

# ARTYŚCI RYNKÓW

## Odcinek 1: W 80 transakcji dookoła świata z Raoulem Palem

Michael McCarthy: W 80 transakcji dookoła świata. Co się dzieje, gdy świat naprawdę stoi przed tobą otworem?

Raoul Pal: To jak najcudowniejsze na świecie puzzle, których nigdy nie można do końca ułożyć. Czasami na krótko nam się udaje, ale potem układanka się rozsypuje i musimy zaczynać od nowa.

Michael McCarthy: Witajcie w pierwszym odcinku Artystów Rynków, autorskiej serii podcastów CMC Markets. Nazywam się Michael McCarthy i jestem głównym analitykiem rynkowym CMC Markets dla regionu Azji i Pacyfiku. Będę prowadził dla Was tę serię podcastów. W każdym odcinku spotkamy się z jednym z najlepszych traderów w branży, który opowie nam o sobie, o swoich wzlotach i upadkach w karierze tradera i o swojej drodze ku sukcesom na rynkach finansowych. Rozpoczynamy dziś od spotkania z Raoulem Palem, który osiągnął sukces w makroskali, precyzyjnie łącząc ze sobą pojedyncze puzzle oszałamiającej globalnej układanki.

Raoul Pal jest jednym z najlepszych na świecie inwestorów makro, czyli takich, którzy zarabiają na długoterminowych trendach w gospodarce. Kiedyś pracował w Goldman Sachs, a obecnie zarządza funduszami hedgingowymi w GLG, zakończywszy karierę tradera w wieku 36 lat. Jego najnowsze przedsięwzięcie to Real Vision TV – kanał informacyjny, którego celem jest zwiększenie przejrzystości aktualnych informacji z rynków finansowych. Łączymy się z Raoulem na Kajmanach, gdzie obecnie mieszka. Będziemy rozmawiać o tym, gdzie na świecie czekają na inwestorów nowe możliwości i okazje. Ale najpierw porozmawiamy o inwestowaniu w makroskali i dlaczego jego zdaniem to najbardziej fascynująca układanka na świecie.

Raoul, mówi się o tobie, że jesteś Europejczykiem z krwi i kości, a twoich korzeni można szukać na całym Starym Kontynencie. Mieszkałeś w różnych krajach świata, a teraz znalazłeś swoje miejsce na ziemi na Kajmanach. Czy jesteś zatem kosmopolitą?

Raoul Pal: Prawdę mówiąc, trudno powiedzieć, że jestem prawdziwym Europejczykiem, bo w połowie jestem Hindusem, a w połowie Holendrem. Dorastałem w Anglii, przez jakiś czas mieszkałem w Indiach, a następnie przez dziesięć lat w Hiszpanii. Teraz zaś mieszkam na Kajmanach. Tak naprawdę jestem w pewnym sensie bezpaństwowcem, a z drugiej strony – obywatelem świata.

Nie należąc nigdzie, czuję się wszędzie na swoim miejscu, a to chyba najlepsza możliwa sytuacja, bo nabiera się znacznie szerszej perspektywy. Miejsce, gdzie wschód spotyka się z zachodem, to dobry punkt, z którego można obserwować sytuację na całym świecie. Ta perspektywa daje mi naprawdę wiele.

Michael McCarthy: Czy dlatego postanowiłeś zostać inwestorem makro?

Raoul Pal: Być może podświadomie tak. Myślę, że inwestowanie makro pociągało mnie dlatego, że jest jak najcudowniejsze na świecie puzzle, których nigdy nie można ułożyć do końca. Czasami na krótko nam się udaje, ale potem układanka się rozsypuje i musimy zaczynać od

nowa. To kwestia wizualizacji i wybiegania myślą w przyszłość. Mój mózg właśnie w ten sposób działa: bardziej wizualizuje niż kalkuluje.

Michael McCarthy: Mówisz o poszukiwaniu brakującego kawałka układanki. W jaki sposób do tego doszedłeś? Czy nagle Cię oświeciło, czy dochodziłeś do tego wniosku stopniowo?

