

Zysk przeciętny i koszt inwestowania w akcje na GPW w Warszawie (1998-2012). Czy przenieść oszczędności z banku na giełdę?

Tomasz Stankiewicz*

Streszczenie

Celem artykułu jest ocena koncepcji, mierzenia i rozmiarów zysku przeciętnego z akcji i kosztów na GPW (za 15 lat). Zaprezentowano punkt widzenia „drobnego” inwestora, który rozważa przeniesienie części swych oszczędności z banku na giełdę.

Główne wnioski to: przeciętna giełdowa stopa zwrotu z inwestycji długofalowych była ok. dwa razy wyższa od oprocentowania lokat bankowych, a relacja ta powinna być nadal atrakcyjny w przyszłości. Prowizje uprzywielejują inwestorów drobnych i długofalowych. Nadmiernie obciążają krótkoterminowych, zmuszonych dla samego opłacenia prowizji osiągać zwrot na zdumiewająco wysokim poziomie. Dokonano bardziej teoretycznej analizy dwóch metod mierzenia zwrotu z krańcowych i z wszystkich notowań okresu. Oceniono rozbieżności ich wyników mogące prowadzić do sprzecznych wniosków. Zaproponowano ich interpretację i zasady wyboru. Zaproponowano, by zwrot “z krańcowych notowań” stosować do inwestycji faktycznych, a “z wszystkich notowań okresu” do hipotetycznych.

Słowa kluczowe: giełda, inwestycje, strategie, daytrading, stopa zysku, opłata giełdowa, prowizje maklerskie.

JEL Code: I31, D60, C1.

* Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.
e-mail: stankiewicz@zigzag.pl

Wprowadzenie

Artykuł podejmuje badanie opłacalności ewentualnej decyzji przeniesienia oszczędności z banku na giełdę. Chodzi o decyzję potencjalnego inwestora indywidualnego, raczej tzw. „drobnego”, o skromnych oszczędnościach. Chodzi więc o tych, którzy dopiero zaczynają takie inwestowanie, w tym zwłaszcza o tych, którzy zachęceni są do tego przez m.in. liczne w naszym kraju rządowe, giełdowe [i inne] programy „Akcjonariatu Obywatelskiego” z naciskiem na to, by taki inwestor nie wycofywał się z giełdy po jednej transakcji [np. po tzw. debiucie spółki], lecz aby potraktował giełdę jako miejsce trwalszej lokaty przynajmniej części swoich oszczędności. Zakłada się tu więc, że będzie to inwestor szukający możliwie bezpiecznej i możliwie mało ryzykownej lokaty giełdowej, przynoszącej jedynie „zadawalający” dochód, ale na tyle większy od lokaty bankowej, by przenoszenie oszczędności na giełdę miało sens, by pochłaniało to możliwie mało kosztów, i nie wymagało dużo czasu ani specjalistycznej wiedzy. To implikuje, że będzie tu chodziło o giełdę krajową [w tym wypadku GPW w Warszawie], o „najtańszy” u nas dom maklerski i o zainwestowanie w akcje lepiej znanych inwestorowi krajowych spółek.

Czy dane historyczne wskazują na to, że w ogóle na naszej giełdzie jest jeszcze miejsce np. dla tak jak wyżej określonego inwestora indywidualnego oraz na „Akcjonariat Obywatelski”? - to główne pytanie artykułu. Ambicją artykułu jest także dostarczenie takiemu inwestorowi możliwie jasno określonych przesłanek, niezbędnych do podjęcia przez niego własnej decyzji.

Przed każdym inwestorem, który osiągnął dochód na giełdzie (czyli „zarobił”, jak to się potocznie mówi), staje pytanie jak ocenić rozmiar tego sukcesu: czy jest on duży czy mały. Wymaga to porównań z alternatywnymi możliwościami „zarabiania”. Trudno jest tu znaleźć alternatywy, które ściśle spełniałyby warunki porównywalności. Porównuje się więc z alternatywami przeciętnymi czy „najlepszymi”, które mają warunki uznane za dostatecznie podobne. Zarobek na giełdzie, dość często porównuje się z przeciętnym (lub aktualnie najatrakcyjniejszym) oprocentowaniem lokaty bankowej założonej na ten sam okres. Tak czynią zwłaszcza ci potencjalni indywidualni inwestorzy, którzy dopiero zastanawiają się, czy przenieść swe oszczędności (czy przynajmniej ich część) z banku na giełdę, a ich punkt widzenia będzie tu prezentowany w pierwszej kolejności.

Dobrym punktem odniesienia byłyby przeciętny „zarobek” uzyskiwany przez wszystkich inwestorów, na danym rynku giełdowym, czy choćby na całej giełdzie, w tym samym czasie. Ale informacje o tym ile inwestorzy faktycznie zarobili (czy ew. stracili) na giełdzie w danym czasie i jaki był ich zarobek przeciętny przypadający na zainwestowaną złotówkę lub choćby na jednego inwestora - są trudne do zdobycia. Na ogół posługujemy się w tym względzie wskaźnikiem

mówiącym o „teoretycznym” zarobku, czyli o tym, ile przeciętnie w danym okresie można było zarobić, w stosunku do zainwestowanego kapitału.

W przeciwieństwie do lokat bankowych, zarobek na giełdzie nie jest gwarantowany, i wyciąganie wniosków na przyszłość z porównań między nimi, jest obciążone wysokim ryzykiem, które każdy inwestor może podejmować „jedynie na własną odpowiedzialność”, o czym analitycy giełdowi słusznie stale przypominają.

Sądzę jednak, że mimo to, z takich porównań skali „zarabiania” w minionych okresach nie warto rezygnować. Bliższa ich analiza pozwoli bowiem coś więcej powiedzieć o warunkach owego zarobku i o sposobie funkcjonowania samego rynku giełdowego. No i zawsze nawet mało precyzyjny punkt odniesienia dla oceny każdorazowo osiągniętego zarobku pojedynczego inwestora, choćby oparty o minione dane, jest lepszy niż żaden.

Każdemu inwestorowi potrzebny jest punkt odniesienia do oceny nie tylko osiągniętego zarobku, ale do podjęcia każdej nowej decyzji inwestycyjnej. Zarobek zależy bowiem nie tylko od zmian kursu danego waloru giełdowego, ale także od stawki w grze, z jaką inwestor występuje, czyli np. od tego, o ile zaproponowana przez niego cena sprzedaży, którą wpisze do zlecenia, będzie wyższa od ceny kupna. A trudno taką stawkę ustalić, bez odniesienia jej do jakiegoś wyobrażenia o przeciętnej stawce i przeciętnym zarobku, nawet jeśli obliczenie takiego zarobku opiera się jedynie na danych historycznych.

1. Ile można było przeciętnie zarobić na akcjach na GPW?

Uważa się, że przeciętny „teoretyczny” zarobek na akcjach w minionym okresie na naszej giełdzie najlepiej reprezentuje WIG czyli Warszawski Indeks Giełdowy, który jest indeksem całej naszej giełdy i dotyczy głównego waloru jakim obraca się na giełdzie tj. akcji. Chodzi tu o procentowe zmiany jego notowań czyli o jego tzw. stopy zwrotu, publikowane przez GPW, które dla poszczególnych lat podano w tabeli 1.

Tabela 1. Roczne stopy zwrotu indeksu WIG w %* – według GPW

95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
2	89	2	-13	41	-1	-22	3	45	28	34	42	10	-51	47	19	-21	26

*Dane zaokrąglono tu do wielkości całkowitych.

Źródło: Podstawowe statystyki GPW, GPW,
http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja.

Warto spojrzeć na dane z szerszego okresu, tj. od 1995 do 2012 (tabela 1).¹ Wynika z nich, że np. w 1996 r. roczna lokata giełdowa dałaby nam 89% zwrotu, a w 2008 r. minus 51%. Czyli że na przestrzeni roku, w pierwszym wypadku prawie podwoilibyśmy swój kapitał, a w drugim połowę stracilibyśmy.

Coś mówi to o możliwej rozpiętości oprocentowania rocznej lokaty, choć wydaje się, że opiera się to o nie najlepszą statystykę. Obliczenia prowadzone są bowiem w ten sposób, że każdy rok jest tu reprezentowany jedynie przez jedno notowanie z jednego dnia, tj. z ostatniego dnia w roku (z sylwestra). Nie ma tam zresztą (tzn. na stronach GPW) żadnej o tym adnotacji, trzeba samemu to sprawdzać, aby to stwierdzić. A taki sposób liczenia może budzić szereg wątpliwości. Np., że przecież wystarczyłoby wziąć do obliczeń kursy z dnia nieco wcześniejszego niż sylwester lub nieco późniejszego, by mieć już wyraźnie inny wynik. Może więc lepiej byłoby obliczać, jak przeciętnie kształtowała się stopa zwrotu, gdybyśmy brali pod uwagę kursy nie tylko z ostatniego dnia roku, ale kursy ze wszystkich dni roku. Poznalibyśmy wówczas przeciętny dzienny zysk i przeciętną dzienną stopę zwrotu w skali całego roku. Taka przeciętna to byłoby drugie, konkurencyjne podejście do określania stopy zwrotu za dłuższy okres.

2. Wybór spośród dwóch metod liczenia „zarobku” na GPW

Pierwsze podejście, które tu będę nazywał „sylwestrowym”, polega na wyliczeniach jedynie z kursów z ostatniego dnia w każdym roku (lub z ostatniego dnia okresów innych niż rok). Podejście takie dominuje na naszej giełdzie, w jej najróżniejszych biuletynach i statystykach rocznych, półrocznych, kwartalnych czy nawet tygodniowych.² GPW podaje tam kursy „sylwestrowe” i tylko z nich wylicza szereg wskaźników, np.: „stopę zwrotu na koniec okresu”, wskaźniki: C/Z , C/WK ,³ stopę dywidendy i in. W ten sposób łatwo się liczy, bo za każdym razem stosuje się tylko kursy z dwóch dni lub w przypadku niektórych wskaźników nawet tylko z jednego dnia – kończącego okres. GPW nie nazywa tej metody, a stosuje ją jako naturalną, nie ostrzegając nas przed jej brakami.

Obliczanie stopy zwrotu tak, że każdy rok jest reprezentowany jedynie przez jedno notowanie z jednego dnia wydaje się na pierwszy rzut oka już nieco archa-

¹ Lata przed 1995 r. były nietypowe, GPW była wtedy w stadium organizacji, nie było jeszcze notowań ciągłych i dopiero od końca 1994 r. sesje były każdego roboczego dnia. W dalszych rozważaniach pomijamy też lata 1995-1997 uważając, że w tym okresie giełda była dopiero we wczesnej fazie rynku wschodzącego, dopiero pod koniec tego okresu pojawia się setna spółka na giełdzie i kapitalizacja giełdy osiąga dopiero 40 mld zł. Zob. np.: *Ważne daty w historii GPW*. GPW. (http://www.gpw.pl/wazne_daty).

² Zob. np.: *Biuletyny statystyczne GPW*, (<http://www.gpw.pl/statystyki>).

³ C/Z to cena do zysku, C/WK to cena do wartości księgowej.

iczne. Tak liczono przed II wojną światową, gdy nie było jeszcze komputerów ani nawet kalkulatorów, a jedynie liczydła, a wynik potrzebny był szybko.

Drugie podejście tj. liczenie stopy zwrotu jako przeciętnej (średniej arytmetycznej) z dziennych stóp, traktowane jako bardziej profesjonalne, dominuje w badaniach naukowych i analizach rynku kapitałowego. Popularność tego podejścia niewątpliwie ma związek z powszechnym wykorzystywaniem i odwoływaniem się do koncepcji H. Markowitza (i jej licznych kontynuacji), dotyczącej ryzyka giełdowego i analizy portfelowej. Większość prac tego nurtu podejście nazwane tu „sylwestrowym” omija, jakby nie widząc dla niego miejsca w profesjonalnej „inżynierii finansowej”.⁴ Sprawia to wrażenie jakby były to podejścia wykluczające się, a przecież bez wątplenia tak nie jest.

