. Inwestor polski może przede wszystkim inwestować w sztabki złota (inwestycja ta jest obciążona dużym ryzykiem kursowym – aby inwestycja przynosiła zysk, cena kruszcu musi wzrosnąć więcej, niż dolar straci wobec złotego), zakup jednostek funduszy inwestycyjnych (Investor Gold FIZ inwestuje w instrumenty pochodne powiązane ze złotem, w akcje spółek związanych z wydobyciem i przetwarzaniem metali szlachetnych) czy bardzo popularne złote monety lokacyjne serii „Orzeł bielik” emitowane przez NBP (o nominale 50, 100, 200 i 500 zł). Jak wynika z tabeli 4, wszystkie te walory są bardzo słabo skorelowane

Tabela 4. Korelacja pomiędzy stopami zwrotu wybranych inwestycji w złoto a stopami zwrotu indeksów giełdowych i ceną 1 m²

	Cena sztabki uncjowej (w zł)		Investor Gold FIZ*		Orzeł Bielik		
Cena 1 m ²	-0,0821		0,1282		-0,1223		
	0,0048	-0,0441	0,1867	-0,2123	0,0225	-0,2073	
WIG	-0,4467		0,2167		-0,4296		
	-0,3065	-0,5143	0,1569	0,2442	-0,2605	-0,5116	
WIG 20	-0,4761		0,1908		-0,4621		
	-0,3584	-0,5394	0,00883	0,2289	-0,3054	-0,5477	
A	A – współczynnik korelacji w okresie VI 2006 – VI 2009,						
B	C	B – współczynnik korelacji w okresie hossy (VI 2006 – VII 2008),					
		C – współczynnik korelacji w okresie bessy (VII 2008 – VI 2009).					

* W przypadku funduszu Inwestor Gold współczynniki korelacji były liczone od XII 2006.

Źródło: obliczenia własne.

z tradycyjnymi aktywami i rynkiem nieruchomości. Należy przy tym zauważyć, że szczególnie w okresie kryzysu aktywa te wykazują umiarkowaną zależność ujemną, co potwierdza fakt, że poszerzenie portfela inwestycyjnego o inwestycje przeprowadzane na rynku złota pozwala inwestorom zwiększyć stopień dywersyfikacji portfela i jednocześnie jego efektywność.

4. Alternatywne inwestycje na rynku polskim

W obliczu perspektywy pogłębienia się problemów związanych z kryzysem powstałym po załamaniu się rynku kredytów hipotecznych oraz rosnącej niepewności na giełdach europejskich, rośnie zainteresowanie również innymi alternatywnymi sposobami lokowania pieniędzy. W opinii wielu ekspertów inwestycja w wino staje się obecnie jedną z najciekawszych i najbardziej perspektywicznych możliwości lokowania kapitału w okresie obecnego kryzysu. Wina, zwłaszcza te najbardziej cenne, mogą być doskonałym uzupełnieniem portfela inwestycyjnego. W ciągu ostatnich 21 lat średnia roczna stopa zwrotu z inwestycji w wino wynosiła 12,6% (stan na wrzesień 2009 r.). Dla porównania, indeks największych spółek giełdy

brytyjskiej FTSE100 dał zarobić średnio 4,3% rocznie, złoto – 4,1%, a rynek nieruchomości – 6,4%. Inwestycje w wino są inwestycjami długoterminowymi, ale często mało dostępnymi dla przeciętnego inwestora. Dla przykładu zakup skrzynki wina Lafite Rothschild z 1982 r. dał w ciągu tylko 5 ostatnich lat wzrost o 412% (z 4200 do 21 500 funtów brytyjskich), a wina Margaux z 2003 r. wzrost o 96% (z 2250 do 4400 funtów brytyjskich).

Rosnący poziom zamożności Polaków oraz duże spektrum możliwości inwestycyjnych skutecznie zachęcają do inwestowania w sztukę. Panuje powszechna opinia, że rynek sztuki nie podlega takim wahaniom, jak rynek akcji czy surowców. Polski rynek dzieł sztuki jest jednak relatywnie młody, ale od kilku lat coraz popularniejsze staje się kupowanie obrazów, starych mebli, map czy zdjęć, a rentowność takich inwestycji jest podobna do obligacji. Jednak samodzielne inwestowanie w sztukę jest stosunkowo ryzykowną inwestycją, a z kolei art banking jest inwestycją dla ludzi zamożnych, którzy przeznaczą na tego typu inwestycje minimum 1 mln zł. Bariery wejścia występują również w przypadku większości funduszy hedgingowych⁵.

W czasach niestabilności rynku, inwestycje w złoto, w sztukę, w monety czy w nieruchomości pozwalają osiągnąć dobry wynik, często znacznie lepszy niż w przypadku tradycyjnych form w czasie hossy giełdowej. Główne korzyści związane z inwestycjami alternatywnymi to przede wszystkim zmniejszenie zmienności wahań portfela, skuteczniejsza dywersyfikacja oraz wykorzystanie niskiej korelacji (często ujemnej) z innymi, tradycyjnymi klasami aktywów.

Przeprowadzone badania potwierdzają konieczność dywersyfikacji portfela, lecz udział aktywów alternatywnych w portfelu będzie oczywiście uzależniony od awersji do ryzyka każdego inwestora indywidualnego. Zbadanie relacji pomiędzy rynkiem nieruchomości a rynkiem aktywów finansowych w warunkach polskich nie znalazło dotąd szerszego odzwierciedlenia w literaturze i stanowi jedynie wstęp do szerszych badań, których celem będzie próba budowy portfeli inwestycyjnych, poszerzonych o wybrane aktywa alternatywne i ocena ich efektywności.

Literatura

- Innowacje finansowe*, red. A. Antkiewicz, M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2008.
Inwestycje alternatywne, red. I. Pruchnicka-Grabias, CeDeWu, Warszawa 2008.
Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

⁵ Polski rynek funduszy hedgingowych jest niezwykle młody i nieustrukturyzowany. Brak jest bezpośrednich regulacji prawnych dotyczących jego funkcjonowania. W Polsce Komisja Nadzoru Finansowego wydała zgodę na utworzenie do tej pory trzech funduszy inwestycyjnych, które stosują rozwiązania i strategie charakterystyczne dla funduszy hedgingowych, pomimo możliwości inwestowania na rynkach finansowych i towarowych w Polsce i na świecie zobowiązanych do przestrzegania limitów zaangażowania i poziomów lewarowania określonych przez ustawodawcę.

Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

Tarczyński W., Łuniewska M., *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, Placet, Warszawa 2004.

IS PARALLEL DIVERSIFICATION A CHANCE IN ECONOMIC CRISIS CONDITIONS?

Summary: The paper presents the definition of parallel diversification and relations between financial assets market and alternative assets market with special consideration of real estate market. The research was carried between June 2006 and June 2009, which helped to distinguish the period of bull market and bear market on the Polish market. The conducted study implies that the diversification of investment risk based on alternative assets is necessary because they are weakly correlated (and in bear market most often negatively correlated) with traditional assets.