

— IDŹ DO —

PRZYKŁADOWY ROZDZIAŁ

SPIS TREŚCI

— KATALOG KSIĄŻEK —

KATALOG ONLINE

ZAMÓW DRUKOWANY KATALOG

— TWÓJ KOSZYK —

DODAJ DO KOSZYKA

— CENNIK I INFORMACJE —

ZAMÓW INFORMACJE  
O NOWOŚCIACH

ZAMÓW CENNIK

— CZYTELNIĄ —

FRAGMENTY KSIĄŻEK ONLINE

## Inwestycje giełdowe. Szanse i pułapki. Przewodnik inwestora

Autor: Henry Blodget

Tłumaczenie: Przemysław Janicki

ISBN: 978-83-246-1559-9

Tytuł oryginału: [The Wall Street](#)

[Self-defense Manual: A Consumers](#)

[Guide to Intelligent Investing](#)

Format: A5, stron: 376



### Zdobądź mistrzostwo w slalomie inwestycyjnym

- Zyskaj specjalistyczną wiedzę
- Obserwuj inwestycje i minimalizuj ryzyko
- Każ swoim oszczędnościom pracować na Ciebie

Czy Twoje pieniądze są bezpieczne, zadowolone i rosną w siłę?

Ekspertci nieustannie twierdzą, że konsumpcja gwałtownie rośnie, podczas gdy nasze oszczędności nie odnotowują tak imponujących wyników. Zarabiane przez nas pieniądze są systematycznie wydawane na doraźne potrzeby i inwestujemy tylko ich znikomy procent. Podstawowy kłopot przy tego typu działaniach to brak ugruntowanej wiedzy na temat możliwości inwestowania. Wiele osób pozostaje przy zwykłych lokatach bankowych. Desperaci trzymają pieniądze w skarpetkach. A Ty? Jak dbasz o swoje pieniądze?

Zapewne szum informacyjny, analizy, sprzeczne opinie specjalistów, niestabilność najpotężniejszych światowych rynków i inne podobne kwestie sprawiają, że czujesz się zdezorientowany. To, czego Ci potrzeba, to mądrze skonstruowany przewodnik, który wskaże bezpieczną drogę na tym niepewnym gruncie. Zobrazuje Ci czyhające zagrożenia oraz możliwe okazje, a także omówi wszelkie aspekty procesu inwestycyjnego – w tym znaczenie rynków czy sposób funkcjonowania funduszy inwestycyjnych i hedgingowych. Teoria płynnie przechodzi tu w praktykę – autor zaproponuje Ci również strategię inwestycyjną, dzięki której uodpornisz się na błędne analizy i rekomendacje, a potem wypracujesz poważne zyski.

Dowiedz się wszystkiego na temat:

- rynków finansowych (skąd się biorą zyski z akcji);
- ryzyka w inwestowaniu (co jest największym zagrożeniem);
- doradców finansowych (czy potrzebne Ci ich usługi);
- Twoich konkurentów (czemu masz nad nimi przewagę);
- funduszy inwestycyjnych (jak zarabiać i nie stracić).

# Spis treści

Słowo wstępne .....	5
Wprowadzenie .....	7

## **CZĘŚĆ I** STRATEGIA SAMOOBRONY ..... 19

1	Jak pomnożyć majątek .....	21
2	Najlepszy show na świecie .....	25
3	Po co zaprztać sobie tym wszystkim głowę? .....	29
4	Krótką historią rynków finansowych .....	33
5	Jak bardzo możesz pomnożyć swój majątek .....	49
6	Więc pokonaj rynek! .....	55
7	Poznaj swoich konkurentów .....	69
8	Ogromna, choć niedoceniana rola szczęścia .....	79
9	Co jest „tanie”, a co jest „drogie” .....	93
10	Modlitwa o pogodę ducha .....	121
11	Jedyny składnik zysku, który możesz kontrolować .....	141
12	Quiz: Sprawdź swoją gotowość do obrony .....	153

## **CZĘŚĆ II** SAMOOBRONA W PRAKTYCE ..... 163

13	Doradcy finansowi .....	165
14	Fundusze inwestycyjne .....	209
15	Fundusze hedgingowe i fundusze funduszy hedgingowych .....	255

#### 4 ♦ Spis treści

16	Raporty analityczne .....	275
17	Media finansowe .....	297
18	Powiatka umoralniająca na temat rynkowych „czarodziejów” .....	305
19	Największe zagrożenie dla Twoich inwestycji .....	321