Literatura przedmiotu z zakresu statystyki gospodarczej prezentuje nam szeroką gamę różnorodnych mierników stopy zwrotu, o różnej konstrukcji. Są obliczane na podstawie średnich arytmetycznych, geometrycznych, mediany itp. Niektóre mają odmienne nazwy: np. „prosta” stopa, stopa zysku, stopa dochodu, „zyskowość”. W literaturze tej znajdziemy też oceny wad i zalet każdego z tych mierników. Oceny te mają oczywiście charakter ogólny, wynikają głównie z obserwacji matematycznych zależności między ich składnikami. Ocenę trafności wyboru i przydatności zastosowania każdego z tych mierników do konkretnego przedmiotu badania, np. do kursów giełdowych, statystycy muszą z konieczności pozostawiać np. badaczom i graczom giełdowym. Tu chcemy ocenić wybór i przydatność dwóch dominujących podejść do stopy zwrotu na giełdzie: „sylwestrowego” i opartego na przeciętnej.

Obliczanie stopy zwrotu jako przeciętnej arytmetycznej z dziennych stóp jest proste i niezbyt pracochłonne. Jest to średnia stóp zwrotu osiągniętych w n okresach (w n notowań, czyli n dni sesyjnych danego okresu), którą możemy obliczać według ogólnego wzoru:

$$z_s = \sum_{t=1}^n \frac{z_t}{n}$$

z_s – średnia arytmetyczna stóp zwrotu,

z_t – stopa zwrotu w dniu t ,

n – liczba notowań.

Zanim jednak zdecydujemy się wybrać jeden z dwóch wybranych tu sposobów (metod) obliczania stopy zwrotu, musimy zwrócić uwagę na to, że zwykle

⁴ Zob. np.: K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. PWN, Warszawa 1996; Jajuga K., T., *Jak inwestować w papiery wartościowe*, Warszawa 1994; Tarczyński W., Zwolankowski M., *Inżynieria finansowa*. Warszawa 1999 i in.

dają one różne wyniki. W rezultacie nasze wnioski mogą być bardzo różne i odmienne (czasem sprzeczne), w zależności od tego, którą metodę wybierzemy.

Jak duże mogą być rozbieżności wyników obu metod (w tym samym czasie) w wypadku dziennych kursów giełdowych? Można by się spodziewać, że nie będą drastyczne, bo przecież wahania kursów giełdowych mają silne ograniczenia w postaci tzw. widełek.

Tabela 2. Roczna stopa zwrotu z WIG ^{*)} obliczana: (1.) tylko z dwóch (krańcowych) notowań, czyli „sylwestrowo”, (2.) z uwzględnieniem wszystkich notowań

Poz.	okresy roczne:	(1.) zwrot z dwóch (krańcowych) notowań okresu (%)	(2.) zwrot dla wszystkich notowań w okresie (%)
1	od 1998-07-11 do 1999-07-12	1	12
2	od 2002-03-11 do 2002-03-12	6	3
3	od 1998-02-01 do 1999-02-02	-4	6

**) Dla obu metod są tu notowania kursu WIG w punktach dla zamknięcia sesji.*

Źródło: GPW Infostrefa, Archiwum notowań, (<http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/quotes/archive/1>). (Wielkości procentowe podano tu w zaokrągleniu).

Do ilustracji, jak duży błąd, w skrajnych wypadkach, grozi nam w praktyce, wybrałem z Infostrefy spośród dziennych danych z lat 1998 – 2011 stopy zwrotu z WIG dla trzech rocznych okresów, dla których błąd był największy. Pokazuje to tabela 2.

W pozycji 1 w tabeli nr 2, umieszczono skrajny przypadek, w którym zastosowanie drugiej metody liczenia dało wielokrotnie wyższy wskaźnik niż pierwszej, (tu aż 12 razy), w pozycji 2 skrajny przypadek odwrotny, gdzie druga metoda dała niższy wskaźnik niż pierwsza (tu dwukrotnie). A gdy spojrzymy na pozycję 3, to widzimy, że było i tak, że wnioskując według jednej metody mielibyśmy w ciągu roku bessę (WIG = -4%), a według drugiej, w tym samym czasie, wręcz odwrotnie, tj. hossę (WIG = 6%).

Różnice mogą więc być duże. Przypadki, w których takie roczne wyniki różniły się nieznacznie, o mniej niż 0,1 punktu procentowego, stanowiły tylko ok. 1% spośród 3250 rocznych stóp zwrotu jakie można było wyliczyć za cały ten okres 14 lat (1998-2011), a różniących się o mniej niż 1 punkt procentowy było ok. 17%.⁵

⁵ Obliczenia własne na podstawie danych GPW w Warszawie zamieszczonych w: GPW Infostrefa, Archiwum notowań, (<http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/quotes/archive/1>).

To nie dużo. Rozmiary tych różnic, przedstawiono tu dla zwrotów z punktów indeksu WIG, który to indeks już stanowi „średnienie” kursów spółek. Gdybyśmy sięgnęli do kursów zamknięcia pojedynczych spółek, to bez wątpienia znaleźlibyśmy skrajne przypadki, o dużo większych rozbieżnościach wyników zastosowania obu metod, niż tylko te dla WIG.

Rodzą się więc nieodparte pytania: która z tych metod jest lepsza? Na której się opierać? Skąd są różnice między nimi?

Spójrzmy na prosty przykład liczbowy ilustrujący różnice dla obu metod (tabela 3). Zakładamy tu, że inwestor kupił akcje w piątek za 10 zł i sprzedał je po tygodniu za 11 zł. Oraz że kursy w środku tego tygodnia tj. od poniedziałku do czwartku wynosiły odpowiednio w zł: 10,50, 11,55, 10,40, 10,16. Kwota zysku liczona obu metodami byłaby oczywiście taka sama, tj. 1 zł. Ale stopa zwrotu w pierwszym wypadku wyniosłaby 10%, a w drugim 11%.

Już pierwsze spojrzenie na ów przykład (tabela 3), prowadzi do generalnego wniosku, że główna różnica między wynikami z obu metod jest stąd, że pierwsza patrzy tylko na notowania końcowe okresów, nie reagując w ogóle na to, co się dzieje z notowaniami między końcem jednego i końcem następnego okresu, a druga do obliczeń przeciętnej bierze wyniki obserwacji wszystkich notowań jakie były w badanych okresach. Nie znaczy to jednak, że z góry możemy traktować drugą metodę jako lepszą, bo bardziej precyzyjną. Każda z nich bowiem mierzy co innego i do czego innego pasuje. Można to prześledzić w tabeli 3.

Tabela 3. Która metoda jest lepsza?

dzień	(1) zwrot w % z końcowych notowań („sylwestrowo”)			(2) zwrot w % ze wszystkich notowań		
	kurs zł	zysk zł	zwrot w %	kurs zł	zysk zł	zwrot w %
piątek	10,00			10,00		
poniedziałek				10,50	0,50	5,00
wtorek				11,55	1,05	10,00
środa				10,40	-1,15	-9,96
czwartek				10,16	-0,24	-2,31
piątek	11,00	1,00	10,00	11,00	0,84	8,27
pięć dni (suma):		1,00	10,00		1,00	11,00
przec. dziennie		0,20	2,00		0,20	2,20

Źródło: Dane własne, przykładowe.

Inwestor, który np. jak tutaj: kupił akcję za 10 zł, trzymał ją przez tydzień i sprzedał po tygodniu za 11 zł, liczy, może i powinien liczyć swój zwrot tylko metodą pierwszą (tj. z dwóch końcowych notowań), bo tylko ona się do niego odnosi. Metoda ta wskazuje, że uzyskał stopę zwrotu 10% za tydzień czyli 2% przeciętnie

dziennie. Nie może traktować zwrotu wyliczonego ze wszystkich notowań w wys. 11% za tydzień, czyli 2,20% przeciętnie dziennie, jako swojego, bo to byłaby nieprawda, choć te 2,20% jest wyliczone dla tych samych akcji i za ten sam okres. A to dla tego, że on, trzymał akcję przez tydzień, a więc tak samo jak owa (pierwsza) metoda, nie interesował się tym, co się działo z kursami tej akcji w środku tygodnia i nie reagował na owe zmiany.

Nasuwa się więc wniosek, że jeśli rzeczywiście w którymś momencie kupiliśmy giełdowy walor i rzeczywiście w innym momencie sprzedaliśmy go, czyli generalizując: dla faktycznie i rzeczywiście zrealizowanych transakcji, przeciętną stopę zwrotu powinno się zawsze obliczać pierwszą metodą. Wynik takich obliczeń często słusznie nazywany jest historyczną lub faktycznie osiągniętą stopą zwrotu.

Natomiast druga metoda służy do oceny i porównań nie transakcji faktycznych lecz hipotetycznych, tj. wtedy, gdy pytamy co by było, gdyby założyć, że transakcje miałyby miejsce w przeszłości. Ta druga metoda nie mówi o tym co się stało, lecz o tym co by się stało, gdyby „wymodelowany” inwestor, a więc spełniający pewne warunki założone przez tę metodę, realizował równie „wymodelowane” transakcje, czyli również spełniające założone warunki. Metoda ta może też równie dobrze opisywać różnie „wymodelowane” działania inwestorów (zestaw warunków spełniających wymogi modelu nie jest jeden).

Metoda ta np. dobrze pasuje i dobrze określa jaka byłaby przeciętna stopa zwrotu, gdyby inwestor zamierzał inwestować raz dziennie, i to w ten sposób, że codziennie kupowałby akcje tej samej spółki po kursie zamknięcia i na następnej sesji sprzedawał je po kolejnym kursie zamknięcia. Byłby to jednak nieco sztuczny model inwestora, działającego automatycznie i nieustannie w jednakowy sposób, niezależnie od tego czy powiększa mu to zyski czy przynosi np. wyłącznie straty. Może lepiej byłoby założyć, że metoda ta określa, przeciętną stopę zwrotu nie jednego, lecz grup złożonych z wielu inwestorów, z których każda grupa tylko raz w całym okresie kupiłaby akcje rozpatrywanej spółki po kursie zamknięcia i na następnej sesji sprzedała je po kolejnym kursie zamknięcia. To już mniej sztuczny model, takie grupy inwestorów na giełdzie łatwiej dałoby się znaleźć i wyodrębnić.

Podsumowując: dla faktycznych inwestycji właściwą jest metoda pierwsza, dla hipotetycznych druga. Warto sprawdzać wyniki obu, bo mogą być zbliżone, co wzmacniałoby wnioski. Warto też sprawdzać, czy nie należałoby korzystać z jeszcze innych lub zmodyfikowanych metod (oprócz tych dwóch), które byłyby bardziej odpowiednie dla badanego „wymodelowanego” inwestora i jego działań.

3. Porównanie lokaty bankowej z giełdową (z GPW)

Dla osób, które dopiero rozważają, czy rozpocząć swoje pierwsze kroki na giełdzie, bardzo ważną przesłanką do podjęcia takiej decyzji jest wynik porównania zyskowości lokaty bankowej i giełdowej. Ich wejście na giełdę oznacza bowiem zazwyczaj właśnie przesunięcie przynajmniej części ich oszczędności z banku na giełdę.