Raoul Pal: Myślę, że momentem przełomowym był dla mnie azjatycki kryzys finansowy, około roku 1997, kiedy zdałem sobie sprawę, że z dnia na dzień światem zaczęły rządzić trendy makro. Być może pamiętasz, że w połowie lat 90-tych sytuacja przypominała obecną, a na rynkach panowała niewielka zmienność. Kurs dolara był stabilny i w sumie niewiele się działo. W 1994 roku mieliśmy do czynienia z pęknięciem bańki na rynku obligacji, ale później nastąpił wzrost na rynkach akcji i sytuacja ustabilizowała się. Rynki wschodzące również rosły, nie było żadnych źródeł niedoszacowania. A potem nastąpił kryzys azjatyckich tygrysów i nagle trzeba było sobie przypomnieć o deflacji, długu czy sztywnym kursie wymiany walut. Po jakimś czasie elementy tej makro układanki znowu zaczęły do siebie pasować, a ja zrozumiałem, że wszystko sprowadza się do zbieżności wskaźników ekonomicznych, trendów rynkowych, wykresów, zakłóceń równowagi – jednym słowem, wszystkich kawałków tej wielkiej układanki.

Michael McCarthy: Z Twojej biografii wynika, że zaczynałeś karierę od analizy technicznej. Czy możesz powiedzieć nam, jak z analityka wykresów stałeś się inwestorem w makroskali?

Raoul Pal: Po studiach dostałem pierwszą pracę w firmie o nazwie Dow Jones Telerate, która ostatecznie stała się częścią agencji Reuters i Thomson Reuters. W tej firmie ekrany szkoleniowe znajdowały się w dealing room'ach. Moja pierwsza praca polegała na obsłudze klientów w zakresie produktów analizy technicznej, a jednym z moich zadań było szkolenie traderów z wykorzystania analizy technicznej. W tamtych czasach, czyli na początku lat 90-tych, był to bardzo gorący temat. Wtedy nie miałem jednak o nim zielonego pojęcia, musiałem więc nauczyć się wszystkiego od zera. Kiedy wziąłem do ręki książkę Johna Murphy'ego „Analiza techniczna rynków finansowych” i przeczytałem ją, uzmysłowiłem sobie, że umiem właściwie odczytywać wykresy.

Zrozumiałem, że analiza techniczna pozwala w sekundę zrozumieć sytuację na każdym rynku świata. I pomyślałem wtedy: To coś dla mnie!

Potem otrzymałem ofertę pracy w firmie maklerskiej James Capel, która należała do grupy HSBC w Wielkiej Brytanii. W tamtym czasie była to bardzo duża firma. Tam zajmowałem się instrumentami pochodnymi powiązаныmi z akcjami spółek europejskich. To był moment, kiedy zacząłem mieć kontakt z analitykami myślącymi w skali makro oraz funduszami hedgingowymi. Właśnie wtedy zrozumiałem, że rozumiem w taki sam sposób, a wykres jest moim sprzymierzeńcem. Zdałem sobie sprawę, że mogę wziąć na tapetę dowolne aktywo i dowolny rynek na świecie i od razu uzyskać przybliżony obraz sytuacji. Wielką zaletą wykresu jest to, że zmusza cię do zadawania pytań i szukania przyczyn. To właśnie istota inwestowania makro – wiedzieć, dlaczego coś się dzieje, co to oznacza i jaki wywoła efekt na rynkach. Tak się zaczęła moja kariera jako makroinwestora.

Potem przeniósłem się do NatWest, który w tamtym czasie był dużym brytyjskim bankiem. I tam zostałem rzucony na głębokie wody największych na świecie funduszy hedgingowych. Zanim się zorientowałem, codziennie rozmawiałem z ludźmi takimi jak Paul Tudor Jones, główni specjaliści zarządzający portfelami w Moore Capital, czy Louis Bacon i jego zespół. Wpadłem po uszy w ten świat – świat Tigera i Sorosa, Long-Term Capital Management i mnóstwa naprawdę znanych

wówczas nazwisk. I znalazłem tam dla siebie niszę. Byłem gościem z Europy, który jako jeden z niewielu ludzi na świecie współpracował ze wszystkimi tymi facetami. To tak, jakby Robert De Niro uczył cię aktorstwa. To była naprawdę niesamowita okazja, aby oglądać ich w akcji i uczyć się od nich.