### **CZĘŚĆ III** ROZWIĄZANIE ..... **335**

Rozwiązanie .....	337
Posłowie .....	345
Literatura .....	349
Uwagi .....	351
Podziękowania .....	371

## Więc pokonaj rynek!

**P**o lekturze — być może nieco rozczarowujących — informacji z poprzedniego rozdziału pomyślisz sobie zapewne: „Cóż, zatem postaram się uzyskać lepszą stopę zwrotu niż średnia rynkowa”. Jak mógłbyś tego dokonać? Pomyślisz pewnie, że wystarczy we właściwym momencie dokonywać korzystnych transakcji: kupna akcji zwyżkujących i sprzedaży akcji tracących na wartości. Jak byś się do tego zabrał? Poszukałbyś doświadczonego maklera, który stale przekazywałby Ci wskazówki, co i kiedy należy robić, albo po prostu zacząłbyś oglądać serwisy informacyjne i wertować sprawozdania finansowe — słowem: zacząłbyś działać na własną rękę, poświęcając swój czas.

Załóżmy więc, że podchwyciłeś tę myśl i zdecydowałeś się zrealizować ją w praktyce. Dane ilościowe z ostatniego półwiecza zdają się wskazywać, że pewna liczba inwestorów mających specjalne przygotowanie z zakresu finansów, wystarczające umiejętności oraz dostęp do źródeł informacji była w stanie podejmować na tyle trafne decyzje inwestycyjne, że w dłuższym okresie osiągała stopę zwrotu dużo wyższą niż przeciętna dla całego rynku (wielu inwestorom udaje się to w krótkim okresie, choć wynika to raczej ze szczęścia — lub po prostu jest dziełem przypadku — nie zaś ze szczególnych umiejętności). Widzisz więc, że gdybyś podszedł poważnie do całego zagadnienia, mógłbyś rzeczywiście odnieść sukces.

Niestety — dane z ostatniego półwiecza sugerują, że prawie na pewno Ci się to nie uda. Podobnie jak większość inwestorów (włączając prawdziwych profesjonalistów), stracisz jedynie sporo czasu i pieniędzy. Bardzo ważne jest, byś uzmysłowił sobie, jakie może być prawdziwe podłoże Twoich potencjalnych niepowodzeń. Jeśli nie uda Ci się pokonać rynku w dłuższym okresie, nie obwiniaj za to siebie. Nie uda Ci się to nie z braku wiedzy czy dlatego, że nie masz dostatecznych kompetencji. Jedną z najbardziej rozpowszechnionych — i bardzo niebezpiecznych — obiegowych opinii o inwestowaniu zrzuca niepowodzenia, których doświadcza większość inwestorów przy próbie pokonania rynku, na karb ich błędnych decyzji. Prawda jest jednak taka, że pokonanie rynku jest zadaniem *niezwykle trudnym*. (Bardzo niebezpieczne jest również twierdzenie, że mądrzy inwestorzy powinni próbować pokonać rynek. Tymczasem jest wręcz przeciwnie — już osiągnięcie wyniku zbliżonego do średniej rynkowej można uznać za niemały sukces).

### **Czym jest „efektywność rynku”**

Hipoteza efektywnego rynku zakłada, że ceny odzwierciedlają wszystkie dostępne w danym momencie informacje na temat danych akcji i dlatego tak trudno jest uzyskać stopę zwrotu z inwestycji wyższą niż średnia dla rynku poprzez lekturę sprawozdań finansowych, przegląd analiz branżowych i szereg innych działań uznawanych często za kluczowe dla podjęcia właściwych decyzji inwestycyjnych. Warto zwrócić uwagę, że teoria ta nie implikuje, że ceny akcji są zawsze „prawidłowe”. Mówi ona jedynie, że kształtują się na takim poziomie, że inwestorzy nie są w stanie wykorzystać błędnej (nieefektywnej) wyceny do osiągnięcia stóp zwrotu przewyższających rynkową.

Hipotezę o efektywności rynku można też wyrazić następująco: Obecne ceny akcji odzwierciedlają zbiorowe przewidywania co do kształtowania się przyszłości. Choć takie prognozy są prawdopodobnie błędne, to i tak są mniej błędne niż te dokonane przez pojedynczego inwestora.

