

## Szanowni Czytelnicy,

*W bieżącym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion poruszamy się po tematach najbardziej aktualnych - eksperci rynków finansowych starają się przedstawić nowe możliwości inwestycyjne, ale również odpowiedzieć na pytania stawiane przez ostatnie wydarzenia ekonomiczno-polityczne.*

*Zachęcamy do lektury!*

### Możliwości inwestycyjne na rynku towarowym, czyli jak polski inwestor może zająć na nim pozycję

**Wraz ze wzrostem świadomości inwestycyjnej Polaków rośnie także zainteresowanie rynkiem surowcowym.** Pierwszym kontaktem przeciętnego polskiego inwestora jest bardzo często zakup akcji KGHM. Tradycyjnie uważa się, że ta właśnie spółka pozwala uzyskać ekspozycję na rynek surowców przemysłowych (miedzi). Ostatnio dosyć głośno mówiło się także o tym, że wyniki KGHM zależą również od cen srebra. Na szczęście inwestycje w akcje tego blue chip'a nie koniecznie muszą być jedyną alternatywą dla inwestora szukającego ekspozycji na rynek surowcowy.

Zanim dowiemy się, jak inwestować na rynkach towarowych, warto pokusić się o przedstawienie kilku grup surowców i ich najlepszych reprezentantów.

**Pierwsza grupa to metale szlachetne.** Tutaj niekwestionowanym liderem jest rynek złota. W świecie inwestycji złoto często jest traktowane jako bezpieczna przystań w okresach zawirowań na rynkach finansowych, jest również postrzegane jako zabezpieczenie przed inflacją. W życiu codziennym złoto znajduje szerokie zastosowanie w przemyśle jubiler-

skim, medycynie i elektronice. Wiele banków centralnych utrzymuje część swoich rezerw w złocie. Jeżeli zatem chcielibyśmy inwestować na rynku metali szlachetnych, to złoto zdecydowanie jest kandydatem numer jeden.

**Kolejną grupą są surowce energetyczne.** Tutaj króluje ropa naftowa, zwana także „czarnym złotem”. Ropa naftowa jest najważniejszym surowcem energetycznym na świecie. Dzięki niej mógł nastąpić szybki rozwój cywilizacji w ostatnim stuleciu. Surowiec ten jest wykorzystywany w przemyśle, transporcie i wielu innych gałęziach globalnej gospodarki.

**Ostatnią grupą surowców omawianą w niniejszym artykule są surowce rolne.** Polskim inwestorom, ale także konsumentom najbliższym reprezentantem z tej grupy wydawać powinna się pszenica. To jeden z najważniejszych gatunków zbóż na świecie. Surowiec ten jest wykorzystywany do produkcji wysokogatunkowych mąk, z których wyrabia się m.in. chleb, makarony i produkty cukiernicze. Poprzez wysoki udział cen żywności w koszyku inflacyjnym, ceny pszenicy

### W numerze:

- Marcin Sobociński z QUERCUS TFI S.A. przedstawia możliwości inwestycyjne na rynku towarowym,
- o funduszach aktywnej alokacji i absolutnej stopy zwrotu opowiada Grzegorz Zatrzyb ze SKARBIEC TFI S.A.,
- scenariusz wyjścia Grecji ze Strefy Euro analizuje Paweł Małyska z TFI Allianz Polska S.A.,
- na pytanie kupować, czekać, czy uśredniać postara się odpowiedzieć Piotr Zagała z Nordea Investment Management AB,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: im gorzej, tym lepiej,
- o wpływie emocji na inwestycje Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.



mogą zachowywać wysoką korelację z tym wskaźnikiem.

Mamy zatem trzech kandydatów (nie licząc KGHM) do budowy ekspozycji na rynku surowcowym. Są to: złoto, ropa naftowa i pszenica. **Czy polski rynek funduszy inwestycyjnych oferuje narzędzia do inwestowania w te właśnie surowce.** Teraz już tak. Dla zamożnych i doświadczonych inwestorów Quercus TFI S.A. uruchomiło aż 6 subfunduszy pozwalających na uzyskanie dowolnej ekspozycji w przedziale od +200% do -100% na każdym z w/w rynków

osobno. Jak to działa? Inwestor, który chciałby zainwestować na rynku złota, ropy naftowej lub pszenicy ma do dyspozycji dwa rodzaje subfunduszy dla każdego z tych surowców: **subfundusz typu lev** i **subfundusz typu short**. Subfundusze typu lev bazują na dźwigni finansowej (x2) i pozwalają uzyskać ekspozycję na rynku kontraktów terminowych na dany surowiec na poziomie +200%. Subfundusze typu short pozwalają zyskiwać w trakcie spadków cen kontraktów terminowych na dany surowiec dzięki ujemnej pozycji (-100%). Rozpatrując te dwa typy subfunduszy łącznie, mamy możliwość uzyskania tak szerokiego spektrum ekspozycji. Warto pamiętać, że są to produkty dla inwestorów z dużym doświadczeniem, którzy mają już wyrobiony pogląd na to, w którą stronę mogą podążać ceny danego surowca i szukają zaawansowanych narzędzi do uzyskania właściwej ekspozycji. W odniesieniu do subfunduszy, które nie są aktywnie zarządzane:

- w okresie wzrostów cen danego surowca subfundusz typu lev będzie przynosił zyski (w przybliżeniu dwukrotnie większe niż dzienna zmiana ceny kontraktów terminowych na dany surowiec),
- a subfundusz typu short będzie wtedy przynosił straty (proporcjonalne w ujęciu dziennym do wzrostów aktywa bazowego).