Następnie przenieśliśmy się do Goldman Sachs, gdzie powierzono mi zadanie rozkręcenia sprzedaży funduszy hedgingowych, akcji oraz instrumentów pochodnych powiązanych z akcjami w Europie, a później zarządzania tą działalnością. W tym momencie współpracowałem już praktycznie ze wszystkimi. Ta firma jest tak wielka, a jej struktura tak głęboka, że można w ramach jednej organizacji współpracować ze specjalistami od instrumentów o stałym dochodzie, transakcji walutowych i rynków towarowych. Zawiera się transakcje dotyczące różnych kategorii aktywów i na tej podstawie można wyrobić sobie pogląd na to, jak działa mózg Stana Druckenmillera czy George'a Sorosa. Dla mnie to właśnie była brakująca część układanki. Patrząc na wykresy uzmysłowiłem sobie, że przecież goście tacy jak Stan Druckenmiller, Paul Tudor Jones czy George Soros też zaczęli od wykresów. Zrobiłem więc to samo. Doszedłem do wniosku, że oni też z tych wszystkich fragmentów układają obraz całego świata i poszedłem w ich ślady. Potem zdałem sobie sprawę, że efekt domina dotyczy wszystkich kategorii aktywów. I nagle cały świat stanął przede mną otworem. Podkreślam, że było mi dane uczyć się od najznakomitszych postaci w całej historii branży – i to było niesamowite.

Michael McCarthy: Czy jest wśród nich jedna osoba, która miała największy wpływ na to, jak postrzegasz świat, czy raczej była to cała grupa osób?

Raoul Pal: To była grupa ludzi. Gdybym jednak miał wskazać kogoś, kto wywarł na mnie największy wpływ, to pewnie byłby to Paul Tudor Jones. Nie jestem takim traderem jak on, i z całą pewnością nigdy nie będę tak dobry. Ale to, w jaki sposób wykorzystywał wykresy i sprowadzał wszystko do najbardziej podstawowych pojęć, nie tracąc jednocześnie z oczu złożoności świata – to była dla mnie naprawdę cenna lekcja. Próbowałem też uczyć się od Stana Druckenmillera jego niewiarygodnej techniki konstruowania transakcji. Stan był geniuszem, podobnie zresztą jak Louis Bacon. Tak naprawdę byłem uczniem ich wszystkich i nauczyłem się od nich tyle, ile mogłem. I to było najlepsze, co mogło mi się przydarzyć w tamtym okresie mojej kariery.

Michael McCarthy: Poznałeś dokładnie świat tradingu i obserwowałeś największych traderów w akcji. Czy możesz nam opowiedzieć o jakiejś spektakularnej transakcji, z którą się spotkałeś?

Raoul Pal: Jej autorem był jeden z traderów, których nazwiska wymieniłem wcześniej, a działo się to podczas kryzysu azjatyckiego. Szef tradingu przyszedł do mnie i powiedział: „Raoul, chcę sprzedać wszystko w RPA”. Zapytałem, co ma na myśli. Odpowiedział: „Nie obchodzi mnie, jak to zrobisz. Sprzedawaj wszystkie akcje, nie sprzedawaj futures, po prostu sprzedawaj”. Nigdy wcześniej nie dostałem takiego zlecenia i nie sądzę, aby ktoś inny takie dostał. Zaczęliśmy więc sprzedawać akcje; trwało to kilka dni. Zapytałem, czy mam naśladować indeks? Co właściwie mam sprzedawać? Znowu odpowiedział: „To nie ma znaczenia. Sprzedawaj jak leci. Jeśli uda ci się sprawić, że będzie to wyglądać jak indeks – tym lepiej”.