Zanim przejdziemy do dalszej części książki, warto nieco bardziej zgłębić to zagadnienie. Może się bowiem zdarzyć, że Twój znajomi — mający zaledwie mgliste pojęcie o inwestowaniu — zarzucą Cię dziesiątkami przykładów funduszy, którym udało się pokonać rynek w takim to a takim okresie. Prawdopodobnie nawet powiedzą Ci, że *sami* stale uzyskują lepsze wyniki niż większość inwestorów. Byś mógł skutecznie obronić się przed pułapkami rynków, musisz zrozumieć, dlaczego najczęściej się mylą.

### *Inwestowanie aktywne a inwestowanie pasywne*

Większość strategii inwestycyjnych wywodzi się z jednej z dwóch szkół: 1) szkoły tych, którzy starają się pokonać rynek (lub też wybrany jego segment), oraz 2) szkoły tych, którzy tego nie robią. Przedstawiciele szkoły pierwszej, grupującej strategię aktywne, stosują liczne techniki — takie jak: selekcja najbardziej atrakcyjnych akcji (ang. *stock picking*) czy realokacja kapitału między różnymi klasami aktywów, zgodnie z przewidywanymi krótkoterminowymi zmianami rynkowymi (ang. *market timing*) — by uzyskać stopy zwrotu wyższe niż rynkowa. Tymczasem zwolennicy szkoły drugiej, czyli inwestowania pasywnego, kupują i utrzymują przez dłuższy okres akcje wszystkich (lub przynajmniej reprezentatywnej próbki) spółek wchodzących w skład indeksu rynkowego wybranego za punkt odniesienia (ang. *benchmark*). Nie zważają przy tym na bieżącą wycenę akcji czy nastroje panujące na rynku. Wychodzą oni bowiem z założenia, że nie warto stosować strategii aktywnych, skoro w długim okresie niemożliwe jest uzyskiwanie wyników lepszych niż przeciętne dla danego rynku (lub jego segmentu). Budując swój portfel na podstawie struktury wybranego indeksu rynkowego (tzn. „naśladować indeks”), dążą do osiągnięcia stopy zwrotu jak najbardziej zbliżonej do stopy zwrotu z tego indeksu.

Inwestowanie pasywne nie musi być strategią tak prostą, jak by się to mogło wydawać na pierwszy rzut oka. Strategia pasywna nie musi się sprowadzać — dla przykładu — do zakupu jednostek funduszu indeksowego naśladowującego indeks szerokiego rynku. Każdy rynek może być podzielony na wiele segmentów, dla których mogą być niezależnie obliczane indeksy sektorowe<sup>1</sup>. Możliwe jest więc stworzenie strategii zorientowanej na wybrany fragment rynku. Co więcej, bardzo często konstruuje się indeksy grupujące spółki o podobnych charakterystykach, jak na przykład: podobnej kapitalizacji, płynności, innych wskaźnikach fundamentalnych lub pochodzące z tej samej branży (co jest postrzegane przez niektórych inwestorów jako realizacja strategii *stock picking*)<sup>2</sup>. Niektórzy zwolennicy inwestowania pasywnego stosują dodatkowe „wagi” odzwierciedlające ich własne preferencje co do poszczególnych spółek wchodzących w skład indeksu, przez co struktura ich portfela może odbiegać od struktury naśladowanego indeksu. W efekcie tych wszystkich modyfikacji następuje stopniowe zacieranie się różnic między inwestowaniem opartym na strategiach aktywnych i pasywnych. Zawsze jednak celem inwestorów stosujących strategię aktywne jest pokonanie rynku, podczas gdy inwestujący pasywnie będą chcieli „jedynie” osiągnąć rynkową stopę zwrotu.

---

<sup>1</sup> Na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (WGPW) notowane są obecnie następujące indeksy sektorowe: WIG banki, WIG budownictwo, WIG deweloperzy, WIG informatyka, WIG media, WIG paliwa, WIG spożywczy i WIG telekomunikacja — *przyp. tłum.*

<sup>2</sup> Na WGPW oprócz indeksu szerokiego rynku WIG notowane są również indeksy: WIG 20 (indeks 20 największych i najbardziej płynnych spółek giełdowych), mWIG 40 (indeks 40 średnich spółek giełdowych), sWIG 80 (indeks 80 małych spółek), TechWIG (indeks spółek z segmentu innowacyjnych technologii) oraz WIG PL (indeks krajowych spółek giełdowych) — *przyp. tłum.*