Podsumowując: doświadczeni inwestorzy wykorzystując wyżej opisane metody mają już możliwość budowania dowolnej ekspozycji na w/w rynkach, a co za tym idzie, mogą być przygotowani na dowolny scenariusz od „Eurogedonu” do hossy.

#### **Marcin Sobociński**

Dyrektor Sprzedaży i Marketingu

QUERCUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Fundusze aktywnej alokacji i absolutnej stopy zwrotu - rozwiązanie wyłącznie na trudne czasy czy prawdziwa alternatywa dla funduszy akcyjnych?

Fundusze absolutnej stopy zwrotu i aktywnej alokacji to dość modny temat w ostatnich czasach. Pozwolę sobie od razu postawić tezę, iż podobnie jak każda inna, także i ta moda przemienie.

Genezą powszechności tego typu funduszy w ofercie wielu TFI była oczywiście sytuacja na rynkach, zwłaszcza na rynkach akcji, jaka ukształtowała się po wybuchu kryzysu, którego początek symbolizowany jest przez upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers. Gwałtowne załamanie rynków finansowych zakończyło trwającą wiele lat hossę na rynkach większości aktywów i z dnia na dzień przysła magia łatwego zarabiania.

**Pęknięcie baniek spekulacyjnych na wielu rynkach spowodowało wyceny do realnych poziomów, jednak inwestorzy w wielu przypadkach zinterpretowali to jako zmianę pewnych para-**

**dygmatów, co dało asumpt do spisania strategii „kup i trzymaj” na straty.**

Firmy zarządzające aktywami stanęły przed trudnym zadaniem przekonania klientów, że ich usługi niosą ze sobą konkretną wartość. Wiele z nich zaczęło proponować fundusze oparte na aktywnym alokowaniu środków w wybraną klasę aktywów, z reguły akcje. **Upraszczając sprawę, chodzi o kupowanie akcji, gdy mają rosnąć i sprzedawanie, gdy mają spadać.** Moim zdaniem wymaga to wiedzy niemalże magicznej, legendarnej zdolności „łapania dołków i gór”. Z kolei fundusze absolutnej stopy zwrotu stanowią mają remedium na „benchmarkowy” charakter klasycznych funduszy. **Określenie referencyjnej stopy zwrotu dla funduszu powoduje, że niezależnie do sytuacji rynkowej zachowuje się on bardzo podobnie do stanowiącego ją indeksu.** W wa-

runkach dużej zmienności na rynku i silnych spadków taka sytuacja jest trudna do zaakceptowania dla inwestorów, zwłaszcza jeśli utracili zaufanie do długoterminowych relacji stóp zwrotu z akcji i wzrostu gospodarczego. W funduszach typu „absolute return” referencyjna stopa zwrotu to na przykład 5% w skali roku. Nie trudno się domyślić, iż zarządzający takim funduszem za pierwszoplanowe zadanie postawi sobie zrealizowanie tej swoistej obietnicy. Ponieważ jednak prawo zachowania materii i energii obowiązuje także na rynkach finansowych, możemy śmiało zaryzykować twierdzenie, iż finalnie rzeczywista stopa zwrotu będzie w niewielkim stopniu odbiegać od owego benchmarku.

Spotyka się często argument, iż rozumowanie jakie przedstawiłem jest niewłaściwe, gdyż fundusze aktywnej alo-

kacji i absolutnej stopy zwrotu są tak skonstruowane, iż większość wynagrodzenia zarządzającego zależy od pobicia benchmarku czy też osiągnięcia stopy zwrotu wyższej niż założona. Dlatego też zarządzający jest bardzo zmotywowany do osiągnięcia dobrego wyniku. Jest to wbrew pozorom teza dość przewrotna. Przewrotna z dwóch względów. Po pierwsze, zakłada ona implicite, że w innego rodzaju funduszach zarządzający specjalnie się nie starają. Po drugie, pomija fakt, iż takie „starania” prowadzą do podejmowania bardzo dużego ryzyka.

Jak bowiem wiemy z teorii finansów, im wyższe stopy zwrotu, tym wyższe ryzyko. Wysokie ryzyko zaś to nic innego jak wysoka zmienność wartości jednostki funduszu. Czyli coś, czego jakoby mielibyśmy uniknąć uciekając od strategii „kup i trzymaj”.