Lokaty bankowe i giełdowe mogą mieć zróżnicowany charakter. W banku wysokość oprocentowania jest ściśle związana z warunkami lokaty. Na giełdzie jest duża swoboda wyboru charakteru lokaty. Do porównań należałoby więc wziąć pod obserwację wyniki takiej lokaty giełdowej, która byłaby swym charakterem możliwie najbardziej zbliżona do warunków porównywanej lokaty bankowej.

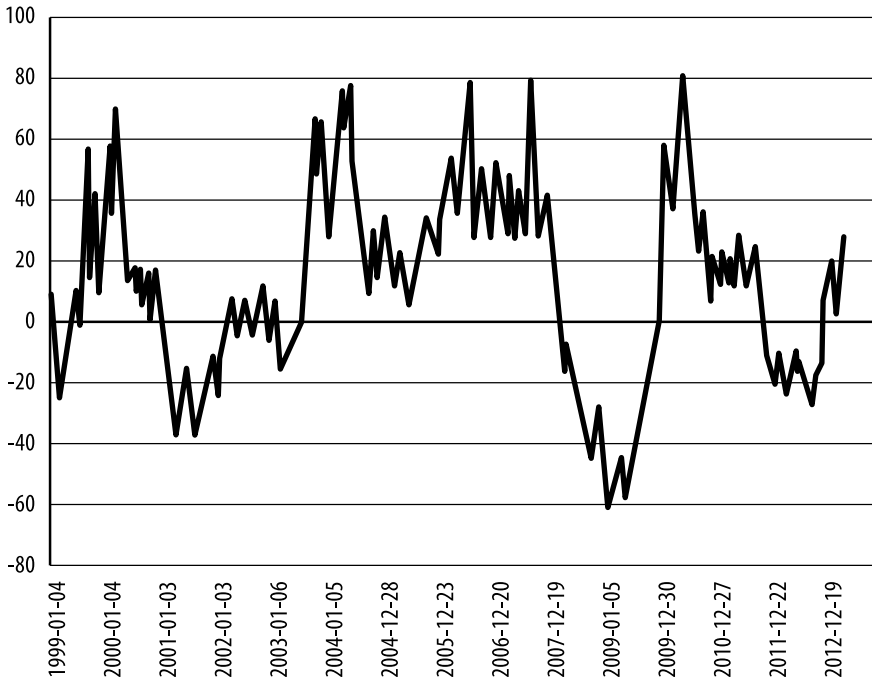
Działaniem najbardziej zbliżonym do rocznej lokaty bankowej byłoby na przykład zwykle kupienie akcji w sylwestra 2010 r. i sprzedanie w sylwestra 2011 r. Przyniosłoby to ujemny zwrot z takiej przeciętnej lokaty giełdowej w wysokości -20,83% kapitału.⁶ Obliczenie tego drugą metodą, opartą o codzienne wyniki, dałoby zwrot bardzo zbliżony tj. -20,80%. Taki wynik zdecydowanie zniechęcałby do zamiany lokaty bankowej na giełdową. Jest to ilustracja powszechnie znanego spostrzeżenia, że w przeciwieństwie do banku, giełda niczego nam nie gwarantuje, a inwestowanie na giełdzie jest obarczone dużym ryzykiem.

Jednakże na GPW nie zawsze było tak źle. Gdyby taką roczną lokatę giełdową „założył” wcześniej, to wynik mógłby być inny, czasem dużo lepszy. Można prześledzić jak by to było, gdyby np. od początku 1998 r. do końca 2012 r. zakładać taką roczną lokatę giełdową każdego sesyjnego dnia z osobna. Pokazałoby to, kiedy były okresy, gdy przeciętna roczna lokata giełdowa była korzystniejsza niż najlepsza lokata bankowa, a kiedy było odwrotnie i w jakiej skali.

Załóżmy więc codziennie nowy zakup, za każdym razem na rok. I (już po pierwszym roku) codziennie kolejna sprzedaż akcji kupionych dokładnie przed rokiem. Mielibyśmy codziennie inny zysk lub stratę, a więc codziennie inne roczne oprocentowanie. Byłoby to oprocentowanie kroczące: kupno 1 stycznia i sprzedaż po roku też 1 stycznia, potem kupno 2 stycznia i sprzedaż po roku też 2 stycznia, itd. dzień po dniu. Stopę zwrotu obliczalibyśmy „sylwestrowo”, tj. jako wynik porównania dwóch kursów: początkowego i końcowego. Dałoby to wyniki bardziej porównywalne z wynikami rocznych lokat bankowych, bo jesteśmy przyzwyczajeni, że banki mają prawny obowiązek podawać swoje oprocentowanie w skali roku. Porównując rok do roku, unikamy też wielu przeliczeń i problemów związanych np. z tym, że rok ma ok. 360 dni, podczas gdy na giełdzie w ciągu roku jest jedynie ok. 250 dni sesyjnych i in.

⁶ W sylwestra 2010 WIG miał wartość 47489,91 punktów, a ostatniego dnia 2011 r. osiągnął 37595,44 pkt. Zob.: *GPW Infostrefa, Archiwum notowań...*

Wykres 1. Codzienne oprocentowanie rocznej lokaty na giełdzie (w WIG) 1999-2012



Źródło: Opracowanie i obliczenia własne, dane z *GPW Infostrefa, Archiwum notowań...*

W sumie więc proponujemy tu potraktowanie giełdy, jako miejsca systematycznego, długookresowego oszczędzania. Polegającego np. właśnie na kupowaniu akcji codziennie np. za 1000 zł, i sprzedawaniu ich za każdym razem dokładnie po roku. Zakładamy, że byłaby to „przeciętna” akcja giełdowa, co by wymagało, aby spełniała założenie, że jej kurs zamknięcia zmieniałby się codziennie dokładnie tak samo, jak indeks całej giełdy, jakim jest WIG. Wielkości oprocentowania WIG-u z codziennych rocznych lokat ilustruje poniższy wykres 1.

Każdy punkt krzywej powyższego wykresu reprezentuje oprocentowanie jakie w okresie 1998 – 2012 uzyskiwalibyśmy w dniu sprzedaży trzymany przez rok akcji.⁷ Reprezentuje więc oprocentowanie rocznej lokaty giełdowej, wypłacane każdego dnia.

Powyżej zera krzywa pokazuje zyski (w procentach – rosnące z każdą kolejną lokatą, a na spadkach malejące). Poniżej zera mamy straty: nie cały kapitał się zwracał, tylko trochę mniej niż zainwestowaliśmy. Były to straty rosnące z każdą

⁷ W tym przykładzie założono, że w całym 1998 r. nie było jeszcze oprocentowań, a jedynie samo inwestowanie (lokaty). Pierwszy efekt tj. zysk z lokaty pojawił się z początkiem 1999 r.

kolejną lokatą, a na wzrostach malejące. Wykres ten kończy się okresem wzrostów przynoszących zyski (dodatnie oprocentowanie), który ma miejsce od początku ostatniego kwartału 2012 r., a poprzedza go okres ok. roku strat. Dość długi okres zysków – aż ok. 4,5 lat był od ok. połowy 2003 r. do końca 2007 r. itd.

Patrząc na ten wykres widzimy też rozpiętość tj. górny i dolny zakres wahań rocznego oprocentowania WIG-u. Są to tylko trochę inne granice niż te, które wynikały z tabeli 1. Jest to rozpiętość w granicach od ok. 80% do ok. minus 60% w badanych 12 latach. Tyle wówczas maksymalnie zyskalibyśmy lub stracili na którejś z rocznych lokat w akcje, na naszej giełdzie, trafiając z jej założeniem na odpowiedni dzień.

To właśnie ta wysoka rozpiętość wahań wskazuje, że w istocie lokaty: bankowa i giełdowa są nieporównywalne jeśli obie są w ciągu roku. Zbyt wtedy różnią się one poziomem ryzyka. Dopiero obserwacja okresu kilkunastoletniego pozwala na wyciąganie pewnych wniosków. Gdy patrzymy na powyższy wykres to widać, że w dłuższym okresie czasy zyskowe dominowały. Wykres pokazuje, że przez owe 15 lat – lat strat było mniej (ok. 5), a lat zysków ok. dwa razy więcej (ok. 9 lat, czyli dokładnie o 1,8 razy więcej). No i poszczególne okresy strat były dość krótkie, od ok. pół roku do niecałych 2 lat.⁸

Gdybyśmy konsekwentnie kontynuowali strategię codziennych lokat zakładanych na rok, nie zważając na to, że w niektórych okresach przynoszą jedynie straty, to przeciętny roczny zwrot za te 15 lat (1998-2012) wyniósłby 12,23%.⁹ To dość wysoki poziom, znacznie wyższy od oprocentowania lokat bankowych, do jakiego przywykliśmy w ostatnich latach.

Zastosowana tu metoda obliczania i prezentacji stóp zwrotu na giełdzie, którą można nazwać metodą liczenia zwrotów z codziennych lokat na rok, jest odrębną, specjalnie tu skonstruowaną metodą, stanowiącą pewną kompilację elementów dwóch omawianych poprzednio metod, tej „sylwestrowej”, i tej opartej o wszystkie dzienne zmiany notowań WIG. Zgodnie z poprzednią zapowiedzią, należałoby jej wynik porównać z wynikami obliczonymi według poprzednich dwóch metod.

Otóż opierając się o wszystkie dzienne zmiany notowań WIG (na zamknięciach sesji), pobrane za ten okres z Infostrefy, otrzymujemy przeciętny roczny procent za owe 15 lat w wys. 11,72%. A „sylwestrowo”: 14,59%.¹⁰ Rozbieżność

⁸ Liczone są tu jedynie dni sesyjne czyli ok. 250 sesji w roku, od początku 1999 do końca 2012 było 3506 sesji, z tego ok. 1240 określonych tu jako „kryzysowe”. Zob.: *GPW Infostrefa, Archiwum notowań...*

⁹ Suma stóp zwrotu z codziennych lokat giełdowych zakładanych za każdym razem na rok, podzielona przez ilość notowań stóp zwrotu za okres 1998-2012.

¹⁰ 1998-01-01 WIG miał 14886,2 pkt., co porównano tutaj z 47460,59 pkt. z dnia 2012-12-28, co daje wzrost o 218,82%, czyli 14,59% przeciętnie rocznie. Dane do obliczeń z: *GPW Infostrefa, Archiwum notowań...*

tych wyników możemy uznać za niezbyt dużą. Średnia z tych trzech wyników to 12,85%. To skromny, ale niezły wynik.

Czy aby osiągnąć taki wynik trzeba było koniecznie czekać 15 lat aby zyski odpowiednio przeważały nad stratami? Tabela 4 pokazuje przeciętną roczną stopę zwrotu z wszystkich codziennych lokat giełdowych zakładanych na rok, którą uzyskiwalibyśmy z upływem kolejnych lat stosowania takiej strategii od początku 1998 r.

Tabela 4. Przeciętna roczna stopa zwrotu (w%), z wszystkich – za podany upływ lat – codziennych lokat giełdowych na rok, od początku 1998 r.

Po upływie:	2 lat	3 lat	4 lat	5 lat	6 lat	7 lat	8 lat	9 lat	10 lat	11 lat	12 lat	13 lat	14 lat	15 lat
Zwrot w % *)	7	16	2	2	6	12	14	18	20	15	12	14	14	10

*) Dane zaokrąglono tu do wielkości całkowitych.

Źródło: GPW Infostrefa, Archiwum notowań...