Większość inwestorów to przedstawiciele szkoły inwestowania aktywnego. Dlaczego? Ponieważ na pierwszy rzut oka wydaje się ono zdecydowanie lepszą strategią. Dlaczego bowiem nie inwestować w najlepiej rokujące spółki, których akcje zwykują lub będą zwyżkować? Dlaczego nie sprzedawać akcji tracących w oczach większości inwestorów? Któż nie chciałby umieć właściwie wyczuć rynku: wiedzieć, kiedy z niego wyjść bezpośrednio przed krachem i kiedy

### **Czy strategia day tradingu jest zyskowna?**

W czasach długo utrzymującej się hossy zdarza się, że ludzie porzucają swoje dotychczasowe zajęcia, by cały swój czas poświęcić inwestowaniu na giełdzie. Czy robią dobrze? Nie. Większość z nich odniosłaby większe korzyści, gdyby po prostu zakupiła określony portfel akcji i utrzymywała go przez cały ten czas. Wyniki badania skuteczności strategii *day tradingu*<sup>3</sup> na giełdzie tajwańskiej (Taiwan Stock Exchange) za okres pięciu lat<sup>4</sup> wyraźnie wskazują, że przeciętny inwestor *zarobił* na tej strategii brutto, jednak po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych aż 80% graczy zanotowało stratę. Nieco pocieszająca może być przy tym wiadomość, że poważni, doświadczeni gracze ponieśli średnio mniejsze straty niż gracze niedzielni. Jeśli więc rozważałbyś możliwość stosowania *day tradingu*, pamiętaj, że jest to działalność czasochłonna i koszt alternatywny jej stosowania może być zbyt wysoki.

<sup>3</sup> Strategia inwestowania jednosesyjnego (ang. *day trading*) sprowadza się — w pewnym uproszczeniu — do zajmowania przeciwstawnych pozycji w danym instrumencie podczas jednej sesji notowań — *przypp. tłum.*

<sup>4</sup> Profesorowie Brad Barber, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu i Terrance Odean wybrali do analiz giełdę tajwańską z kilku powodów. Przede wszystkim dużo łatwiej poddaje się ona analizom strategii *day tradingu* niż jakiegokolwiek inne rynki na świecie (w tym giełdy amerykańskie), a wymieniony zespół analityków odkrył, że strategia ta przynosiła systematyczne dochody pewnej grupie inwestorów. Jeśli więc uważasz, że i Ty miałbyś szansę dołączyć do ich grona — zawsze możesz spróbować. Nie licz jednak na żadną taryfę ulgową.



nań wejść, zaraz na początku hossy? Któż nie chciałby, by jego portfelem zarządzał następca Warrena Buffetta? Jak brzmi odpowiedź na te pytania? Tak jest: „Chcieliby tego wszyscy”. W efekcie większość inwestorów (albo też ich doradcy czy zarządzający funduszami) handluje bez przerwy, chcąc uzyskać wyniki wyższe od rynkowej stopy zwrotu.

Nie wszyscy przedstawiciele pierwszej z wymienionych szkół zdają sobie sprawę z tego, że w gruncie rzeczy starają się pokonać rynek. Niektórzy są po prostu przekonani, że na tym polega inwestowanie. Oni po prostu inwestują. Tymczasem *jedynym* powodem uzasadniającym aktywne podejście do inwestowania, *jedynym* uzasadnieniem dla ciągłego stosowania strategii takich jak *stock picking* czy *market timing* jest chęć pokonania rynku. Czasy, kiedy doradcy finansowi i zarządzający funduszami mogli mówić, że ich zadaniem jest pomóc klientom w „odpowiednim” pomnażaniu oszczędności, już dawno minęły. Popularyzacja niskokosztowych funduszy indeksowych i innych narzędzi pasywnego inwestowania ułatwiła przeciętnemu inwestorowi osiągnięcie wyników zbliżonych do średniej rynkowej i obniżyła koszty z tym związane. Każdy zatem, kto decyduje się na stosowanie strategii aktywnych, świadomie lub nieświadomie próbuje pokonać rynek.