Michael McCarthy: Po prostu – sprzedawaj wszystko.

Raoul Pal: Po prostu – sprzedawaj wszystko. Trwało to kilka dni, sprzedawaliśmy ogromne pakiety akcji w bardzo agresywny sposób. Nie pamiętam, ile tego było, miliard czy pół miliarda

dolarów. W Republice Południowej Afryki to była ogromna skala. Zastanawiałem się, o co właściwie chodzi? Czy to próba manipulacji na rynku? Rynek się walił, to prawda, ale wszystko wokół się waliło, bo był rok 1997 czy 1998. Gdzie spojrzalesz, tam załamanie rynku. Powoli wszystko ucichło, a my wróciliśmy do normalnej pracy. A kilka miesięcy później znowu telefon ze zleceniem, żebym zaczął wszystko odkupywać w RPA. Przez pięć kolejnych dni odkupywaliśmy więc akcje, które wcześniej sprzedaliśmy na tym rynku. Powstał przy tym lekki bałagan, ale nie było takiej gorączki, jak wtedy. Kiedy już zamknęliśmy wszystko, zadzwoniłem do tego faceta i zapytałem, o co do diabła w tym wszystkim chodziło? Powiedziałem: „Narobiliśmy trochę bałaganu, a ciebie nawet nie obchodziło, co właściwie robimy, ale koniec końców zarobiłeś około ośmiu do dziesięciu procent, jak sądzę. Czy było warto?” Odpark: „Nie żartuj. Zarobiliśmy 58 procent.” Zapytałem: „Co masz na myśli?” Odpowiedział, że tak naprawdę nie interesowały ich akcje, zysk z akcji był tylko bonusem. Problem polegał na tym, że w RPA istniały dwie oficjalne waluty. Do waluty onshore, czyli wewnętrznej, obcokrajowcy nie mieli dostępu.

W przypadku waluty offshore, czyli zewnętrznej, wszyscy chcieli zajmować pozycje krótkie, więc oprocentowanie wynosiło ponad 20 procent. Aby zająć pozycję krótką na walucie zewnętrznej, inwestorzy musieli płacić gigantyczne odsetki, ale na walutę wewnętrzną spekulanci nie mieli żadnego wpływu. Jednak sprzedając akcje spółek południowoafrykańskich w RPA inwestorzy otrzymywali randy, które następnie mogli sprzedać za dolary tylko po to, by później te akcje odkupić. W ten sposób można było pożyczyć walutę południowoafrykańską za pół procenta, co było kosztem pożyczki papierów wartościowych, w porównaniu z 20 procentami wynikającymi z faktycznych stóp procentowych. Zasadniczo był to arbitraż stóp procentowych, który umożliwił zajęcie pozycji krótkiej na walucie, a wartość tej waluty spadła o około 50%. To był szalony pomysł, ale został tak dobrze przemyślany, że na początku nikt nie zorientował się, o co w nim chodzi. A kiedy było już po fakcie, wszyscy byli pod wielkim wrażeniem. Ja w każdym razie nie widziałem, żeby ktokolwiek inny wykonał taki ruch.

Michael McCarthy: Raoul, jestem pewien, że wielu naszych słuchaczy natychmiast wyciągnie wniosek, że obecnie w podobnej sytuacji jest waluta chińska. Czy tak to według ciebie wygląda?

Raoul Pal: Tak. Ale w Chinach trudniej jest handlować akcjami na rynku wewnętrznym, a różnice w oprocentowaniu walut onshore i offshore nie są tak duże, jak w przypadku RPA. Może się to oczywiście zdarzyć w wyniku ataku spekulacyjnego, pod warunkiem że uzyskamy bezpośredni dostęp do akcji. Tamta historia była wyjątkowa, choć prawdopodobnie kiedyś podobny scenariusz powtórzy się na innym rynku gdzieś na świecie. Nie sądzę jednak, by obecnie były to Chiny, ponieważ różnice w oprocentowaniu renminbi nie są duże.