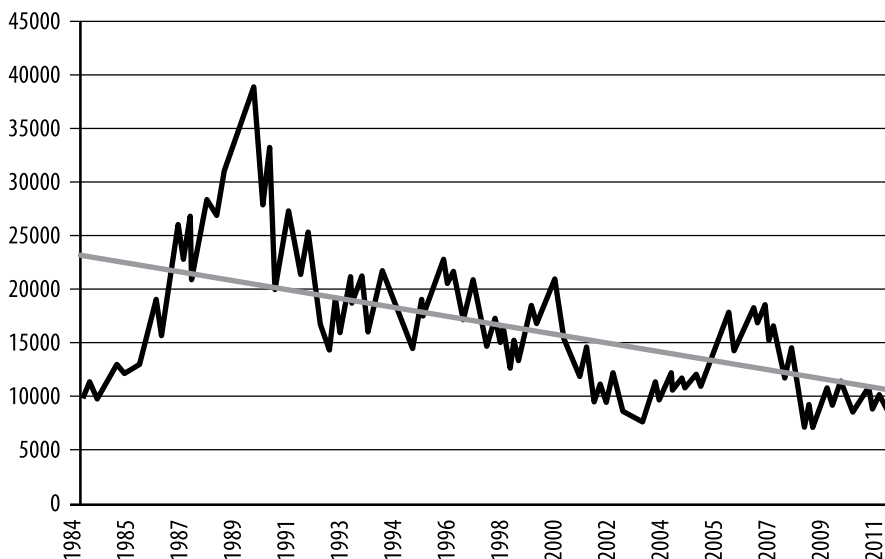
Stosując stale określoną tu strategię od początku 1998 r., już po 7 latach, (tj. pod koniec 2004 r.) mielibyśmy przeciętną roczną stopę zwrotu z wszystkich wcześniejszych rocznych lokat na poziomie ok. 12%, (a więc zbliżonym do średniej z 15 lat). Przy dalszej kontynuacji tej strategii przez następne lata, przeciętna roczna stopa zwrotu z wszystkich wcześniejszych rocznych lokat aż do 2011 już nie spadała poniżej tych 12%, dopiero w 2012 wyniosła 10%, a w niektórych z tych lat byłaby zdecydowanie wyższa (po 10 latach, tj. pod koniec 2007 r. dochodziłaby do 20%).

Jest to zgodne z powszechnym oczekiwaniem głoszącym, że na giełdzie, jeśli zyski przeważają nad stratami, to ujawnia się to w postaci dodatniej przeciętnej stopy wzrostu dopiero w dłuższym okresie. Aby stopa była dodatnia, musi w ocenie inwestorów rosnąć przeciętnie wartość spółek, których akcje rozpatrujemy. Natomiast jak długi to ma być okres, to trudno powiedzieć. Na ocenę wartości spółek w długoletnim okresie zwykle silny wpływ mają cykliczne wahania koniunktury gospodarczej, to też jeśli trend wartości spółek jest rosnący, to zwykle ujawnia się to dopiero, gdy rozpatrujemy przynajmniej jeden cały cykl. Z kolei wiedza historyczna wskazuje, że na ogół kryzysy gospodarcze i bessy na giełdzie nie trwają dłużej, niż trzy do pięciu, najwyżej siedmiu lat, co wyznacza długość okresu, w którym możemy się spodziewać ujawniania się przewagi przeciętnych zysków nad stratami.

Ale zawsze trzeba pamiętać o tym, że giełda, jako zbyt złożony podmiot, w praktyce nie daje się ująć w jednoznaczne prawidłowości, przez co jest nieprzewidywalna, a zwłaszcza to, co obserwujemy na danych historycznych, nie musi powtórzyć się w przyszłości. Np. jako słuszną przestrożę dla nadmiernego optymizmu graczy giełdowych wierzących w moc sprawczą długiego okresu, pokazuje

się zwykle indeks NIKKEI 225 Japońskiej giełdy, za minione ok. 20 lat, który (zob. wykres 2) uporczywie wykazuje trend spadający za ten okres, mimo że jest to przecież niezwykle bogaty kraj, który miał w tym czasie wprowadzić dość niski, ale dodatni wskaźnik wzrostu PKB i to zarówno w cenach bieżących jak i już po wyeliminowaniu wpływu inflacji czyli w cenach stałych.

Wykres 2. Indeks Japan NIKKEI 225 w latach 1984 – 2010 (punkty)



Źródło: NIKKEI 225. Historical Prices. Yahoo! Inc., (<http://uk.finance.yahoo.com/q/hp?a=&b=&c=&d=2&e=22&f=2012&g=d&s=%5EN225>).

Na indeks giełdowy wpływać więc może wiele czynników, niekoniecznie typowych, dając wynik dalece różniący się z powszechnymi oczekiwaniami.

Na naszej giełdzie w Warszawie, gdybyśmy z dziennych notowań WIG obliczyli przeciętny roczny procent za wszystkie 22 lata od początku jej istnienia tj. od 1991-04-16, to byłoby to jeszcze więcej niż wyliczane poprzednio wielkości, bo ok. 22% rocznie.¹¹

A więc ceny akcji, mimo wahań, szły w górę. Można się było tego spodziewać widząc, że mimo kryzysów, bogaciła się cała gospodarka. Ceny akcji rosną, gdy rośnie wartość spółek, na którą cena akcji wskazuje. Gdy spółki środki uzyskane za akcje inwestują, rozbudowują się, zwiększają obroty. Gdy część z nich upada, to wycofany z nich kapitał przepływa do lepszych, efektywniejszych i w sumie korzystamy na tym wszyscy. Obietnica: kup akcje, a sprzedasz je drożej, ma więc podstawy, by sprawdzać się w dłuższym okresie. Są to podstawy dające nadzieję, ale nie pewność, bo na giełdzie nie ma zysków bez ryzyka.

¹¹ GPW Infostrefa, Archiwum notowań...

Również na naszej giełdzie nie należy w przyszłości wykluczać bardziej długotrwałego odwrócenie się trendu na spadkowy. Pod tym względem przynajmniej trzy zasadnicze powody każą z niepokojem patrzeć na przyszłość sytuacji na GPW. Pierwszy to świadomość, że osiągnięty wzrost gospodarczy odzwierciedlany przez giełdę, był w sporym stopniu wspomagany finansowo ze strony Unii, co w dalszej perspektywie będzie ulegać zahamowaniu. Drugi to perspektywa przyspieszonego „starzenia się” naszego społeczeństwa co będzie oznaczało konieczność przesuwania ogromnych środków z ewentualnych inwestycji na konsumpcję (na emerytury i renty). Trzeci to fakt, że dotychczasowy, wysoki przeciętny wzrost indeksów naszej giełdy, to cecha młodych rynków, często dopiero „wschodzących”, typowa dla gospodarek, które startują do przyspieszonego wzrostu gospodarczego z niskiej bazy wyjściowej.

Tabela 5. Indeksy giełdowe akcji 2000 – 2010 (przeciętny roczny wzrost w %)

Ukraina	46,5	Indie	21,7	Chorwacja	14,1	Rep. Pd. Afryki	8,8	Stany Zjedn.	0,8
Meksyk	27,0	Turcja	19,3	Węgry	13,3	Belgia	7,0	W. Brytania	0,4
Rosja	26,2	Chile	18,6	Izrael	12,7	Szwecja	6,5	Portugalia	0,1
Brazylia	26,0	Polska	16,0	Chiny	12,3	Dania	6,1	Irlandia	-1,3
Indonezja	25,4	Słowacja	15,8	Norwegia	11,8	Australia	5,8	Grecja	-1,4
Litwa	25,1	Słowenia	15,7	Islandia	11,7	Hiszpania	4,5	Japonia	-3,5
Bułgaria	24,5	Łotwa	15,4	Rep. Czeska	11,6	Francja	4,4	Finlandia	-4,1
Argentyna	22,2	Austria	15,1	Rep. Korei	11,0	Niemcy	2,7	Włochy	-4,3
Estonia	21,8	Egipt	14,5	Kanada	8,9	Szwajcaria	1,6	Niderlandy	-4,3

Źródło: Główny Urząd Statystyczny. *Statystyka Międzynarodowa. Dane statystyczne o krajach. Tablice o krajach według tematów – finanse. 14.6. Indeksy giełdowe akcji.* (Obliczenia własne), (http://www.stat.gov.pl/gus/5840_11292_PLK_WAI.htm).

Tabela 5 pokazuje, że według statystyki GUS (opartej o dane IMF), giełda w Polsce odnotowała przeciętny roczny wzrost indeksu giełdowego za lata 2000-2010 na poziomie 16% rocznie. Był to dość wysoki wskaźnik, zwłaszcza na tle krajów wysoko rozwiniętych, takich jak Stany Zjednoczone (0,8%), i W. Brytania (0,4%), czy nawet Niemcy (2,7%) i Francja (4,4%). Widać jednak wyraźnie, że

wskaźnik Polski na poziomie 16% plasował ją gdzieś w środku krajów o wschodzących czy dopiero rozwijających się rynkach giełdowych, pomiędzy Ukrainą a np. Czechami. Można się więc spodziewać, że ewentualny dalszy rozwój gospodarczy naszego kraju może przynosić w dłuższej perspektywie nie wzrost, lecz właśnie spadkową tendencję indeksów naszej giełdy, aż do ustabilizowania się na umiarkowanym poziomie, typowym dla krajów bardziej rozwiniętych.

Jak podawano poprzednio, przeciętny zwrot z codziennych lokat w WIG zakładanych na rok za ostatnie 15 lat (1998-2012) wyniósłby 12,23%, a przeciętny roczny zwrot z WIG w tym czasie obliczony z wszystkich jego dziennych notowań wyniósłby nie wiele mniej bo 11,7% (zob. tabela 6). Ten wynik można teraz porównać z przeciętnym rocznym oprocentowaniem lokat bankowych. Dla całego rozpatrywanego tu okresu 1998 – 2012 dysponujemy danymi o przeciętnych oprocentowaniach lokat bankowych dla poszczególnych lat i miesięcy. Zwrot z giełdy zamierzamy porównywać z oprocentowaniem lokaty bankowej w tym samym czasie i miejscu (kraju), zwrot będzie więc w jednym i drugim wypadku zawierać taki sam lub zbliżony procent inflacji, nie trzeba jej odejmować, bo nie zmieniłoby to istotnie proporcji między nimi.¹²

Jak widać w tabeli 6, przeciętne oprocentowanie lokat bankowych w tym czasie wyniosło 5,8% rocznie, a więc było na znacznie niższym poziomie niż „lokata giełdowa” w WIG.

Niektórzy zwracają uwagę na to, że giełdowe stopy zwrotu porównywać powinno się nie tylko z przeciętnym oprocentowaniem lokat bankowych, ale także z najwyższym spośród ofert lokat bankowych, w tym samym czasie. Posiadacz oszczędności ma bowiem łatwość zdobycia informacji o tym, który bank aktualnie oferuje najwyższy procent, oraz łatwość i niski koszt przenoszenia oszczędności z jednego do drugiego, „lepszego” banku.

Bank z aktualnym najwyższym oprocentowaniem lokaty można znaleźć bez trudu posługując się dostarczaną przez wiele portali internetowych „wyszukiwarką najlepszych lokat bankowych”. Załóżmy dość typową lokatę: roczną, w wysokości 1000 zł, o stałym oprocentowaniu, dla internetowego konta, bez potrzeby posiadania już innego rachunku w banku. W dniu pisania tego artykułu (styczeń 2013 r.) było to ok. 6,3%.¹³

¹² Kurs akcji odzwierciedla wartość majątku spółki w cenach bieżących, aktualnie występujących na rynku. Abstrahując od innych czynników również wpływających na ów kurs, jeśli wartość spółki się nie zmienia, kurs jej akcji może rosnąć z powodu inflacji. Wówczas stopa zwrotu z akcji (tzw. prosta), byłaby równa stopie inflacji. Gdyby nastąpił przyrost wartości spółki to powiększałby on zwrot z akcji o procent ponad stopę z inflacji.

