

mgr Adam Łaganowski
Analityk finansowy
WGI Dom Maklerski SA

Ryzykowne preferencje inwestorów

Wprowadzenie

Konstruując portfel papierów wartościowych, powinno się uwzględniać lokalne i historyczne aspekty, które mają wpływ na ryzyko inwestycyjne. W przypadku naszego rynku ważne jest np. nieuleganie pozornej „pewności obligacji”. Jeśli uwzględnimy rzeczywiste ryzyko inwestowania w Polsce, obligacje okażą się jednymi z najbardziej ryzykownych papierów wartościowych.

Nowoczesna teoria portfelowa, stworzona przez Harrego Markowitza w 1952 r., rozwinięta później przez Sharpa, Millera i Markowitza, jest używana przez zarządzających portfelami papierów wartościowych. Jej głównym celem jest skonstruowanie takiego zestawienia różnych aktywów, by inwestor cieszył się największą oczekiwaną stopą zwrotu i najmniejszym ryzykiem, uwzględniając jego skłonność do akceptowania niepewności związanej z trzymaniem ryzykownych aktywów.

Oś pionowa, oś pozioma

W swojej teorii Markowitz założył, że inwestorzy są racjonalni – wolą papiery mniej ryzykowne, o jak największej stopie zwrotu. Kwestię ryzyka uprościł w celu ułatwienia jego prezentacji w modelach i na wykresach. Założył, że miarą ryzyka jest wariancja lub odchylenie standardowe – czyli chybliwość zmian wartości danego aktywów. Według tej klasyfikacji, ryzykownym papierem są akcje spółki biotechnologicznej, które rosną lub spadają po 20% miesięcznie, a bez ryzyka obligacje w otoczeniu braku ryzyka kredytowego i stóp procentowych. Na wykresie ilustrującym zysk i ryzyko, według teorii Markowitza, można umieścić praktycznie wszystkie dostępne aktywa, m.in. akcje, obligacje, nieruchomości, dzieła sztuki czy złoto. Szybko zaobserwujemy, że inwestorowi najbardziej będą podobały się inwestycje najbliższej osi pionowej i jak najwyżej od osi poziomej. Dzieje się tak dlatego, że najbardziej pożądane przez graczy giełdowych są papiery o jak największej oczekiwanej stopie zwrotu – każdy chce zarobić jak najwięcej, obarczając się jak najmniejszym ryzykiem. Idealne byłyby obligacje rządu USA o rentowności 50%. Takie papiery jednak nie istnieją w warunkach bardzo niskiej inflacji, dlatego najbliższej osi pionowej znajdują się obligacje, potem obligacje zamienne, akcje, nieruchomości, dzieła sztuki itd.

Ważne preferencje

Na podstawie swoich preferencji inwestor może wybrać kombinację papierów wartościowych, która da mu największą użyteczność. Taka kombinacja będzie z pewnością inna dla osoby w wieku przedemerytalnym, która całe życie pracowała na etacie i nie musiała się martwić o wypłaty pensji, ani podejmować ryzyka, a inna dla trzydziestolatka prowadzącego firmę informatyczną, lubującego się dodatkowo w skokach spadochronowych i wspinaczce. Model Markowitza, obok paru nierealistycznych założeń natury ekonomicznej, ma także kilka ułomności, których nie da się w sposób prosty uwzględnić. Dla wielu polskich inwestorów z okresu międzywojennego wszystkie aktywa finansowe utraciły 100% wartości, a niefinansowe znaczną większość – szczególnie w przypadku posiadaczy przedsiębiorstw. Aktywa finansowe straciły wartość po raz drugi, podczas hiperinflacji na przełomie lat 80. i 90. XX w. Z punktu widzenia analizy ekonomicznej doszło więc dwukrotnie do załamania wartości wszystkich instrumentów rynku pieniężnego i dłużnego na przestrzeni 80 lat. Dla przedstawionego wcześniej modelu wniosek jest taki, że obligacje czy lokaty wcale nie są instrumentami o niskim ryzyku. Inwestorzy są z reguły optymi-

stami, jeśli jednak konstruujemy na najbliższe 40 lat założenia dla portfela, który ma zapewnić nam emeryturę, dojdziemy do wniosku, że lepszą lokatą środków są nieruchomości.

Rentier, akcjonariusz, posiadacz

Inwestor – rentier – akceptuje bardzo mały poziom ryzyka. Wszystkie swoje środki stracił podczas II wojny światowej. Jego sytuacja w PRL-u była bardzo ciężka, a w samym tylko 1990 r. stracił 60% aktywów. Część strat z pewnością udało się uchronić dzięki walutom. Inwestor akcjonariusz stracił większość majątku w wyniku nacjonalizacji po II wojnie światowej, jeśli posiadał tylko akcje polskich spółek. Jeśli inwestorem został w III Rzeczypospolitej, mógł znacznie stracić na giełdzie – WIG w 1994 r. spadł około 60%. Uwzględniając inflację w Polsce, strategia kup i trzymaj przynosi ciągle straty na giełdzie. Części strat inwestor mógł uniknąć, decydując się na pomnażanie środków za granicą. Inwestor – posiadacz nieruchomości – należał do jedynego sektora, obok posiadaczy dzieł sztuki, który w większości oparł się reżimowi komunistycznemu, a obecnie jest jednym z najbardziej stabilnie rosnących aktywów w Polsce, o wciąż jeszcze dużym potencjale wzrostowym.

Polska ma dobre perspektywy

Jeśli uwzględnimy rzeczywiste ryzyko inwestowania w Polsce na podstawie danych historycznych, inwestycje w polskie obligacje okażą się jednymi z najbardziej ryzykownych. Polska jest obecnie członkiem Unii Europejskiej, ma dobre perspektywy wzrostu i stabilny system polityczny. Z punktu widzenia inwestorów zagranicznych jest jednak rynkiem wschodzącym, o dość wysokim ryzyku.

Zakończenie

Ważna przy konstrukcji portfela jest przede wszystkim jego globalna dywersyfikacja. Trzymanie naszych oszczędności w polskich akcjach nie przynosi nadzwyczajnych zysków w długim terminie w porównaniu do rynków zagranicznych. Dodatkowo, poza ostatnimi dwoma latami złoty jest walutą słabą, co zwiększa korzyści z inwestowania za granicą. W przypadku destabilizacji politycznej lub militarnej wartość przedstawiają wyłącznie niewielkie, wartościowe przedmioty – przede wszystkim złoto i uwzględnienie go w konstrukcji portfela na przestrzeni kilkudziesięciu lat może istotnie zmniejszyć hipotetyczne ryzyko. Bardzo ważna jest konieczność nieulegania pozornej „pewności obligacji”. Slogan „zysk bez ryzyka” jest o tyle nieprawdziwy, że wystarczy wzrost stóp procentowych, by stracić na obligacjach, nie mówiąc już o ryzyku kredytowym, które nie jest małe dla polskich papierów.

Tab. 1. Wartość hipotetycznych portfeli trzech inwestorów na przestrzeni ostatnich 80 lat w Polsce (w %)

	<i>Inwestor Rentier</i>	<i>Inwestor Akcjonariusz</i>	<i>Inwestor Właściciel nie- ruchomości</i>
<i>Akcje</i>	0	40	0
<i>Obligacje, lokaty</i>	48	0	5
<i>Waluty</i>	2	10	0
<i>Nieruchomości</i>	50	50	95

Źródło: Opracowanie własne.