**Fundusze aktywnej alokacji i „absolute return” na pewno są potrzebne, jednak należy pamiętać o ich ograniczeniach i uwarunkowaniach.** Moim zdaniem nie zastąpią one klasycznych, „benchmarkowych” funduszy, które

są podstawą długoterminowego inwestowania. Fundusze aktywnej alokacji to „funduszowa” wersja spekulacji giełdowej i choć nie trzeba się zamykać na taką formę inwestowania, to na pewno nie powinna stanowić dużego udziału w portfelu.

**Grzegorz Zatoryb**

Dyrektor Zespołu Analiz

SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

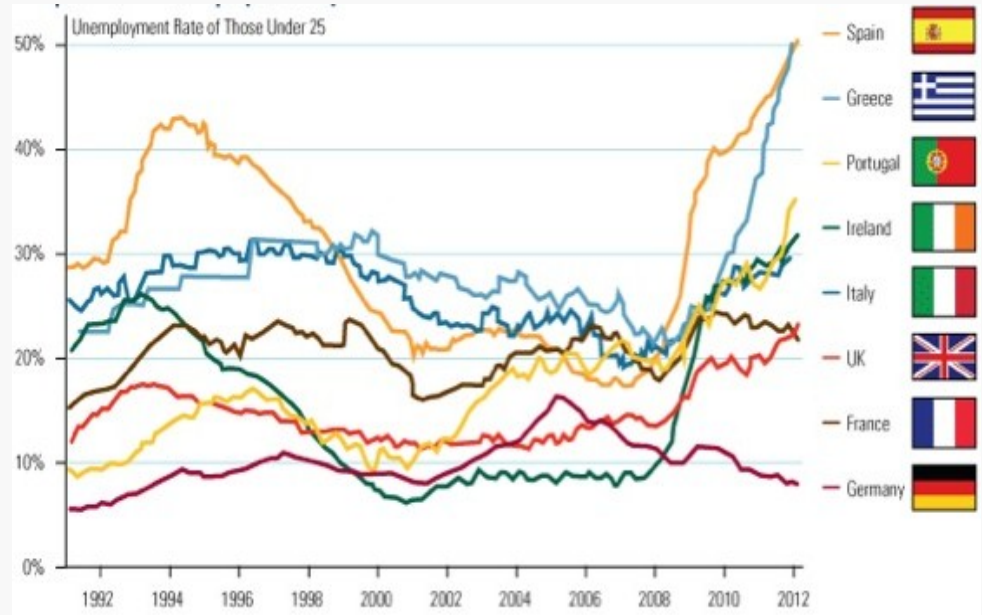
## Wyjście Grecji ze strefy euro – realne zagrożenie czy łatwe wytłumaczenie spadków?

**Dramat grecki to jeden z ekstremalnych przejawów kryzysu, w jakim znalazła się strefa euro.** Kryzys znalazł się na etapie, na którym wyjście Grecji z unii walutowej to coraz bardziej realny scenariusz. Program naprawczy tzw. Trojki (MFW, EU, ECB) okazał się nieskuteczny (nie zrealizowane zostały cele stawiane w programie), a społeczeństwo greckie jest coraz mniej skłonne do dalszych wyrzeczeń.

Program aplikowany Grecji i innym krajom południa, polegał na wprowadzeniu szeregu działań zmierzających do stopniowej dyscypliny fiskalnej (tzw. austerity measures). Politycy wierzyli, że przywróci to zaufanie rynków finansowych, a co ważniejsze, pojawią się mechanizmy dostosowawcze w postaci „wewnętrznej dewaluacji” - obniżenia płac do poziomu przywracającego konkurencyjność wspomnianych gospodarek. Niestety, taka polityka w momencie delewarowania sektora prywatnego, braku pola manewru po stronie polityki monetarnej doprowadziła do długotrwałej recesji, która zamiast poprawić, pogłębiła deficyty finansów publicznych.

Wszystkie z pierwotnych założeń IMF dotyczących Grecji, muszą być skorygowane ponownie „in minus” i to pomimo faktu, że Grecja dokonała pewnego wysiłku i ograniczyła wydatki budżetowe o

Wykres nr 1 Stopa bezrobocia w grupie osób poniżej 25 roku życia.



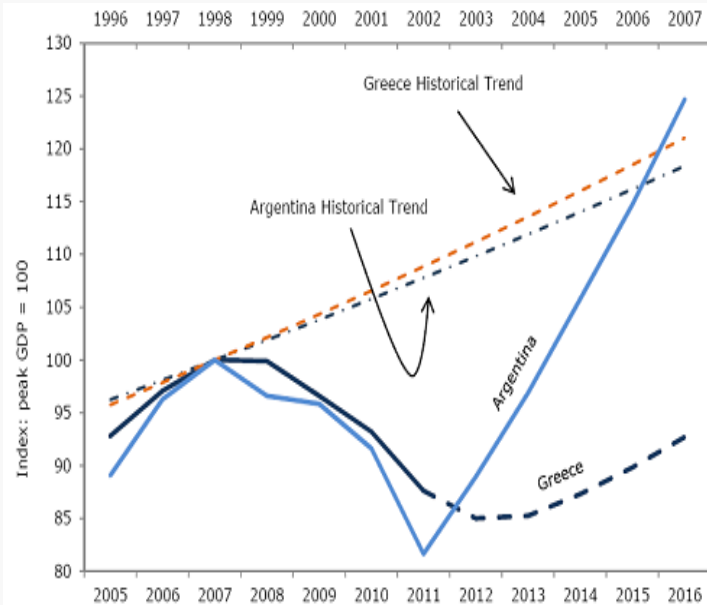
Źródło: Thomson Reuters Datastream, Eurostat; Reuters graphic/Scott Barber 4/2/2012