¹³ W dniu 2013-01-10 najlepszą lokatę tj. 6,34% oferował dla podanych w tym artykule warunków: FM Bank, następnie 5,5%: Idea Bank. Zob. np.: Bankier.pl, Polski Portal Finansowy, (<http://www.bankier.pl/fo/lokaty/narzedzia/lokaty>).

Tabela 6. Porównanie oprocentowania rocznej lokaty w WIG i w średnią lokatę bankową (1999 – 2011)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	PRZEC.
WIG*	37,9	2,0	-22,3	4,9	38,8	25,8	30,0	37,0	12,0	-66,5	42,5	18,6	-20,8	24,4	11,7
Śr. lokata**	10,7	13,8	11,5	4,7	3,3	3,8	4,1	3,1	3,4	4,6	5,1	4,1	4,2	4,7	5,8

*WIG obliczony z wszystkich dziennych jego notowań.

**Średnie oprocentowanie lokat bankowych (przeciętna roczna obliczona z wartości miesięcznych) – w 2012 r. bez danych za grudzień.

Źródło: GPW Infostrefa, Archiwum notowań..., Statystyka stóp procentowych. NBP. Tabela 1. Średnie oprocentowanie stanów umów złotych – ogółem (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych), (http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html), *Średnie ważone oprocentowanie depozytów złotych w bankach komercyjnych (w % w stosunku rocznym) 1999-2002*: (http://www.nbp.pl/publikacje/biuletyn_informacyjny/2002/1_2_2002.pdf i poprzednie).

Nie dysponujemy jednak ciągiem danych historycznych o najwyższych oprocentowaniach lokat bankowych. „Wyszukiwarki” dostępne na portalach, podają dane aktualne (na bieżący dzień), ale danych archiwalnych portale te nie publikują. Zebrane tu z własnych notatek autora wrywkowe dane o najlepszych lokatach bankowych z kilku ubiegłych lat (tj. 2009 – 2012) pokazują, że o ile w tych 4 latach przeciętne oprocentowanie lokat bankowych wynosiło 4,5% w skali roku (tablica 6), to najwyższe oprocentowania lokat bankowych plasowały się na poziomie ok. 6% w skali roku (tablica 7), podczas gdy zwrot z WIG w tym samym czasie wynosił ok. 16% przeciętnie rocznie (tablica 6). A więc także i tutaj lokata giełdowa zdecydowanie górowała nad bankową.

Sądzę, że w sumie stanowi to właściwą odpowiedź na pytanie: ile przeciętnie można było zarobić na GPW w Warszawie? Odpowiedź jest: przeciętnie – ok. dwa razy tyle co w najlepszym banku. Pod warunkiem oczywiście, że lokata giełdowa jest „długoterminowa”.

Należało się spodziewać, że w dłuższym okresie, a więc takim, który obejmuje cały cykl koniunkturalny lub nawet kilka pełnych cykli, stopa giełdowa będzie wyższa niż stopa bankowa. Przede wszystkim dlatego, że bank przyjmując w depozyt środki klientów, pełni tylko funkcję pośrednika, pożyczając z kolei te środki innym na realizację ich inwestycyjnych przedsięwzięć. Jako pośrednik bank przejmuje na siebie gro ryzyka (czasem praktycznie niemal całe ryzyko), oraz przejmując

je na siebie wysiłek wyszukania i wyboru inwestycyjnego zastosowania powierzonego mu kapitału. Np. udziela przedsiębiorstwom kredytów inwestycyjnych czy nawet wręcz kupuje akcje spółek dostarczając im w ten sposób kapitału inwestycyjnego. Te inwestycyjne zastosowania kapitału muszą przynieść zysk, który musi być rozdzielony pomiędzy ostatecznego inwestora (np. spółkę giełdową), pośrednika jakim jest bank i pierwotnego dostawcy kapitału. Przeciętna stopa zwrotu osiągnięta na giełdzie musi więc być przynajmniej na tyle wysoka, aby pokryła zarobek należny zarówno dostawcy kapitału jak i pośredniczącemu bankowi. Jeśli posiadacz kapitału omija pośrednictwo banku i sam gra na giełdzie, to oprócz wynagrodzenia za jego kapitał, jemu też przypada wynagrodzenie poprzednio przypadające pośrednikowi (w całości lub dużej części).

Tabela 7. Oprocentowanie najwyższe rocznej lokaty bankowej o wysokości 1000 zł, o stałym oprocentowaniu, na koncie internetowym (2009 – 2012)

Data	Bank	Oprocentowanie
2009-03-19	Noble Bank	7,00
2009-11-04	AIG Bank	6,30
2010-11-08	Open Finance	5,80
2011-11-25	Getin Online	5,00
2012-03-18	Open Finance	6,10
2012-09-07	FM Bank	6,35

Źródło: Kalkulator. Systematyczne oszczędzanie. Bankier.pl, Polski Portal Finansowy (dostęp miał miejsce w podanych w tej tabeli datach), (<http://www.bankier.pl/fo/lokaty/narzedzia/lokaty/>).

O ile więc stopa giełdowa musi przeciętnie być wyższa od stopy lokaty bankowej, o tyle zapewne niekoniecznie dwukrotnie wyższa, jak to miało miejsce u nas w badanym okresie. Granice wahań proporcji między nimi są jednak ograniczone, a przewaga stopy giełdowej w dłuższym okresie powinna zawsze być atrakcyjna dla graczy gotowych podjąć trud i ryzyko samodzielnego inwestowania na giełdzie.

4. Prowizja a konkurencja (na naszym rynku)

W rozważaniach o giełdzie o bardziej ogólnym charakterze, a zwłaszcza tzw. „teoretycznych”, na ogół mało miejsca poświęca się prowizjom maklerskim. Rzadko są one głównym przedmiotem badań. Wynika to głównie z tego, że jest to element transakcji giełdowej bardzo zmienny. Wielkość prowizji zależy w dużej mierze od tego, z usług którego domu maklerskiego będziemy korzystać. A prowizje w tym samym czasie w poszczególnych domach maklerskich

różnią się, nie tylko w zakresie wysokości, ale i w swej konstrukcji czy w innych powiązanych z nimi opłatach i kosztach dodatkowych. W dodatku, w każdym domu maklerskim z osobna, na ogół zasady i wysokość prowizji ulegają dość częstym zmianom.

Ale prowizja, i to konkretna, jest i musi być jednym z głównych elementów składających się na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych, stanowi bowiem ich główny koszt, i to zwykle nie bagatelny jeśli chodzi o jego wysokość. Dlatego uważamy, że prowizja wymaga większej uwagi.

Tabela 8. Usługi domów maklerskich (opłaty za akcje) – stan na koniec marca 2011 r.

Lp	Biuro	Prowizja za akcje (%)	Prowizja minimalna (zł)	Opłata roczna (zł)	Prowizja za daytrading (%)
1	XTB Brokers	0,25	3	0	0,19
2	Amerbrokers	0,35	2	0	0,2
3	BGŻ	0,35	5	60	0,2
4	IDM	0,35	5	48	0,2
5	Alior	0,38	3	0	0,2
6	BOŚ	0,38	5	0	0,15
7	DnB Nord	0,38	2,5	60	-
8	BPS	0,38	5	50	0,2
9	BPH	0,38	6	40	0,25
10	Noble securities	0,38	10	0	0,25
11	PKO BP	0,39	5	55	-
12	Kredyt Bank	0,39	3	48	0,25
13	ING BSK	0,39	5	44	0,2
14	BRE	0,39	3	50	-
15	Trigon	0,39	6	48	0,19
16	BDM	0,39	5,95	49	-
17	Millennium	0,39	2,1	52	0,24
18	BZ WBK	0,39	6	55	0,25
19	CDM	0,39	8	60	0,25
20	DM PEKAO	0,39	8	60	0,25
21	mbank (emakler)	0,39	3	0	0,25

Źródło: Węgrzyn J., *Usługi domów maklerskich*, stan na koniec marca 2011 r., (<http://www.buffett.pl/rb.html>).

Tabela 8 zawiera informacje o prowizjach w grupie wybranych domów maklerskich pobierających najbardziej atrakcyjne dla inwestora opłaty prowizyjne. Tabela ta może pomóc w wyborze najatrakcyjniejszego domu maklerskiego.

Aktualnie, jak wynika z tabeli 8, chyba najtańsza prowizja jest w Domu Maklerskim XTB Brokers. Tylko określana kwotowo tzw. prowizja minimalna, jest jeszcze niższa w Amerbrokers. Ale trzeba być ostrożnym w wyborze domu maklerskiego, bo każdy z nich może w każdej chwili swe prowizje zmienić. A jeśli za pośrednictwem takiego domu już zainwestowało się w portfel akcji, to potem trudno taki portfel przenieść do innego domu maklerskiego. Jest to możliwe, ale to kosztuje. Np. w DM PKOBP (aktualnie) przeniesienie kosztuje 0,5% wartości poszczególnych akcji (ale nie mniej niż 5 zł.). Gdyby zlecić DM PKOBP sprzedaż akcji zamiast przenoszenia ich do innego domu maklerskiego, to byłoby mniej, bo DM PKOBP pobrałby 0,39% prowizji, czyli tylko o 0,11 punktu procentowego mniej, (ale też nie mniej niż 5 zł za zlecenie). Przenoszenie akcji jest więc drogie.

Pamiętać jednak warto, że wybór najtańszego domu maklerskiego niczego nie gwarantuje, domy te zmieniają często swoje warunki, podnoszą lub obniżają poszczególne opłaty i już np. po pół roku może się okazać, że inne domy stały się dużo atrakcyjniejsze od już wybranego.

Ponadto, domy te często różnią się także istotnymi technicznymi cechami ich platformy inwestycyjnej. Oferują różne produkty i platformy, z dostępem do różnych rynków na świecie, oferują różnorodne narzędzia analityczne czy zestawy informacji gospodarczych, czy możliwości składania nietypowych zleceń itp. Oferty te są często zmieniane, uzupełniane, czasem niespodzianie dezaktywowane. Są też takie domy, które unikają nowinek i nie dają szans inwestorom nawet na solidne monitorowanie ich własnego portfela. Warto więc starannie wybierać dom maklerski, a także być z góry przygotowanym na to, by móc go opuścić, lub może warto od razu być w kilku jednocześnie i to zwłaszcza w tych, które nie pobierają opłaty za otwarcie i prowadzenie rachunku inwestycyjnego.

Ranking prowizji zamieszczony w tabeli 8 pokazuje opłaty i prowizje za zlecenia internetowe. Z innych zleceń niż internetowe nie warto korzystać, bo nie dość że są niewygodne, to jeszcze są droższe. Ranking ten pokazuje, że domy maklerskie unikają konkurencji i uważnie patrzą jeden na drugiego, by nie wyróżnić się ze swoją ofertą. Efekt jest taki, jakby się zmówiły: prowizje są takie same lub bardzo zbliżone (0,35% lub 0,38% lub 0,39%). Wyraźnie tylko jeden dom Maklerski XTB Brokers wyłamał się z tej dyscypliny i proponuje o ok. 1/3 niższą prowizję niż pozostali.

To że znalazł się taki dom maklerski jak XTB Brokers i że potrafi on od dłuższego czasu dobrze prosperować choć pobiera dużo niższą prowizję, pokazuje, że są podstawy do tego by sądzić, że w pozostałych domach maklerskich prowizje możemy traktować jako wysokie, a więc, że być może konkurencja na tym rynku jednak szwankuje.