Michael McCarthy: Potrzeba chyba jakiegoś specjalnego daru, aby szybko zdiagnozować sytuację i wprowadzić taki plan w życie. Wielu z nas posiada techniczne umiejętności. Czy potrzeba jednak jakichś szczególnych uzdolnień lub kompetencji, aby patrzeć na świat w ten sposób?

Raoul Pal: Na pewno pomaga dogłębne zrozumienie rynków finansowych, ponieważ na nim opiera się udana transakcja. Należy też pamiętać o niesamowitym efekcie domina. Ten gość, o którym opowiadałem, analizował dane i wyciągał wnioski szybciej niż ktokolwiek inny. W pewnym momencie w Anglii na rynku telefonii komórkowej pojawiły się licencje 3G. Pierwsza oferta w przetargu była znacznie wyższa, niż oczekiwano, i nagle licencje 3G sprzedawały się za zawrotne sumy. Potem inny kraj europejski postanowił iść w ślady Anglików.

Nasz bohater od razu zrozumiał, że przetargi na telefonię 3G pojawią się wkrótce w całej

Europie, a każdy z zasiedziały operatorów telekomunikacyjnych będzie musiał o nie zaciekle walczyć. Wiadomo, że kiedy czegoś na rynku brakuje, ludzie są gotowi zapłacić za to każdą cenę. Słusznie więc odgadł, że krajowi operatorzy zrobią wszystko, aby zdobyć koncesje, nawet gdyby miało ich to doprowadzić na skraj bankructwa. Jego reakcja była błyskawiczna – przewidział efekt domina i rozwój sytuacji w sektorze telekomunikacyjnym. To był kolejny przebłysk jego geniuszu. Nie skupił się na konkretnych walorach czy konkretnych krajach, ale przewidział, że to trend globalny, który szybko się rozprzestrzeni. Aby odnosić sukcesy jako inwestor w makroskali, musisz wybiegać myślą w przyszłość i przewidywać efekty domina.

Michael McCarthy: Wielu traderów obawia się tego, że niedługo światem rządzą będą roboty. Ale w przypadku takiej transakcji byłoby chyba niemożliwe, żeby sprawę załatwił algorytm, prawda?

Raoul Pal: Cóż, uważam, że algorytmy przejmą wiele globalnych makrotransakcji. Potrafią przewidzieć nierównowagę w cyklu koniunkturalnym i różne niuanse rynkowe. Ale opanowanie zasad konstruowania skomplikowanych transakcji zajęłoby sztucznej inteligencji dużo czasu, a zrozumienie efektów domina nie jest wcale takie łatwe. Choć jeśli się nad tym głębiej zastanowić, to przecież superkomputery szachowe właśnie to robią – przewidują efekty domina. Istnieje więc taka możliwość. Jednak w przeciwieństwie do szachów w komputerze nie można zaprogramować każdej zawartej transakcji, tak jak można w nim zaprogramować każdą rozegraną partię, ponieważ rynki finansowe są szalenie dynamiczne. Trudno mi więc odpowiedzieć na to pytanie. Myślę, że na rynkach finansowych będzie miejsce dla ludzi, ale znacznie mniej, niż nam się wydaje. I prawdopodobnie będzie to miejsce zarezerwowane wyłącznie dla geniuszy.

Michael McCarthy: Chciałbym wrócić do tego, co przed chwilą powiedziałeś, że inwestowanie makro wymaga wybiegania myślą w przyszłość oraz w przeszłość, a nie skupianie się na terażniejszości. Jestem pewien, że wielu fanów Eckharta Tolle'a byłoby w kompletnym szoku, słysząc takie słowa.

Raoul Pal: Jakież?

Michael McCarthy: Że nie należy skupiać się na terażniejszości.