blisko 9% PKB w okresie 2010-2011. **Największy problem dotyczy jednak niższych od zakładanych wpływów budżetowych uzależnionych od tempa zmian PKB oraz przychodów z prywatyzacji (założone pozyskanie 35 mld EUR w okresie dwóch lat przy dzisiejszym sentymencie i wycenach spółek to tzw. „wishful thinking”).** Uszczelnienie systemu podatkowego nie przyniosło również zamierzonych efektów – Grecy albo nie płacą dalej podatków, albo płacąc nowe przestali płacić np. rachunki za

energię, co zmusiło rząd grecki do dotowania sektora energetycznego w celu uniknięcia jego bankructwa.

**Grecja, prowadząc rozrzućną politykę fiskalną, fałszując statystyki długu publicznego, unikając płacenia podatków na szeroką skalę, sama płaci teraz ogromne koszty społeczne opisanej sytuacji objawiające się bezrobociem na poziomie 22% (50% wśród młodych ludzi).** Wygląda jednak na to, że społeczeństwo greckie po kilku latach

Wykres nr 2 PKB: Argentyna (1996-2007) vs. Grecja (2005-2016).



Źródło: opracowanie własne.

recesji ma dość dalszych oszczędności i zaczyna okazywać to głosując za radykalnie politycznymi rozwiązaniami.

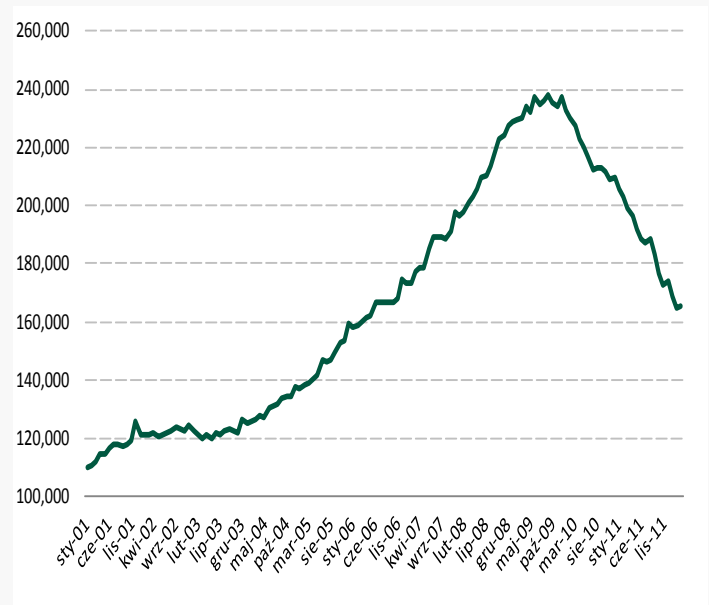
**Uważam, że Grecja znalazła się na etapie, gdzie jedynie wyjście lub quasi wyjście ze strefy euro może rozwiązać jej problemy i to pomimo dalszego pogłębienia recesji, którego zapewne doświadczy w okresie kilkukilkunastu miesięcy po wyjściu.** Następująca po tej decyzji rynkowa dewaluacja drachmy lub pozostanie w strefie euro połączone z quasi dewaluacją (ustalenie parytetu nowej waluty vs. euro) jest jedynym sposobem do odzyskania konkurencyjności przez gospodarkę grecką. **Inne rozwiązania będą ponownym kupowaniem czasu.** Sporo analogii do obecnej sytuacji Grecji można dostrzec do tego, co wydarzyło się w latach 1998-2001 w Argentynie, która przez 3 lata bezskutecznie próbowała dokonać wewnętrznej dewaluacji, pozostając przez ten okres w recesji. W grudniu 2001 r. Argentyna zbankrutowała i zdewaluowała walutę. Gospodarka tapnęła 5% w następnym kwartale, aby następnie wzrosnąć o 63% w przeciągu kolejnych 6 lat. Wzrost gospodarczy był możliwy dzięki wzrostowi konsumpcji i inwestycji. Co ciekawe, obecnie eksport Grecji w relacji do GDP jest dwa razy większy niż w tamtym czasie eksport

Argentyny, co daje podstawy sądzić, że eksport mógłby być także motorem wzrostu. Z drugiej strony brak waluty narodowej oraz brak jasnych mechanizmów wyjścia ze strefy euro będzie komplikować realizację opisanego scenariusza.