5. Inwestorzy za to samo płacą różne ceny (i to w dużej skali)

Domy maklerskie określają wysokość swej prowizji w wielkości procentowej od wartości zlecenia na akcje (tylko prowizję minimalną określają kwotowo). Określenie wysokości prowizji jedną wielkością procentową jest wygodne. Łatwo ją pamiętać, liczyć i porównywać z prowizją innych domów maklerskich. To jednak, że jest to jeden i ten sam procent niezależnie od wartości zlecenia oznacza, że dla jednych inwestorów i okoliczności prowizja może być postrzegana jako bardzo wysoka, dla innych odwrotnie, jako bardzo niska. Dobrze jest wiedzieć dla kogo i kiedy jest ona bardziej korzystna, a dla kogo i kiedy znacznie mniej.

Zauważmy, że w końcu płacimy dla domu maklerskiego prowizję za wykonanie określonych czynności składających się na tzw. obsługę zlecenia. Są to za każdym razem takie same czynności, o tej samej pracochłonności, czyli jest to za każdym razem taka sama usługa, niezależnie od wartości zlecenia. Z tego punktu widzenia powinniśmy za każde zlecenie płacić taką samą kwotę, pokrywającą koszt jego realizacji i przypadającą nań marżę zysku. Tymczasem określenie procentowe prowizji powoduje, że za zlecenie o wysokiej wartości płacimy wielokrotnie wyższą kwotę niż za niskie. Jeśli zlecenie jest np. na 200 tys. zł, to płacimy 1000 zł prowizji, a jeśli na 2 tysiące zł to 10 zł. By podkreślić skalę rozbieżności między kosztem a ceną jaka tu występuje, możemy obrazowo powiedzieć, że nie przypadkowo, ale jako norma, za taką samą (o tej samej wartości) usługę domu maklerskiego, jedni płacą mu np. 10 razy więcej, inni 100 razy, inni 1000 razy więcej, itd.

Część domów maklerskich wysokość prowizji określa tylko jednym procentem dla wszystkich bez wyjątku (np.: DM PKOBP¹⁴). Niektóre domy łagodzą nieco ciężar opłat dla zleceń opiewających na wysokie kwoty, np.: DM Millennium od zleceń na akcje powyżej miliona zł pobiera prowizję obniżoną z 0,38 % do 0,32 %. Niektóre deklarują, że powyżej pewnej kwoty „mogą” (czyli że nie muszą) ustalić prowizję wynegocjowaną przez inwestora (np. DM Millennium dla zleceń pow. 50 tys. zł).¹⁵ W sumie nie wiele poprawia to rozmiary zaskakującego zjawiska, że inwestorzy za to samo płacą różne ceny w ogromnej skali.¹⁶

¹⁴ *Wyciąg z Taryfy Opłat i Prowizji pobieranych przez dom maklerski PKO Banku Polskiego obowiązującej od 1 marca 2011 roku.* DM PKOBP SA, (http://www.dm.pkobp.pl/index.php?id=top2_r/zone=-1/section=ogol).

¹⁵ *Regulacje prawne – prowizje. Obowiązuje od dnia 1 sierpnia 2011 r.* Millennium Dom Maklerski SA. (http://www.millenniumdm.pl/static/of_rp_prowizje_gp.html).

¹⁶ Prowizje od zleceń składanych osobiście lub za pośrednictwem serwisu telefonicznego są na ogół wyższe niż od zleceń internetowych. Np.: DM PKOBP za internetowe pobiera 0,39%, ale nie mniej niż 5,00 zł, a za te pierwsze dla wszystkich kwot powyżej 25 tys. zł: 0,5% plus dodatkowo 109 zł. Dla zleceń o niższych kwotach jest to procent jeszcze

Zróznicowanie kwoty prowizji w zależności od wartości zlecenia narzuca w pewnym stopniu domom maklerskim analogiczna polityka opłat, pobieranych od domów przez giełdę za jej usługi. Im wyższa jest wartość transakcji, na którą opiewa pojedyncze zlecenie, tym wyższą kwotę opłaty pobiera giełda.

Jak wynika z danych opracowanych przez Izbę Domów Maklerskich (tabela 9), o ile opłata giełdowa uiszczana przez dom maklerski za zlecenie opiewające na 2500 zł wynosiła 1,83 zł, to już za zlecenie „droższe”, w wys. 50 tys. zł, była prawie 10 razy większa (17,5 zł), za zlecenie na ok. milion zł – 143 razy wyższa, a na 3 miliony – 322 razy wyższa. Byłoby to może zrozumiałe gdyby chodziło tu o gotówkę w banknotach, bo wtedy np. proporcjonalnie do jej ilości rósł by jej ciężar w transporcie, zajęta kubatura w sejfie czy czas i wysiłek jej liczenia, itp. ale przy elektronicznych zleceniach internetowych żaden z takich kosztów nie wchodzi przecież w grę. Być może należałoby wpierv zbadać źródłowo faktyczne proporcje między wartością zlecenia a kosztami jego obsługi, ale już teraz można zaryzykować tezę, że trudno jest przypuszczać, by koszt obsługi przez GPW zlecenia, na którym widnieje kwota o trzy zera większa, z powodu tych trzech zer, był ok. 300 razy wyższy.

Dysproporcje te występują pomimo, że GPW w Warszawie, jak to widać z tabeli 9, stara się je trochę złagodzić, różnicując nieco wysokość opłat za jedną sztukę zlecenia tak, że przy większej wartości zlecenia, opłata w procentach tej kwoty nieco maleje – od poziomu 0,073% do 0,020%. Ale jest to dalece za małe zróżnicowanie by zniwelować te dysproporcje.

Tabela 9 pokazuje też, że praktyka pobierania od zlecenia tym wyższej kwoty opłaty im wyższa jest wartość zlecenia, (czyli ten sam procent prowizji dla wszystkich) nie jest czymś szczególnym na naszym rynku lecz występuje dość powszechnie na wielu giełdach Europy.

Jednakowy procent, w granicach od 0,004% do 0,005% od każdego zlecenia, pobiera giełda we Frankfurcie, w Oslo (taryfa 4), w Londynie, i w wys. 0,001% giełda w Istambule. Na tych giełdach za transakcję na 3 mln zł trzeba uiszczać kwotę opłaty średnio ok. 1200 razy wyższą, niż kwota za transakcję opiewającą na 2,5 tys. zł. Ale nie wszędzie tak jest. Zastanawia zwłaszcza taryfa opłat w Madrycie. Tu za transakcję na 3 mln zł płaci się kwotę tylko 5 razy wyższą niż za transakcję na 2,5 tys. zł. Relacja ta na stosunkowo niskim poziomie występuje też w Oslo (26 do 44 razy według taryfy 1, 2 i 3) czy w Wiedniu (50 do 75 razy według taryfy 1 i 2). Generalnie można z tego wnioskować, że z punktu widzenia interesów giełdy czy domu maklerskiego proporcja ta nie jest zbyt istotna, nie

wyższy. Dla kwot do 5 000 zł jest to 1,5% + 9 zł, a ponad 5 000 zł do 25 000 zł – jest to 0,75% + 46,50 zł. Zob.: *Wyciąg z Taryfy Opłat i Prowizji pobieranych przez dom maklerski PKO Banku Polskiego ...*

ma tu nienaruszalnej reguły, lecz jest daleko idąca elastyczność proporcji i zasad. Zapewne większa waga przywiązywana jest tu do poziomu przeciętnej opłaty za wszystkie zlecenia łącznie.

Tabela 9. Porównanie opłat pobieranych przez przykładowe giełdy europejskie od wartości transakcji w zł według kursu NBP na 20.02.2012 r.

Taryfy opłat	GPW	Istambul	Wiedeń			Praga	Madryt	Londyn	Oslo				Budapeszt	Frankfurt (XETRA)		
			1	2	3				1	2	3	4		1	2	3
Transakcja w tys. zł	opłaty w zł															
2,5	1,83	0,02	7,52	3,76	0,5	1,75	10,83	0,11	4,61	3,47	2,42	0,13	0,72	0,09	0,09	0,1
50	17,5	0,46	20	15	10	35	25,43	2,25	7,46	5,84	3,37	2,5	7,5	1,8	1,89	2,07
1 050	262	9,67	375,98	281,98	187,99	670,4	55,98	47,25	67,46	55,84	23,37	52,5	157,5	37,8	39,69	43,47
3 000	590	27,64	375,98	281,98	187,99	670,4	55,98	135	184,46	153,34	62,37	150	450	108	113,4	124,2
Transakcja w tys. zł	opłaty w procentach wartości transakcji															
2,5	0,073	0,001	0,301	0,15	0,02	0,07	0,433	0,004	0,184	0,139	0,097	0,005	0,029	0,004	0,004	0,004
50	0,035	0,001	0,04	0,03	0,02	0,07	0,051	0,005	0,015	0,012	0,007	0,005	0,015	0,004	0,004	0,004
1 050	0,025	0,001	0,036	0,027	0,018	0,064	0,005	0,005	0,006	0,005	0,002	0,005	0,015	0,004	0,004	0,004
3 000	0,02	0,001	0,013	0,009	0,006	0,022	0,002	0,005	0,006	0,005	0,002	0,005	0,015	0,004	0,004	0,004
	stosunek opłaty dla transakcji na 3 mln zł do opłaty dla transakcji na 2,5 tys. zł															
	322	1382	50	75	376	383	5	1227	40	44	26	1154	625	1200	1260	1242

Źródło: Obliczenia własne według: *Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie w czołówce najdroższych giełd w Europie*. Informacja prasowa. Izba Domów Maklerskich. Warszawa, 19 marca 2012 r., (http://www.idm.com.pl/download/opłaty_gpw/IDM_raport_opłaty_GPW.pdf).

Proporcja ta jest jednak bardzo istotna z punktu widzenia interesów poszczególnych inwestorów. Gdy procent prowizji jest jeden dla wszystkich, to uprzywilejowuje to drobnych inwestorów, oni za każde swoje zlecenie płacą kwotę wielokrotnie mniejszą niż duzi i wielcy inwestorzy wystawiający zlecenia o wysokiej wartości. Tak jest też gdy zróżnicowanie procentu prowizji jest niedostatecznie duże. Tabela 9 pokazuje, że takie wysokie uprzywilejowanie drobnych inwestorów występuje na giełdzie we Frankfurcie, w Oslo (taryfa 4), w Londynie, i w Istambule, a także, choć w nieco mniejszym stopniu w Pradze czy na naszej GPW w Warszawie. Natomiast np. giełda w Madrycie nie troszczy się już tak o drobnych inwestorów traktując ich niemal na równi z wielkimi i bogatymi.

Uprzywilejowanie inwestorów „biedniejszych” należy ocenić pozytywnie. Może dzięki temu mamy więcej drobnych inwestorów indywidualnych na naszej giełdzie, co zwiększa jej płynność. Dobrze wiec, że nasze domy maklerskie powielają politykę opłat narzucaną przez naszą giełdę, mimo że przecież nie muszą,

bo w końcu opłaty giełdowe stanowią tylko część ich kosztów, i opłaty giełdowe stanowią dużo niższy procent wartości każdej transakcji niż procent prowizji pobieranej od inwestorów.

6. Dolny próg opłacalności przy spekulacji dziennej

Przeciętną stopę zwrotu z inwestycji długofalowej w WIG za lata 1998 – 2012, warto też byłoby porównać z przeciętną stopą zwrotu jaką można było uzyskać z inwestycji bardzo krótkofalowej, np. stanowiącej spekulację dzienną, czyli zakup i sprzedaż akcji jeszcze tego samego dnia (tzw. daytrading). Inwestorzy początkujący, zamierzający przenieść swe oszczędności z banku na giełdę, zwykle zaczynają od budowy długofalowego portfela, odkładając próby daytradingu na przyszłość, gdy już lepiej poznają giełdę, słusznie obawiając się związanego z tym ryzyka. Warto jednak podjąć próbę oceny perspektyw przed jakimi stoją: czy na daytradingu tak przeciętnie można było zarabiać więcej, a jeśli tak to o ile? Odpowiedź na to jest trudna, bo nie mamy dostępu do źródeł zestawiających koszty, zyski i straty takich inwestorów i zmuszeni jesteśmy przeciętną stopę zwrotu, jako możliwą do osiągnięcia, wydedukować z układu kursów akcji na giełdzie w minionym okresie.