### *Co oznacza „pokonać rynek”*

Każda poważna dyskusja powinna być poprzedzona jednoznacznym zdefiniowaniem zagadnień, które będą jej przedmiotem. Wyjaśnię więc teraz, co należy rozumieć pod pojęciem pokonania rynku. W praktyce stosuje się często następującą definicję: Przez „pokonanie rynku” należy rozumieć uzyskiwanie stopy zwrotu wyższej niż stopa zwrotu z indeksu szerokiego rynku, jak np. S&P 500 dla giełdy nowojorskiej (New York Stock Exchange, NYSE) czy WIG dla giełdy warszawskiej (Warszawska Giełda Papierów Wartościowych, WGPW).

Dla niektórych inwestorów indeks taki jest rodzajem *benchmarku*, punktem odniesienia, względem którego oceniają zyskowość własnego portfela inwestycji. Dla innych jednak — na przykład dla inwestorów, których portfel składa się wyłącznie z akcji średnich spółek — indeks ten nie będzie najlepszym wzorcem. Nawet jeśli pominiemy problem doboru odpowiedniego punktu odniesienia dla portfela naszych inwestycji, wszelka analiza porównawcza traci sens, jeśli nie uwzględni się w niej ryzyka.

Każda inwestycja będzie warta rozważenia jedynie wówczas, gdy oczekiwana stopa zwrotu w pełni zrekompensuje ryzyko, jakie się z nią wiąże. Zakup akcji, które mogłyby przynieść dochód równy dochodowości papierów skarbowych, nie jest raczej inwestycją wartą rozważenia — skoro taki sam dochód, ale przy niemal zerowym ryzyku mógłbyś uzyskać, nabywając obligacje, to cóż mogłoby Cię skłonić do zakupu bardziej ryzykownych akcji? Obligacja skarbowa przynosząca 7% dochodu realnego rocznie to naprawdę doskonała oferta (odsetki są niemal równe przeciętnej średniorocznej stopie zwrotu z inwestycji w akcje przy nieporównanie mniejszym ryzyku). Dlatego inwestor porównujący wyniki własnego portfela do stopy zwrotu z indeksu giełdowego nie powinien szukać odpowiedzi na pytanie, czy zysk z obligacji przewyższa stopę zwrotu z tego indeksu, ale czy byłby on wyższy od stopy zwrotu z indeksu przy porównywalnym ryzyku. Dlatego też znacznie lepszą definicją „pokonania rynku” jest jedna z poniższych: albo: 1) uzyskiwanie przez najlepszych inwestorów dochodu *skorygowanego o ryzyko*, wyższego niż z indeksu rynkowego, albo: 2) generowanie tego samego dochodu co indeks rynkowy, ale przy mniejszym ryzyku.

### ***Inwestowanie na giełdzie jako gra o sumie zerowej***

Decydując się na grę z rynkiem, musisz sobie zdawać sprawę z tego, że *Twoje szanse na wygraną są raczej niewielkie*, jeśli dopiero zaczynasz

swoją przygodę z inwestowaniem. Wiem, że ciężko będzie Ci się z tym pogodzić, zwłaszcza gdy już zarobiłeś na giełdzie pierwsze pieniądze. Niestety, faktów nie da się oszukać. W ujęciu zagregowanym stopy zwrotu z inwestycji opartych na strategiach aktywnych nie przekraczają rynkowej stopy zwrotu, co dla przeciętnego inwestora stosującego to podejście oznacza realną stratę.

Sądząc po reakcjach wielu komentatorów, którzy prezentują zaskoczenie, konsternację czy nawet pogardę dla tez w rodzaju: „Większości profesjonalistów zarządzających funduszami inwestycyjnymi nie udaje się uzyskiwać stóp zwrotu wyższych niż stopy zwrotu funduszy indeksowych” — nie są one właściwie rozumiane. Warto więc poświęcić im nieco więcej uwagi. Są dwie zasadnicze przyczyny, dla których inwestowanie aktywne będzie zawsze przynosiło zyski poniżej rynkowej stopy zwrotu (czy też stopy zwrotu z niskokosztowych inwestycji opartych na strategiach pasywnych). Po pierwsze, zagregowane stopy zwrotu brutto wszystkich inwestujących na danym rynku muszą być *równe* stopie zwrotu z rynku jako całości. Po drugie, aktywni inwestorzy muszą ponosić różne koszty, które obniżają ich dochód, a które nie obciążają rynkowej stopy zwrotu<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> William Sharpe, laureat Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla (popularnie nazywanej ekonomicznym Noblem) w 1990 r., wyjaśnia tę zasadę w krótkim esejku pt. *The Arithmetic of Active Management*. Stopa zwrotu brutto z indeksu uwzględniającego wszystkie akcje notowane na danym parkiecie musi być równa stopie zwrotu brutto wszystkich funduszy inwestujących aktywnie zakładających inwestowanie w te papiery. W przeciwnym bowiem razie suma przychodów ze strategii pasywnych i suma przychodów ze strategii aktywnych przewyższałaby rynkową stopę zwrotu. Ponieważ jednak z inwestowaniem aktywnym wiążą się wysokie koszty, stopa zwrotu ze strategii aktywnych będzie zawsze niższa niż stopa zwrotu ze strategii pasywnych. Zarządzający funduszami inwestującymi aktywnie mogą więc uzyskiwać zagregowaną stopę zwrotu wyższą niż z indeksu wzorcowego jedynie przy założeniu, że istnieje grupa mniej doświadczonych