Podstawowym problemem i pytaniem stojącym przed euro nie jest samo wyjście Grecji (0.3% światowego GDP) i konieczność utworzenia kolejnych rezerw na dług grecki. Problemem byłoby ewentualne wyjście - bankructwo pozostałych krajów z grupy PIIGS, a zwłaszcza Włoch i Hiszpanii. Wówczas banki z takich krajów jak Wielka Brytania, Niemcy, Francja, które pośredniczą w dużej części handlu międzynarodowego, poniosłyby ogromne straty na swoim zaangażowaniu w tych krajach. Skala potencjalnie negatywnego zjawiska jest ogromna, ponieważ obecnie banki europejskie posiadają ulokowane ok. 1,2 biliona USD w długu krajów PIIGS.

Poza tym, samo prawdopodobieństwo, czy też obawy takiej sytuacji mogłyby spowodować run na banki tych krajów, tak jak stało się to w Grecji. Spadek wiary co do nienaruszalności strefy spowoduje poważne problemy pozostałych krajów PIIGS. **Dlatego bardzo istotne będzie przywrócenie zaufania na ryn-**

Wykres nr 3 Depozyty sektora prywatnego w Grecji, EUR mld.



Źródło: opracowanie własne.

**kach w postaci zdecydowanych deklaracji i działań.** Aby uniknąć niekontrolowanego rozpadu strefy, EBC i IMF będą musiały postawić „firewalla” – nielimitowanego, bezwarunkowego wsparcia EBC dla zagrożonych krajów i banków, zagwarantowania depozytów w walucie euro, interwencji dla rynku obligacji. Bez zdecydowanej postawy wstrząs na peryferiach Europy i lokalny charakter „choroby” może doprowadzić do globalnej recesji.

Wydaje się, że same działania EBC, MFW w długim terminie nie wystarczą. Europejscy decydenci będą musieli przedstawić wiarygodny plan przywrócenia równowagi na rachunkach obrotów bieżących i pomocy gospodarkom Euro-landu poprzez jakąś formę stymulacji i kontroli fiskalnej krajów strefy euro. W celu uniknięcia niepokojów społecznych oraz przywrócenia trwałej zdolności do obsługi zadłużenia gospodarki krajów z grupy PIIGS muszą również wrócić na ścieżkę wzrostu.

#### Paweł Małyska

Zarządzający Allianz Akcji Plus, Allianz Akcji Małych i Średnich Spółek i Allianz Selektynny.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

## Kupować, czekać na dołek czy uśredniać, czyli jak budować długą pozycję w akcjach na spadającym rynku.

Rynek kapitałowy jest zadziwiającym zjawiskiem, na którym człowiek myślący, czyli homo economicus, zamienia się w człowieka nierozsądnego, którego nazywać by można homo panicus. W normalnych warunkach nikomu nie przyjdzie kupować auta po cenie 100 tys., by za pół roku zbywać je po 60 tys. Na giełdzie takie zjawisko jest powszechne.

Z czego może to wynikać? Najprawdopodobniej z braku jakiegokolwiek oceny wartości nabywanego aktywa. W przypadku samochodu znamy jego orientacyjną wartość. **Tymczasem osoba, która o wycenie spółek nie ma pojęcia, może zmieniać zdanie pod wpływem szczątkowych, przypadkowych i często nieistotnych informacji.**

Osoby, które potrafią oszacować tą wartość na podstawie np. przyszłych płatności dywidend przez spółki podejmują decyzje racjonalnie i bez zbędnej paniki. Doskonałym przykładem takiego inwestora jest Warren Buffet, który inwestuje w spółki na podstawie własnej oceny przyszłych przepływów gotówkowych w nabywanej spółce.

Doskonałym przeciwieństwem są inwestorzy sprzedający akcje ponieważ... boją się wpływu upadku Grecji na gospodarkę światową. Oczywiście ostatnia słabość giełd jest usprawiedliwiona słabnącym wzrostem gospodarczym na całym świecie, ale fakt ten jest znany nie od dziś. Tymczasem, w przeciągu 3 tygodni mają kapitalizacja światowych giełd spadła o 4 biliony dolarów, czyli dziesięciokrotnie więcej niż wynosi całe zadłużenie Grecji!

**Oczywiście każdy jest mądry po czasie i nie jest naszym celem stwierdzenie, co trzeba było robić tylko, co należy robić w przyszłości. Otóż do wyboru mamy właściwie tylko trzy alternatywy:**

- zarabiać dużo, kupując w okolicach dna i sprzedając w okolicach szczytu,
- być lepszym od przeciętnego inwestora (tzw. tłumy) i uśredniać nasze ceny,
- kupować to co kupują wszyscy, podążać za tzw. tłumem i zazwyczaj tracić nasze oszczędności.