Zauważmy, że inwestując długofalowo, osiągamy zysk przeciętny, wyzyskujący długofalowy trend wzrostowy przeciętnego kursu akcji wszystkich spółek giełdowych, co najlepiej wyraża się w długofalowym trendzie wzrostowym giełdy, reprezentowanym przez indeks WIG. Trend ten wynikał ze wzrostu przeciętnej wartości wszystkich spółek giełdowych, głównie jako skutek inwestowania przez spółki ich kapitału, czerpanego także (choć nie tylko) z samej giełdy.

Natomiast daytrading to w istocie zupełnie inna gra niż długofalowy zakup akcji. Tu już nie budujemy portfela do zakupu i nie czekamy ze sprzedażą do końca długiego okresu. Tu kupujemy najczęściej akcje pojedynczych spółek, wykorzystując ich dzienne wahania cen. Często są to nawet akcje tylko jednej spółki, przez jakiś czas może nawet ciągle tej samej. Aby na tym zarabiać, kurs takiej akcji czy tych akcji nie musi systematycznie rosnąć, wystarczy by się dostatecznie wahał. To, że kursy akcji mają w dłuższym terminie tendencję wzrostową ma też wpływ na zyski z daytradingu, ale już zdecydowanie mniej istotny. W rezultacie, gra na daytradingu jest bardzo zbliżona do modelu gry o zerowym wyniku. Gdzie zyski jednych są stratami innych, a więc przeciętny zarobek (czyli suma zysków i strat podzielona na ilość graczy) jest bliski zeru. Bliski, bo jednak osoby wygrywające w sumie, uzyskują także dodatkowy przyrost zysku, pochodzący z długofalowego wzrostu wartości spółek, a przypadającego na jeden dzień, ale już w bardzo skromnej wysokości, wynoszącej w badanym okresie 0,05% wartości spółek.

Tak więc to, że „giełda rośnie”, również kształtuje przeciętną stopę zwrotu na daytradingu, która osiągała poziom 0,05% za dzień czyli 13% w skali roku.

Ale na daytradingu mamy dodatkowe potencjalne źródło osiągnięcia zysków, które w długofalowych inwestycjach praktycznie nie występuje. To dodatkowe źródło to zysk osiągany na wahaniach kursów w ciągu dnia. Jest to źródło podstawowe, z niego pochodzi niemal cały ewentualny zysk brutto daytradingu, gdy ze wzrostu giełdy pochodzi tylko jego niewielka część.

Stwierdzenie, że na daytradingu wszyscy gracze łącznie „wychodzą przeciętnie prawie na zero”, dotyczy zarobku brutto, a więc tego, od którego trzeba jeszcze zapłacić prowizję. A prowizję muszą płacić wszyscy: i wygrywający i przegrywający i to w sporej wysokości, bo aktualnie co najmniej 0,5% użytego w grze kapitału.¹⁷

Każdy inwestor, wchodząc na giełdowy rynek dziennej spekulacji, musi się więc liczyć z tym, że aby nic nie stracić, to musi przynajmniej zarobić na zapłaceniu prowizji. A zarobić na daytradingu, choćby tylko na prowizję, nie jest łatwo, ze względu na wysokość tej prowizji. Wymagało to bowiem w badanym okresie osiągnięcia zysku w wys. 0,5% użytego kapitału w ciągu jednego dnia, czyli 125% stopy zwrotu w skali roku. A przecież wiemy, że biznes, który przynosi rocznie aż 125% zysku, może się pojawiać w gospodarce tylko wyjątkowo i krótkotrwale. Tak wysoka stopa zwrotu świadczy o tym, że giełdowy daytrading, to przedsięwzięcie wymagające ogromnego wysiłku i obarczone bardzo wysokim ryzykiem.

To, że prowizja daytradera w skali roku stanowi tak ogromny procent kapitału, może też wskazywać na to, że prowizja ta, przynajmniej dla spekulacji dziennej, jest nadmiernie wysoka. Niektóre domy maklerskie, jakby częściowo to potwierdzając, od daytradingu pobierają obniżoną prowizję. Skonstruowane to jest w ten sposób, że za kupno akcji płaci się zawsze stawkę podstawową, a za sprzedaż, jeśli jest tego samego dnia – płaci się stawkę obniżoną, a jeśli sprzedaż jest dopiero w dniach następnych – to już podstawową (wyższą). Aktualne rozmiary tej obniżki w wybranych domach maklerskich pokazuje tabela 10.

Z tabeli 10 wynika, że aktualnie najtaniej pod tym względem jest w Domu Maklerskim XTB, a DM PKO BP i DM BGŻ (na końcu tabeli 10) najwyraźniej chcą, aby im dziennym graniem na giełdzie w ogóle nie zawracać głowy. W DM BGŻ prowizja dzienna wynosi aż 210% w skali roku. Natomiast najtańszy XTB ma stawkę podstawową 0,25%, a za sprzedaż akcji tego samego dnia co ich kupno, obniżoną do 0,19%, czyli razem 0,44% za kupno i sprzedaż. W sumie nawet najbardziej śmiało z oferowanych nam obniżek są raczej nie wielkie: prowizja dzienna 0,44%, to 110% w skali roku, a więc nadal bardzo wysoko.

To, że prowizja maklerska z codziennej spekulacji (licząc po jednej transakcji dziennie), wynosi w skali rocznej 110% czy nawet 210%, nie oznacza oczywiście, że dom maklerski zarabia na spekulantach takie krocie. Nie jest to bowiem procent

¹⁷ Przyjmujemy tu rozmiar prowizji aktualnie najtańszego pod tym względem domu maklerskiego w kraju, za kupno i sprzedaż łącznie.

od kapitału domu maklerskiego, lecz jest to procent od kapitału inwestorów, spekulujących nim na daytradingu, co ma dość luźny związek z kosztami, jakie przy tym ponosi dom maklerski. Aby wiedzieć czy dochód domu maklerskiego z takich prowizji w skali rocznej jest wysoki czy nie, trzeba by wiedzieć, jaka to kwota owe 110% czy 210% prowizji za wszystkie zlecenia typu daytrading rocznie, i odnieść ją do rzeczywistych rocznych kosztów jakie ponosi dom maklerski obsługując daytrading, wówczas wiedzielibyśmy, na ile to jest rentowne. Bilanse domów maklerskich wykazują rentowność ogółem na poziomie wiele dziesiątek razy niższym niż owe 110% czy 210%, wskazując, że to inwestorzy płacą krocie, (i to bogatsi), a domy maklerskie zwykle osiągają tylko zysk przeciętny właściwy dla całej gospodarki.

Tabela 10. Prowizje maklerskie za dzienną spekulację akcjami (w %)

Dom maklerski:	% za kupno + % za sprzedaż	
	dziennie	w skali roku
XTB	0,25 + 0,19 = 0,44	110,0
BOŚ	0,39 + 0,20 = 0,59	147,5
BDM	0,39 + 0,18 = 0,57	142,5
PKO BP	0,39 + 0,39 = 0,78	195,0
BGŻ	0,42 + 0,42 = 0,84	210,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabel opłat i prowizji wybranych domów maklerskich: (<http://www.xtb.pl/regulacje/4-Oplaty-i-prowizje>, <http://www.bosbank.pl/?page=taryfy>, http://www.bdm.com.pl/files/tabela_oplat_i_prowizji.pdf, <http://www.dm.pkobp.pl/oferta/taryfa-oplat-i-prowizji/rachunek-inwestycyjny/>, http://www.bgz.pl/downloads/biuro_maklerskie/Regulacje_BM/Taryfa_prowizji.pdf)

Rozmiary prowizji w dużej mierze wyznaczają dolny próg opłacalności gry na daytradingu. Tj. próg, do którego można by porównywać każdy zarobek z osobna na daytradingu. Bowiem aby nie stracić, trzeba przynajmniej zarobić na prowizję, czyli aktualnie minimum 0,44% kapitału w najtańszym domu maklerskim (XTB). Najskromniejszy zysk na jaki przeciętnie można się zgodzić na daytradingu, to 0,05% kapitału, bo dawałby w skali roku stopę zwrotu taką samą jak przeciętny zwrot z inwestycji długofalowej. Razem z najniższą prowizją byłoby to 0,44% + 0,05% = 0,49%. Taką stopę zwrotu brutto (0,49%) można określić jako występujący w badanym okresie dolny próg opłacalności gry na daytradingu. Niższa stopa wskazywałaby bowiem, że lepiej było przenieść kapitał do strategii długofalowej, na której przeciętnie zarabiano się więcej.

Tak określony dolny próg opłacalności oznacza, że inwestor nie liczy jako koszt, podejmowanego co dzień swojego wysiłku. Można tak czasem robić, jeśli to jest wysiłek własny. Ale jest to słabo uprawnione w świetle jego rozmiarów.

Przy giełdowej lokacie długoterminowej (np. rocznej) jest to wysiłek jednorazowy. Codzienna spekulacja przez rok, to być może nawet zbliżony wysiłek jednorazowy, ale pomnożony przez 250 dni sesyjnych w roku. Większy wysiłek powinien więc być wyżej wynagradzany (przynajmniej przeciętnie), bo inaczej nikt by go nie podejmował. Jeśli pomijamy go, to nie ze względu na jego rozmiary, bo te są duże, ale ze względu na trudność oszacowania jego wartości.

7. Dolny próg opłacalności a wahania kursów na daytradingu

Czy łatwo jest „przebić” dolny próg opłacalności w ciągu jednego dnia? Taki sukces nie wydaje się być ani tak prosty ani tak mało ryzykowny, jak inwestycja w przeciętny portfel wyzyskujący długoterminowy wzrost wartości spółek giełdowych. Przy spekulacji dziennej niemal cały sukces musimy osiągnąć tym, że jesteśmy lepsi od innych, że nasze zyski są dzięki stratom przegrywających.

Ponadto można zauważyć, że przy spekulacji dziennej, szanse i rozmiary sukcesu, zależą od rozpiętości wahań kursów w ciągu dnia, i od liczby cykli przez jakie te wahania przechodzą w ciągu dnia. Im mniejsze wahania, tym mniej można zarobić. Gdy kursy dzienne w ogóle się nie wahają, „stoją w miejscu”, wtedy nie tylko nic nie da się zarobić, ale każda próba zarobku, czyli każde wysłanie zlecenia, musiałyby przynieść straty w wysokości prowizji, którą trzeba byłoby i tak zapłacić. Dla osiągnięcia przedstawionego poprzednio progu opłacalności (w wys. 0,49%), konieczne więc byłoby wahanie kursów o rozpiętości przynajmniej też 0,49% w ciągu dnia.

Taka rozpiętość na pierwszy rzut oka nie wydaje się być wysoką. Na giełdzie granicę dopuszczalnych wahań kursów wyznaczają zasady tzw. widełek. Regułą widełek (tzw. statycznych) jest, że np. dla akcji, kurs aktualny nie może przekroczyć +/- 10% wysokości kursu notowanego na ostatnim fixingu,¹⁸ co oznacza możliwą rozpiętość kursów do 20%, w praktyce tak wysoka rozpiętość nie często jest przez kursy spółek osiągnana w ciągu dnia.