Wszystko to nie oznacza jednak, że z rynkowej batalii nie można wyjść zwycięsko. Każdego roku mniej więcej połowa akcji notowanych na danym parkiecie przynosi stopy zwrotu wyższe niż indeks rynkowy, dlatego inwestorzy aktywni, którzy mają w swych portfelach większość akcji tego typu, pokonują rynek. (Nadal jednak otwarte pozostaje pytanie, czy robią to dzięki własnym umiejętnościom, czy też dzięki zwykłemu szczęściu. Nie wiadomo również, czy uda im się powtórzyć podobny sukces w przyszłości). Osiągnięcia *wszystkich* inwestorów aktywnych nie mogą być — globalnie — lepsze niż rynkowa stopa zwrotu. Oznacza to jednak tyle, że po odjęciu kosztów transakcyjnych i innych obciążeń dochodów z giełdy inwestorzy aktywni uzyskają znacznie niższą stopę zwrotu niż stopa rynkowa. (Szczegółowy przykład znajduje się w uwagach na końcu książki).

Mówiąc inaczej, dopóki nie uwzględniamy kosztów transakcyjnych (i innych obciążeń dochodów z giełdy), inwestowanie aktywne jest *grą o sumie zerowej*. Jednakże po odjęciu tych kosztów staje się ono *grą o sumie ujemnej*. Jest to gra, w której oczekiwany dochód jest ujemny, a szanse przeciętnego gracza na wygraną są niewielkie. Choć niektórzy gracze będą wygrywać, większość będzie *tracić*<sup>6</sup>.

---

inwestorów (np. day traderów), którzy radzą sobie zdecydowanie gorzej. W żadnym jednak przypadku całkowity zwrot z pieniędzy zarządzanych aktywnie nie może przekroczyć łącznego zwrotu z rynku jako całości.

<sup>6</sup> Mówiąc dokładnie, straty będzie przynosił każdy *dolar* inwestowany aktywnie, nie zaś każdy *inwestor*. Ponieważ stosunkowo niewielka liczba osób zarządza większością kapitału inwestowanego na rynkach akcji, nie można wykluczyć, że znaczna część *inwestorów* będzie osiągała dodatnią stopę zwrotu, a jednocześnie znaczna część aktywnie inwestowanych kapitałów będzie generowała straty. Jest jednak mało prawdopodobne, by sytuacja ta miała miejsce w rzeczywistości. Trudno bowiem zakładać, by najlepsi profesjonalści zarządzający aktywami największych instytucji finansowych inwestujących na danym parkiecie radzili sobie gorzej niż wszyscy pozostali inwestorzy razem wzięci.

Jakie inne gry charakteryzują się ujemną kwotą oczekiwanej wypłaty? Wszystkie te, w które możesz zagrać w Las Vegas (chyba że grasz przy licznej publiczności). Dużo ludzi wygrywa w Las Vegas, zdecydowana większość jednak traci. Gdyby tak nie było, takie instytucje jak kasyna nie byłyby w stanie się utrzymać. Tego typu gry określa się mianem *hazardu* (ang. *gambling*), ponieważ o wygranej decyduje przypadek, a szanse na nią są niewielkie. Tymczasem aktywne zarządzanie własnymi finansami określa się mianem *inwestowania*. Przyznasz, że to nieco mylące określenie, skoro i tutaj Twoja wygrana zależy od wielu czynników, na które nie masz wpływu.