Alternatywa pierwsza jest, jak już wspominałem, najlepsza dla doświadczonych graczy, którzy wiedzą co kupują, którzy potrafią ocenić przyszłość spółek i stwierdzić, czy w dłuższej perspektywie wycena spółki jest niska czy wysoka. Oczywiście, sama wiedza nie wystarcza. Trzeba też mieć silne nerwy i najlepiej być bogatym (stara prawda pieniądź robi pieniądź się sprawdza). Osobiście jestem przedstawicielem branży, której członkowie wiedzą, jak wyceniać spółki. Jednak wielu zarządzających mimo to osiąga wyniki gorsze od rynku. Jaka jest tego przyczyna? Najczęściej przyczyną jest presja klientów. Na szczycie rynku klienci inwestują w fundusze najbardziej agresywne. Działy sprzedaży wymagają od zarządzających wyników. Sam znam przypadek, gdzie w 2007 r. jeden z zarządzających musiał rozstać się z pracą, gdyż miał zbyt niską alokację w akcjach. Wiedział (jak większość osób z doświadczeniem), że akcje są zbyt drogie, a wyceny są szalone. Wykorzystał tę wiedzę i... poległ, gdyż produkt w okresie największej prosperity został przygotowany na nadchodzący krach, a nie na bezzasadną i można to stwierdzić głupią hossę. **Tak więc droga do bogactwa jest prosta. Wystarczy „tylko” posiadać dużą wiedzę i silne nerwy.** Przygotować się na nieprzespane noce, gdy rynek w wyniku wrodzonej



inercji przereaguje i nasze pozycje, choć uzasadnione fundamentalnie, przyniosą w średnim terminie straty.

Opcja druga, czyli zarabianie bez zaangażowania emocjonalnego. Jest to opcja XXI wieku, która zakłada specjalizację, w przeciwieństwie do opcji z XVI w., w ramach której człowiek renesansu powinien znać się na wszystkim. Jest to opcja zalecana każdemu, kto zna się na swej pracy, kto osiąga sukcesy w swoim zawodzie i chce te sukcesy osiągać także w przyszłości. Jako pacjent wolałbym, by lekarze kształcili się w swoim zawodzie, jako mieszkaniec wolałbym, by właściciele firm budowlanych poznawali nowe techniki zamiast stresować się, męczyć po godzinach prywatnymi inwestycjami giełdowymi. Niestety, często jest inaczej i nie raz słyszałem historie o osobach, które sprzedawały dobrze prosperujące hurtownie, by uzyskane środki zainwestować, a właściwie stracić zbyt aktywnie grając na giełdzie. **Opcja druga jest więc opcja dla specjalistów, osób sukcesu, które zajmują się na co dzień innymi profesjami niż inwestycje giełdowe, dla osób, które nie chcą stracić zarobionych pieniędzy, ale stabilnie pomnażać je w długim okresie.**

**Pozostaje nam jeszcze trzecia opcja, tj. opcja człowieka wечно zadowolonego, aczkolwiek wечно biednego.** Osoby, które słysząc, iż wszyscy sąsiedzi zarobili na akcjach dołącza do nich. I gdy traci, ma świadomość że sąsiedzi też tracą (więc nie jest tak źle). Jest to opcja dla osób, które lubią kierować się tym co przeczytają w gazetach czy usłyszą w telewizji. Od zawsze jest bowiem prawdą że inwestowanie za radą mediów przynosi tylko straty. Na-

główki typu „czarne prognozy”, „indeksy toną” czytałem w sierpniu i wrześniu ub.r., gdy rynek znajdował się w przededniu wzrostów.

Do szanownego czytelnika należy decyzja, co robić i którą opcję wybrać. **W mojej ocenie najlepszą rekomendacją jest, by ludzie sukcesu, poświęcili swój czas temu, co robią i w czym są bardzo dobrzy, a inwestycji dokonywali systematycznie bez względu na**

**poziom rynku.** Ludzie tacy jak ja (czyli zarządzający funduszami) powinni z kolei brać na siebie stres walki z rynkiem, który niestety nie zawsze zachowuje się racjonalnie.

#### Piotr Zagala

Dyrektor Inwestycji Akcyjnych

Nordea Investment Management AB  
Oddział w Polsce

### Okiem Piotra Kuczyńskiego: Im gorzej, tym lepiej



W maju uwaga skupiła się na wyniku wyborów w Grecji i we Fran-

cji. **Uważam, że negatywnego znaczenia dla rynków nie miała wygrana przez socjalistę Francois Hollande'a wyborów prezydenckich we Francji.** Z tym rynki się już pogodziły, bo przed wyborami nie było nawet jednego sondażu, który dawałby szansę Nicolasowi Sarkozyemu. Poza tym, nie taki Hollande straszny – nawet w jego zapowiedziach nie było widać wielkich zagrożeń. Jest politykiem głównego nurtu. Wygrał polityczkę z Nicolasem Sarkozy, czeka go bitwa z rynkami finansowymi (jeśli będzie chciał naprawdę skrócić w lewo, w co wątpię), a i tak za kilka laty wojnę wygra ulica.

Widać to było wyraźnie właśnie w Grecji, gdzie sytuacja była fatalna. Tam wyborcy ukarali PASOK i Nową Demokrację za podpisanie wbrew woli elektoratu porozumień z „trojką” (MFW, KE, ECB). Ukarał tak mocno, że drugie miejsce zajął Radykalny Front Lewicy SYRIZA pod wodzą Alexisa Tsiprasa. Nie udało się utworzyć rządu i Grecję czekały w czerwcu nowe wybory. Może się okazać,

że te ponowione wybory dadzą zwycięstwo właśnie partii Tsiprasa. Jego bojowe wypowiedzi i czekanie na wybory (17 czerwca) zachęciły właściwie wszystkie greckie partie do wspomnienia przynajmniej o renegocjacji memorandum podpisanego z „trojką”. nakazującego przeprowadzenie cięć i prywatyzacji, które Grecji się nie mogły spodobać.