Raoul Pal: Bo nie można skupiać się na terażniejszości. Jeżeli tak jest, widzimy tylko obecną cenę rynkową. Nie bierzemy pod uwagę przyrostu wartości, który powstanie w przyszłości. W którym kierunku to pójdzie, jaki scenariusz stanie się rzeczywistością i jakie inne scenariusze są prawdopodobne. Czy pójdzie to w jedną, czy w drugą stronę, a może wydarzy się kilka scenariuszy jednocześnie? Soros jest w tym naprawdę dobry i chyba w swojej książce „Soros o sobie” opowiadał właśnie o prawdopodobieństwie różnych scenariuszy. Chodzi o spoglądanie w przyszłość.

Jeżeli żyjemy wyłącznie w terażniejszości, reagujemy tylko na bieżące informacje. Nie daje nam to żadnej przewagi nad algorytmem, nic nam to nie daje, bo niczego nie kreujemy. Kreowanie to przewidywanie, co wydarzy się w przyszłości, a przeszłość jest w tym kontekście ważna, bo gospodarki mają charakter cykliczny, a scenariusze na rynkach finansowych lubią się powtarzać. Pewne schematy i zdarzenia są powtarzalne, bo ludzie stale postępują według określonych wzorców. Zrozumienie przeszłości jest zatem kluczem do lepszego zrozumienia przyszłości.

Michael McCarthy: Chciałbym lepiej poznać twoje podejście do rynków. Co widzisz, kiedy

patrzysz na wykres?

Raoul Pal: Po pierwsze, widzę obecne ceny i wiem, skąd one się wzięły. Czy mamy do czynienia z hossą czy bessą na rynku? Czy nastąpiła konsolidacja? Wszystkie te informacje znajdziemy na wykresie. Następnie zaczynam szukać na wykresie konkretnych formacji. Czy widać na nim formację klina? Czy załamię się wysoko, czy niżej? Czy widać głowę i ramiona? Czy widać kanał ruchu cen? To wszystko powie nam wykres. To nie żadna magia, to czyste prawdopodobieństwo. Wykres określa prawdopodobieństwo wystąpienia określonych scenariuszy. Generalnie wiadomo, że formacje klina, chorągiewki czy flagi, jakkolwiek je nazwiemy, mają tendencję do załamania się w kierunku trendu. Oznacza to, że cena rośnie, konsoliduje się, i dalej rośnie. Zgodzisz się zapewne ze mną, jeśli powiem, że 70 procent wszystkich tych scenariuszy przebiega tak samo. A to dla tradera niezwykle cenna informacja, bo zwiększa jego szanse na sukces. Oczywiście czasem trader się myli, bo przecież nikt nie jest zawsze nieomylny. Po prostu należy starać się mieć częściej rację niż się mylić.

Michael McCarthy: A czy kiedykolwiek zdarzyło ci się zignorować wykresy?

Raoul Pal: Tak. Bez wykresu poruszam się jak we mgle. Jeżeli decydowałem się mimo to zignorować wykres, działałem pod wpływem intuicji. Niektórym się to udaje, ale ja nie jestem w tym dobry. Różni ludzie mają różne podejście, które kieruje ich myśleniem i działaniem. Niektórzy na przykład działają w horyzoncie krótkoterminowym; ja wręcz przeciwnie. Najcenniejszą radę otrzymałem kiedyś od Paula Tudora Jonesa. Powiedział mi tak: „Raoul, najlepsi traderzy na świecie to ci, których horyzont inwestycyjny pokrywa się z horyzontem czasowym ich myślenia. Większość ludzi zazwyczaj przyjmuje dłuższą perspektywę, na przykład jak może zmienić się sytuacja w gospodarce w ciągu najbliższego roku, ale zawierają transakcje na okres tygodnia, dwóch tygodni, góra miesiąca. To przecież nie ma sensu. Jeśli bierzesz pod uwagę horyzont jednego tygodnia, zawieraj transakcje na tydzień, a nie na rok. Jeśli natomiast przyjmujesz perspektywę roczną, musisz zakładać, że utrzymasz pozycję przez cały rok.” To, co powiedział, było niesamowite.