Poczekaj jednak. Czy nie jest tak, że szanse na wygraną na giełdzie są wyższe niż w Las Vegas? Cóż, *czasami* są. Szanse na to, że zarobisz pieniądze, nabywając określony portfel aktywów i utrzymując go przez długi czas (co najmniej kilka dziesięcioleci), są bardzo duże. Szanse na to, że uzyskasz wyższy dochód, inwestując aktywnie, są bardzo niewielkie. Co więcej, inwestując aktywnie, zmniejszasz jedynie swoje szanse (i zyski) w porównaniu z tymi, które są związane z inwestowaniem pasywnym.

### *Jak małe są więc Twoje szanse?*

Twoje szanse na wygraną w starciu z rynkiem zależą przede wszystkim od Twoich umiejętności: bardziej doświadczeni inwestorzy mają większe szanse na sukces, mniej doświadczeni — dużo mniejsze. Ponieważ jednak bardzo duży wpływ na ostateczny wynik inwestycyjny ma czysty przypadek (los) — i ponieważ Twoje umiejętności rosną w miarę upływu czasu — nie możesz z góry przewidzieć, jakie masz szanse na wygraną. Możesz jedynie oszacować je na podstawie danych historycznych na temat powodzenia strategii aktywnych, stosowanych *w przeszłości* przez innych inwestorów łącznie z tymi, których umiejętności daleko przewyższają umiejętności przeciętnego gracza — zajmującymi się inwestowaniem zawodowo.

Na przestrzeni ostatnich 50 lat pojawiło się mnóstwo badań, w których porównywano skuteczność obu rodzajów strategii. Niemal wszystkie te badania bez wyjątku wskazują, że po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych większość inwestujących aktywnie traciła. W najbardziej optymistycznych wynikach — zwiększających optymizm u tych inwestorów, którzy cały czas łudzą się, że inwestowanie aktywne nie jest jedynie stratą czasu i pieniędzy — zaledwie  $\frac{1}{3}$  inwestorów osiąga wyniki lepsze, niż wynosi średnia dla rynku. W najbardziej pesymistycznej wersji odsetek inwestorów, którzy radzą sobie gorzej niż *benchmark*, sięga aż 97%.

Innymi słowy, badania te wskazują, że szanse inwestorów aktywnych na pokonanie rynku są jak 1 do 3 (w najlepszym razie) lub 1 do 33 (w najgorszym razie). Ten drugi wskaźnik odpowiada mniej więcej szansie trafienia określonej liczby w ruletce. Zauważ jednak, że w całej tej analizie nie pojawiło się słowo o konieczności zapłacenia należnych *podatków*. Fundusze pasywne zdają się efektywne pod względem podatkowym, podczas gdy w przypadku funduszy aktywnych wynik po opodatkowaniu może ulec istotnemu obniżeniu<sup>7</sup>.

Grając w ruletkę, jeśli masz szczęście i uda Ci się trafić w odpowiednią liczbę (szanse jak 1 do 38), otrzymujesz „zwrot”, który przynajmniej w przybliżeniu pokrywa związane z grą ryzyko (wypłata w stosunku 35 do 1). Zwrot ten oczywiście nie kompensuje *całkowicie* podejmowanego ryzyka, inaczej bowiem gra nie zapewniałaby zysku kasynu. Mimo wszystko relacje te są bardzo zbliżone.

---

<sup>7</sup> Dotyczy to tzw. funduszy wzajemnych (ang. *mutual funds*), których zysk z inwestycji po opodatkowaniu decyduje o wartości udziałów w funduszu. W takim przypadku aktywna strategia częstego dokonywania transakcji zwiększa zysk funduszu, podlegający opodatkowaniu każdego roku (w odróżnieniu od spotykanych w Polsce otwartych funduszy inwestycyjnych, gdzie inwestorzy kupują jednostki uczestnictwa, z których zysk jest opodatkowany pod koniec inwestycji) — *przyp. tłum.*