**Do czasu wyborów w Grecji (17.06) będzie trwała psychologiczna wojna z greckim społeczeństwem mająca na celu wystraszenie go perspektywą wyjścia ze strefy euro.** Inwestorzy mogą liczyć na to, że wystraszeni Grecy (70-80 procent chce pozostania tego kraju w strefie euro) zagłosują w czerwcu „właściwie”, czyli tak, żeby za cenę niewielkich ustępstw obie strony ogłosiły sukces. Nie wykluczam tego scenariusza. W połowie maja nastąpiła zmiana lidera sondaży - zdecydowanie przewodziła Nowa Demokracja, co dawało nadzieję na koalicję z PASOK.

Wszystko zależy teraz od tego, jakie decyzje podejmą politycy. **Naprzeciwko siebie w tej „chicken game” pędzą elektoraty (nie tylko greckie), które nie chcą drakońskich oszczędności i politycy (nie tylko niemieccy), którzy ratunek widzą tylko w oszczędnościach.** Ktoś musi złagodzić stanowisko. Francois Hollande naciska na Niemcy, żeby zmusić Europę do zrezygnowania z kie-

runku wyłącznie na oszczędności – chce promować rozwój dający miejsca pracy. Ma coraz większe poparcie wśród rządów UE, więc niewykluczone, że to unijni politycy się cofną.

**W zasadzie można rozważyć dwa scenariusze.** Pierwszy (bardziej prawdopodobny) to taki, w którym wystraszeni Grecy wybiorą „właściwie”, czym przedłużą agonię, a rynki za parę tygodni (miesiące, dni – niepotrzebne skreślić) zajmą się na przykład Hiszpanią. W międzyczasie indeksy będą jednak rosły. Drugi, w którym Grecy wybiorą tak, że wystraszą do końca rynki i polityków. Ten scenariusz jest mniej prawdopodobny, ale za to optymalny. Wystraszeni politycy bardzo szybko wymusiliby na ECB deklarację skupu obligacji lub zdecydowali o emisji euroobligacji. Wtedy na dłuższy czas (co najmniej rok) kryzysy zniknąłby z radarów, a indeksy pogalopowałyby na północ.

#### Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

## Jak inwestowanie, to tylko bez emocji

Wydawało by się, że nie ma nic prostszego niż kupić akcje i sprzedać je choć trochę drożej. Zadanie to, wydaje się jeszcze łatwiejsze jak uzmysłowimy sobie, że w długim terminie ceny akcji powinny zawsze rosnać. Przecież ludzie cały czas się bogacą, potrzebują nowych towarów i usług, a więc spółki powinny generować wyższe przychody, a co za tym idzie również i zyski. **Jak się jednak okazuje, sztuka pomyślnego inwestowania wcale nie jest taka prosta.**

Można doskonale znać się na analizie technicznej czy fundamentalnej, doskonale orientować się w prawach rządzących światem pieniędzy, a mimo to na giełdzie można tracić pieniądze. Gdzie zatem tkwi problem? Odpowiedź brzmi... w naszej głowie. **Emocje związane z inwestowaniem pieniędzy są tak duże, że niejednokrotnie wpływają na podejmowane przez nas decyzje, co ostatecznie sprowadza się do wydawania złych osądów i do tracenia pieniędzy.** O finansach behawioralnych napisano już wiele książek, jednak postanowiłem przypomnieć kilka najważniejszych pułapek, w jakie wpada nasz umysł, nie pozwalając nam zrealizować postawionych sobie celów. Ich dobra znajomość oraz własna praca nad kontrolowaniem naszych emocji będzie już dużym krokiem, aby na giełdzie zarabiać nie tylko w czasie hossy, ale również w mniej korzystnych warunkach.

Największą pracą, jaka należy wykonać jest pogodzenie się z ewentualnymi stratami. Nikt nie jest nieomylny i zawsze zdarzy zawrzeć transakcje, na której zarobić będzie bardzo trudno. Wielu inwestorów nie dopuszcza do siebie myśli, że popełnili błąd i zbyt długo przetrzymuje stratną pozycję. Jest to największy grzech inwestora, gdyż o ile np. 20-proc. stratę łatwo można pokryć przyszłymi zyskami, to jeśli zdecydujemy się trzymać akcje aż „odrobiają” swoją wartość, to z inwestycji wyjdziemy zapewne całkowicie zrezygnowani, realizując w efekcie stratę bliska 90 proc. Jeśli po

Schemat nr 1



takim spadku akcje wzrosną z kolei o 90 proc. nie oznacza to, że wyszliśmy na 0. Aby odzyskać utracony kapitał, akcje powinny wzrosnąć wówczas o niebotycznie 900 proc. (!).