Oznacza to, że różni ludzie mogą przyjmować różne horyzonty czasowe inwestycji w zależności od tego, jak postrzegają świat. Dla mnie oznacza to dłuższą perspektywę. Ja myślę w horyzoncie od sześciu miesięcy do pięciu lat, znacznie dłuższym niż większość traderów. Preferuję dłuższą perspektywę dlatego, że wieloletnia kariera w branży uzmysłowiła mi, że narzuca nam się miesięczny wskaźnik wartości aktywów netto. Oznacza to, że aby zawierać transakcje na podstawie takiego wskaźnika NAV i nie tracić zbyt wiele z miesiąca na miesiąc, czy w jakimkolwiek innym okresie, musimy zawierać transakcje dwu- lub trzytygodniowe, i w ten sposób ograniczać ryzyko strat. Jeżeli więc wszyscy rywalizują w jednym obszarze, należy szukać swojego miejsca tam, gdzie nie ma żadnej konkurencji. Czyli w dłuższej perspektywie czasowej. Moim zdaniem dłuższa perspektywa makro jest znacznie bardziej przewidywalna. Zasadniczo ze znacznie większym prawdopodobieństwem jesteśmy w stanie przewidzieć, co stanie się z cyklem koniunkturalnym w horyzoncie dwu- lub trzyletnim, niż w horyzoncie jednego czy dwóch miesięcy. W krótkim horyzoncie czasowym opieramy się bowiem na niewielkim wycinku danych ekonomicznych, natomiast w dłuższym okresie widzimy przyptywy i odpływy, czy też trendy, w gospodarce lub cenach aktywów. Odkryłem, że daje mi to ogromną przewagę i lepiej pasuje do mojego sposobu myślenia.

Michael McCarthy: Kolejne pytanie jest chyba nieuniknione. Czy możesz nam opowiedzieć o

największym błędzie, jaki popełniłeś na rynku?

Raoul Pal: O, tak. Kilka błędów faktycznie udało mi się popełnić. Ale przecież na błędach się uczymy, prawda? Kiedy wszystko nam się udaje, nie uczymy się niczego, bo zwykle nie rozumiemy, co właściwie zrobiliśmy, żeby się udało. Ale kiedy się pomylisz, analizujesz przyczyny porażki.

Michael McCarthy: Bolesna lekcja jest najlepsza.

Raoul Pal: Tak. Ale jednocześnie jest to bardzo trudne, bo porażka nas przytłacza. Dyskomfort psychiczny, jaki odczuwamy tracąc pieniądze, jest znacznie intensywniejszy niż radość płynąca z tego, że pieniądze zarabiamy. Jeśli więc chodzi o mnie, to w 2002 czy 2003 roku Rezerwa Federalna zakończyła cięcia stóp procentowych, wstrzymując się od dalszych kroków.

Pomyślałem, że może warto postawić na to, że Fed pozostawi stopy bez zmian.

Można było to zrobić na kilka sposobów w formie złożonych transakcji opcyjnych. Generalnie sytuacja wyglądała tak, że nie ryzykowałem utraty pieniędzy, ale za to mógłbym dużo zarobić, gdyby nadal nic się nie działo. Pomyślałem – fantastycznie, ryzykuję niewiele, a mogę zyskać dużo.

Tak więc ja i współzarządzający funduszem, a zarządzałem wtedy globalnym funduszem makro dla GLG Partners, postawiliśmy na szali ogromną kwotę. To samo zresztą zrobili inni znani makroinwestorzy z Europy, w tym jedne z największych na świecie funduszy hedgingowych. Stało się jednak coś, czego się nie spodziewaliśmy. Otóż animatorzy rynku oraz wszyscy inni, którzy wiedzieli o tych pozycjach sprawili, że cena wynikająca ze zmienności obróciła się przeciwko nam. To, co miało być transakcją o niewielkim ryzyku straty okazało się katastrofą. Nagle straciliśmy cztery razy więcej niż zakładaliśmy, a stało się tak w wyniku zmian cen opcji. Uświadomiłem sobie wtedy, że zbyt skomplikowana transakcja jest zazwyczaj obciążona ryzykiem, którego nie da się przewidzieć. W rezultacie zamiast świętować sukces, ponieśliśmy porażkę i straciliśmy więcej niż powinniśmy byli. Myślę, że to lekcja łatwa do zapamiętania: nie komplikować sobie nadmiernie życia.