Warto spojrzeć wpierv na przypadki skrajnie wysokich rozpiętości w ciągu dnia, między kursami akcji wybranych spółek, co da orientacyjny pogląd, na wysokość maksymalnego zarobku jaki można było uzyskać na daytradingu (jeśli miało się szczęście trafić na taką rozpiętość kursów i ją wykorzystać), by w następnej kolejności poszukać sposobu określenia rozpiętości mniejszych, ale mających bardziej przeciętny charakter.

¹⁸ Tzn. kursy w notowaniach ciągłych i kurs z fixingu zamknięcia tego dnia, nie mogą przekroczyć tej granicy w stosunku do kursu z fixingu otwarcia tego dnia, a kurs z fixingu otwarcia tego dnia, nie może przekroczyć tej granicy w stosunku do kursu z fixingu zamknięcia dnia poprzedniego.

W archiwum Infostrefy GPW znajdziemy m.in. kurs akcji minimalny oraz maksymalny każdej spółki w każdym dniu. W tabeli 11 umieszczono dane, dla trzech wybranych spółek, dla lat 2001-2012, pokazujące jedną dla każdego roku, ale najwyższą rozpiętość kursów dnia, jaka wystąpiła w owym roku dla tych wybranych spółek. Wszystkie spółki podlegają tym samym zasadom i przepisom dotyczącym widełek, można się więc spodziewać, że przedstawione tu dane dla trzech spółek są dość reprezentatywne dla wszystkich.

Z tabeli 11 wynika, że np. TPSA miała w tych latach rozpiętości dalece poniżej 20%, normy widełek, a dla akcji STALEXP występowały przypadki znacznego jej przekraczania. Możliwość przekraczania wynika z zasad widełek GPW, dopuszczających odstępstwa od głównej reguły w sytuacjach wyjątkowych (tzw. rozszerzanie widełek w ciągu sesji).

Tabela 11. Największe rozpiętości* w ciągu dnia między kursami akcji na GPW dla wybranych spółek (w %)

Rok	AGORA	TPSA	STALEXP
2001	19	12	39
2002	13	10	21
2003	15	7	40
2004	6	6	17
2005	11	6	16
2006	12	9	19
2007	8	8	32
2008	21	12	26
2009	12	9	11
2010	10	12	8
2011	13	10	13
2012	12	10	15

* rozpiętość ta to różnica między kursem maksymalnym a minimalnym w ciągu dnia w %.

Źródło: dane z *GPW Infostrefa, Archiwum notowań...*

Dane o maksymalnych rozpiętościach kursów w ciągu dnia są mało przydatne, bo mówią o sytuacjach skrajnych i rzadko występujących. Więcej informacji dostarczyłoby porównanie dolnego progu opłacalności, z rozpiętością kursów, mającą charakter bardziej przeciętny. Jeśli zsumujemy dzienne rozpiętości w każdym roku i podzielimy przez ilość sesji w danym roku, to otrzymamy przeciętną z rozpiętości maksymalnych (dziennych) dla każdego roku dla tych samych, wybranych poprzednio spółek, co podaje tabela 12.

Tabela 12. Przeciętna w roku z dziennych rozpiętości maksymalnych tj. między kursami maksymalnymi a minimalnymi (w %-ach)

	AGORA	TPSA	STALEXP	WIG
2001	3,7	3,8	7,5	1,6
2002	2,9	3,4	3,4	3,4
2003	2,9	2,5	4,7	1,4
2004	2,3	2,0	4,3	1,1
2005	2,1	2,7	3,1	1,0
2006	3,5	3,0	5,2	1,6
2007	3,0	2,9	6,2	1,4
2008	4,2	3,4	5,8	2,1
2009	4,6	3,1	4,1	2,0
2010	2,7	2,3	2,4	1,1
2011	3,4	2,8	3,4	1,5
2012	3,5	1,7	2,7	1,0
Przec.:	3,2	2,8	4,4	1,6

Źródło: GPW Infostrefa, Archiwum notowań...

Tabela 12 pokazuje, że tak obliczone przeciętne rozpiętości maksymalne dla wybranych spółek były już dużo niższe niż wykazane w poprzedniej tabeli 11, i dla badanych 12 lat stanowiły od 3,2% do 4,4% przeciętnie rocznie. Były więc już tylko od 6 do 10 razy wyższe od progu opłacalności określonego poprzednio na 0,49%.

W Infostrefie są też dane o maksymalnym i minimalnym notowaniu WIG dla każdego dnia. Ponieważ zmiany indeksu WIG odzwierciedlają kurs przeciętnej akcji na GPW, to również dla takiej akcji można obliczyć przeciętne rozpiętości maksymalne z każdego dnia dla poszczególnych lat i potem przeciętną roczną dla całych 12 lat. Zawiera to ostatnia kolumna tabeli 12. Okazuje się, że tak obliczona przeciętna rozpiętość kursów dziennych na giełdzie była już zdecydowanie niska w porównaniu z progiem opłacalności. Zawierała się w przedziale od 1% do 3,4% w poszczególnych latach, a więc tylko 2 do 7 razy więcej od progu opłacalności. Przeciętna roczna z całych 12 lat wyniosła 1,6%, a więc tylko 3,3 razy więcej niż próg opłacalności. To wskazuje ponownie, jak wysoki jest ów próg opłacalności, czyli, jak wysoka jest prowizja, która ten próg wyznacza. Jest to tym bardziej wymowne, że owa przeciętna 1,6% jest tu w końcu wyliczona z rozpiętości maksymalnych dla poszczególnych dni, bo dysponujemy tylko jednym kursem maksymalnym i jednym minimalnym z każdego dnia dla WIG. W sumie pokazuje to, jak trudno jest osiągnąć sukces na daytradingu. Zwłaszcza, że nie tylko trzeba trafić za każdym razem na satysfakcjonującą rozpiętość kursów, ale także za każdym razem trafnie przewidzieć jej kierunek.

8. Prowizja na daytradingu – podsumowanie

Przeprowadzona analiza wskazuje, że prowizja ze względu na swą konstrukcję i związaną z nią wysokość, jest czynnikiem bardzo silnie wpływającym na zróżnicowanie warunków i możliwości zarabiania na inwestycjach długofalowych oraz na spekulacji dziennej. Wskazuje na to przede wszystkim spostrzeżenie, że gdyby w ogóle nie trzeba było płacić prowizji, to możliwa do uzyskania przeciętna stopa zwrotu (wywodząca się stąd, że „giełda rośnie”) byłaby w obu wypadkach taka sama (tj. w badanym okresie 0,05% w skali dnia i 13% w skali roku w obu przypadkach).¹⁹ Aktualnie zaś prowizja jest tak wysoka, że na daytradingu trzeba osiągnąć stopę zwrotu wielokrotnie wyższą od przeciętnej, by „zarobić” na spłacie samej tylko prowizji. Na daytradingu aktualna procentowa prowizja jest 10 razy większa od przeciętnej stopy zwrotu (stosunek 0,5% do 0,05% za dzień), gdy przy inwestycjach długofalowych, licząc też w skali roku, prowizja jest ok. 26 razy mniejsza (stosunek 0,5% do 13% za rok).

Tak jest dlatego, że koszt jaki stanowi prowizja nie jest przez dom maklerski dyskontowany w czasie. Lokując na giełdzie np. 1000 zł na dzień płacimy 5 zł prowizji (0,5%), a lokując tyle samo na rok, też płacimy 5 zł (0,5%). A przecież wydatek 5 zł w ciągu dnia dla inwestora nie jest równoważny wydatkowi 5 zł rocznie.

Skutek jest taki, że konstrukcja prowizji i związana z nią jej wysokość, zdecydowanie preferują inwestycje długofalowe, zbyt silnie dyskryminując daytrading. Wydaje się, że warto więc w związku z tym zalecać pewne wyrównanie tej niewątpliwiej dysproporcji. Przedstawione poprzednio rozważania wskazują, że domy maklerskie nie muszą sztywno trzymać się dotychczasowych zasad polityki prowizji, bo te są dość umowne. Można więc postulować jej zmiany. A więc może warto byłoby zróżnicować wysokość prowizji, przynajmniej przez przyjęcie pewnych przedziałów czasowych, w których realizowana jest transakcja i to tak, by prowizja była tym niższa, im krótszy okres. Sądzę, że byłoby to z korzyścią dla obrotu giełdowego na GPW w Warszawie.

¹⁹ Zakłada się tutaj, że na daytradingu codziennie (co sesję) inwestor wykonuje tylko jedną transakcję.

Bibliografia

- Bankier.pl, Polski Portal Finansowy (<http://www.bankier.pl/fo/lokaty/narzedzia/lokaty>).
- Bernstein P., Damodaran A., Zarządzanie inwestycjami, Warszawa 1999.
- Biuletyny statystyczne GPW, (<http://www.gpw.pl/statystyki>).
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie w czołówce najdroższych giełd w Europie. Informacja prasowa. Izba Domów Maklerskich. Warszawa, 19 marca 2012 r. (http://www.idm.com.pl/download/oplaty_gpw/IDM_raport_oplaty_GPW.pdf).
- Główny Urząd Statystyczny. Statystyka Międzynarodowa. Dane statystyczne o krajach. Tablice o krajach według tematów – finanse. 14.6. Indeksy giełdowe akcji. (Obliczenia własne), (http://www.stat.gov.pl/gus/5840_11292_PLK_WAI.htm).
- GPW Infostrefa, Archiwum notowań, (<http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/pl/quotes/archive/1>).
- Jajuga K., Jajuga T., Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. PWN, Warszawa 1996.
- Jajuga K., Jajuga T., Jak inwestować w papiery wartościowe, Warszawa 1994.
- Tarczyński W., Zwolankowski M., Inżynieria finansowa. Warszawa 1999. Ważne daty w historii GPW. GPW. (http://www.gpw.pl/wazne_daty).
- Węgrzyn J., Usługi domów maklerskich, stan na koniec marca 2011 r., (<http://www.buffett.pl/rb.html>).
- Wyciąg z Taryfy Opłat i Prowizji pobieranych przez dom maklerski PKO Banku Polskiego obowiązującej od 1 marca 2011 roku. DM PKOBP SA, (http://www.dm.pkobp.pl/index.php/id=top2_ri/zone=-1/section=ogol).

Strony internetowe:

- NIKKEI 225. Historical Prices. Yahoo! Inc., (<http://uk.finance.yahoo.com/q/hp?a=&b=&c=&d=2&e=22&f=2012&g=d&s=%5EN225>).
- Podstawowe statystyki GPW, (http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja)
- Regulacje prawne – prowizje. Obowiązuje od dnia 1 sierpnia 2011 r. Millennium Dom Maklerski SA. (http://www.millenniumdm.pl/static/of_rp_prowizje_gpw.html)
- Statystyka stóp procentowych. NBP. Tabela 1. Średnie oprocentowanie stanów umów złotych - ogółem (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych), (http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html).
- Średnie ważone oprocentowanie depozytów złotych w bankach komercyjnych (w % w stosunku rocznym) 1999-2002: (http://www.nbp.pl/publikacje/biuletyn_informacyjny/2002/1_2_2002.pdf i poprzednie).
- Tabele opłat i prowizji (wybranych domów maklerskich):
- <http://www.xtb.pl/regulacje/4-Oplaty-i-prowizje>,
- <http://www.bosbank.pl/?page=taryfy>,
- http://www.bdm.com.pl/files/tabela_oplat_i_prowizji.pdf,
- <http://www.dm.pkobp.pl/oferta/taryfa-oplat-i-prowizji/rachunek-inwestycyjny/>,
- http://www.bgz.pl/downloads/biuro_maklerskie/Regulacje_BM/Taryfa_prowizji.pdf