Strata (%)	Zysk (%)
5	5,3
10	11,1
15	17,6
20	25
25	33
30	42,9
40	66,7
50	100
60	150
75	300
90	900

Typowy schemat zawierania transakcji przez początkującego inwestora przedstawia schemat nr 1.

Takie zachowanie wynika z bardzo dużej awersji człowieka do ponoszenia strat. Niechęć do tracenia pieniędzy, sprawia, że jesteśmy skłonni zaryzykować poniesienie jeszcze większej straty, aby tylko zachować szansę na uratowa-

nie status quo. Stąd właśnie bardziej powszechna w warunkach zysków postawa ostrożności zamienia się w skłonność do ryzykowania, gdy wkraczamy w sferę strat.

**Inną przyczyną, która sprawia, że nie jesteśmy skorzy do zamykania stratnych pozycji, jest niechęć do przyznania się przed samym sobą do błędu.**

W tym przypadku błędem byłaby konkretna decyzja inwestycyjna. Jako inwestorzy, ludzie mają skłonność do przeszacowywania własnych umiejętności. Chcemy wierzyć, że jesteśmy dobrzy w sferze zarządzania pieniędzmi, a skoro inwestycja trwa, strata cały czas nie jest przesądzona. Tą pułapkę wyeliminować można w bardzo łatwy sposób - poprzez ustawianie stop lossów, czyli poziomów po przekroczeniu, których inwestycja kończyłaby się samoczynnie. Można zatem uniknąć trudnego momentu, kiedy należy wystawić zlecenie kończące nietrafioną inwestycję. Oczywiście samo stosowanie zleceń stop nie eliminuje uczucia porażki, a dodatkowo istnieje bardzo duża pokusa, by poziomy aktywacji zlecenia ochronnego przesunąć

wraz ze zbliżaniem się kursu do tego poziomu.

**Co ciekawe, niechęć do zamykania stratnych pozycji i zbyt szybkie realizowanie zysków jest zupełnie na przekór znanej giełdowej zasadzie mówiącej o tym, aby zyskownych transakcji nie zamykać zbyt wcześnie.** Jeśli zdecydujemy się zamknąć transakcję z zyskiem, a akcje dalej będą drożeć pojawić się może uczucie żalu. W finansach jest to bardzo niebezpieczny stan emocjonalny, gdyż bardzo często skłania inwestorów do ponownego zajmowania pozycji, jednak w tym wypadku decyzja nie opiera się już tylko na twardych argumentach i realnych oczekiwaniach.

Badania psychologów niejednokrotnie pokazały też, jak wielki wpływ na decyzje inwestorów mogą mieć też takie czynniki jak pogoda czy wyniki wydarzeń sportowych. Okazuje się, że słoneczna pogoda powoduje, że czujemy się bardziej szczęśliwi, a przez to nasze osądy nie są obiektywne. Badania wykazały też, że w słoneczne dni bardziej jesteśmy skłonni kupować akcje niż je sprzedawać. Przykłady te doskonale pokazują, jak z

poзору nieistotne elementy wpływają na nasze osądy i podejmowane decyzje.

Ludzki umysł wpada w ogromną liczbę pułapek, uniemożliwiając nam osiągnięcie dobrych wyników inwestycyjnych. Oczywiście nie jest tak, że nie można z tym nic zrobić. W książkach o psychologii inwestowania znaleźć można mnóstwo porad, jak sobie radzić z emocjami towarzyszącymi z inwestowaniem pieniędzy. **Dobrym pomysłem na pewno jest pisanie dziennika, w którym inwestor opisywałby argumenty przemawiające za daną inwestycją, emocje nam towarzyszące oraz oczekiwania względem przyszłości.** Takie usystematyzowanie pozwala nam lepiej śledzić poszczególne transakcje oraz wyeliminować ewentualne błędy, jakie towarzyszyły procesowi decyzyjnemu.

**Paradoksalnie na pewno nie jest dobrym pomysłem branie udziału w licznych konkursach inwestycyjnych, jakie organizowane są zwłaszcza na rynkach forex.** Wydawać by się mogło, że taki udział pozwoli nabrać doświadczenia w zawieraniu transakcji czy obserwowaniu

rynków. W rzeczywistość konkursy te wyrabiają złe nawyki oceny ryzyka i angażowania kapitału. Spoglądając na końcowe wyniki, można by stwierdzić, że zarobienie kilku tysięcy procent w zaledwie kilka tygodni nie jest niczym trudnym, skoro udaje się tylu osobom. W praktyce nie wygląda to już tak różowo. Rzadko który inwestor jest w stanie powielić takie wyniki poza konkursem. Dlaczego? Inwestując swoje prawdziwe pieniądze dochodzą wspomniane wcześniej emocje. O ile strata wirtualnych pieniędzy przychodzi nam łatwo, to strata realnego kapitału powoduje, że zmrużyć oko z otwartą pozycją jest już bardzo ciężko.

**Paweł Mielcarek**

Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

*Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.*

*Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.*

*Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.*

*Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.*