

**mgr Adam Łaganowski Analityk  
finansowy WGI Dom Maklerski SA  
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2005-0019>**

## **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.