Tymczasem na rynkach finansowych, gdy masz na tyle szczęścia, by „trafić odpowiednią liczbę” i pokonać rynek, prawdopodobnie nie będziesz mógł liczyć na zysk adekwatny do podejmowanego ryzyka. Dlaczego? Ponieważ przeciętny inwestor aktywny (ryzykant) wypracowuje niższą nadwyżkę ponad stopę zwrotu z *benchmarku*, niż wynosi przeciętny „niedobór” zysku wykazywany przez innego inwestora. Dla przykładu, badania funduszy akcji przeprowadzone przez First Quadrant L.P. pokazują, że zaledwie jeden na pięć funduszy zarządzanych aktywnie pokonał indeks S&P 500 w 20-letnim okresie do roku 1998. Przeciętny zysk wygranych w tej grze pokonał rynek o 1,35 punktu procentowego rocznie. Przeciętny przegrany otrzymywał stopę zwrotu o 2,64 punktu procentowego rocznie niższą od stopy zwrotu indeksu. Chociażby więc z powodu tej dysproporcji w wygranych nie można powiedzieć, że inwestowanie aktywne to najlepszy sposób na pomnożenie majątku, nawet jeśli wyjściowe szanse na wygraną są jak 1 do 2.

Mówiąc inaczej, w grze „zarządzanie aktywne” inwestorzy nie powinni zakładać, że ryzyko związane z inwestycją zostanie odpowiednio skompensowane przez oczekiwany zysk, w przeciwieństwie do takich gier hazardowych jak ruletka, wyścigi konne czy lotto. Nawet jeśli uda im się odnieść sukces, otrzymają wypłatę, która będzie minimalnie przekraczała *pewny* zwrot, jaki oferują strategie pasywne. Jeśli jednak nie będą mieli szczęścia, stracą relatywnie więcej<sup>8</sup>. Inwestowanie aktywne to — w większości przypadków — nie najlepszy pomysł na pomnażanie majątku.

---

<sup>8</sup> Różnice między inwestowaniem opartym na strategiach aktywnych a opartym na strategiach pasywnych można zilustrować następującym przykładem (wykorzystującym podane w tekście wartości liczbowe). Założmy, że proponuję Ci wzięcie udziału w pewnej grze. Jeśli nie zdecydujesz się na wejście do gry, zapłacę Ci 10-krotność obowiązującej stawki. Jeśli zaś postanowisz skorzystać z mojej propozycji, poproszę Cię o podanie jednej liczby naturalnej z przedziału od 1 do 5, a następnie pokręcę

Nie chcę przez to powiedzieć, że wygrana przy stosowaniu strategii aktywnych jest zupełnie nierealna. W czasie hossy prawdopodobieństwo uzyskania stopy zwrotu powyżej przeciętnej jest na tyle duże, że nawet kiepski inwestor jest w stanie ją osiągnąć (nie-mała będzie w tym zasługa przypadku, choć sukces taki zostanie raczej poczytany jako wynik umiejętności własnych inwestora). W takich warunkach rynkowych strategia pasywna przyniosłaby relatywną stratę. W czasie bessy zaś szanse na zarobienie pieniędzy są niewielkie, bez względu na obraną strategię. Gdy jednak inwestuje się aktywnie, są one jeszcze mniejsze.

Dlaczego inwestowanie aktywne nie jest mimo wszystko postrzegane jako rodzaj hazardu? Prawdopodobnie składają się na to trzy przyczyny. Po pierwsze, większość inwestorów stosujących strategię aktywną nie zdaje sobie sprawy z tego, że ich szanse na sukces są niewielkie. Po drugie, nawet ci inwestorzy, którzy generalnie tracą na obranej strategii, od czasu do czasu zarabiają pieniądze — poprawia im to samopoczucie, ale jednocześnie przesłania rzeczywisty obraz sytuacji. Po trzecie, żadnemu z szanujących się inwestorów nawet przez myśl nie przejdzie, że mógłby zostać zaliczony do tej większości graczy, którą określa się mianem „dawców kapitału”.

---

pięciopolowym kołem ruletki, które wskaże liczbę wygrywającą. Jeśli wskazałeś tę właśnie liczbę, wypłacę Ci równowartość 15-krotności zapłaconej stawki. Jeśli jednak dokonałeś niewłaściwego wyboru, zapłacę Ci jedynie sześciokrotność stawki. Innymi słowy, jeśli zdecydujesz się na wejście do gry, masz 20% szansy na wygraną (i zyskanie więcej, niżbym Ci zapłacił za powstrzymanie się od grania) oraz 80% szansy na przegraną (i dużo niższą wygraną). Ja zatrzymam wszystko, czego nie uda Ci się wygrać. Czy przy takich założeniach zagrałbyś ze mną?