Michael McCarthy: O ile dobrze rozumiem, w wyniku działania animatorów rynku normalny uśmiech zmienności zamienił się w uśmiech w kształcie litery S, tak?

Raoul Pal: Właśnie. Wiedzieli, że poniesiemy wówczas największe straty, i nic nie będziemy mogli na to poradzić.

Michael McCarthy: Jak się wtedy czułeś?

Raoul Pal: Chciałbym móc powiedzieć, że byłem wściekły... ale tak naprawdę czułem się po prostu głupio. Chodzi o to, że podjęliśmy zbyt duże ryzyko, a założyliśmy, że ryzyko będzie minimalne. Tymczasem okazało się ono znacznie większe, niż sądziliśmy. Myślę, że to bardzo typowy ludzki błąd. Inny błąd popełniłem, gdy zacząłem publikować The Global Macro Investor. Wycofałem się z zarządzania funduszem hedgingowym i pogoni za zyskiem i przeniósłem się do Hiszpanii, na wybrzeże Morza Śródziemnego, gdzie zająłem się pisaniem analiz makroekonomicznych dla funduszy hedgingowych, rodzinnych firm, państwowych funduszy majątkowych i rządów, tego typu zleceniami. W okresie 2004-2008, kiedy zacząłem pisać, miałem naprawdę kilka wyjątkowo udanych lat, zwłaszcza lata 2007 i 2008. W 2009 roku oparłem

zasady budowania moich transakcji na cyklu koniunkturalnym i indeksie ISM. Zaczął wprawdzie wędrować w górę, ale byłem tak skoncentrowany na tym, co się dzieje, przyjmując strategię niedźwiedzia w celu zminimalizowania ryzyka skrajnych spadków (tzw. tail risk), że zignorowałem przyjęte zasady i poszedłem za instynktem. Kosztowało mnie to niestety dużo pieniędzy w 2009 roku. Stało się tak dlatego, że zignorowałem wszystko, co sobie wcześniej wymyśliłem, czyli zasady konstruowania transakcji. Po prostu je zignorowałem, bo wydawało mi się, że lepiej wiem, co robić. No i zakwestionowałem samego siebie. A kiedy zakwestionujesz samego siebie i porzucisz przygotowane wcześniej zasady, nie masz na czym oprzeć swojej transakcji. Masz po prostu nadzieję, że się uda. A tymczasem, wiedząc że odbiega od założeń, powinieneś przeanalizować ją ponownie. To był bardzo kosztowny błąd.

Michael McCarthy: Najniższe ceny na rynku akcji były notowane w marcu 2009 roku. Jak długo kontynuowałaś tę strategię?

Raoul Pal: Przez większą część roku.

Michael McCarthy: Oj!

Raoul Pal: Właśnie. Nie przez cały czas, oczywiście. Wycofywałem się i wracałem do poprzednio zajętych pozycji, licząc, że trend się znów odwróci. Niezależnie od tego, czy jest to rynek akcji, czy inny rodzaj ryzyka, tak to właśnie wygląda. To lekcja, z której trzeba wyciągnąć wnioski. Kiedy wygrywamy, nie uczymy się niczego.

Michael McCarthy: Jesteś również znany z umiejętności przewidywania spektakularnych wydarzeń na rynku, czy jest to spadek cen ropy, ruch dolara, czy bitcoin. Gdzie na świecie możemy teraz szukać spektakularnych okazji?

Raoul Pal: To pytanie bardziej skomplikowane, i zazwyczaj mam wiele na ten temat do powiedzenia. Głównym czynnikiem kształtującym ceny aktywów jest cykl koniunkturalny. Na pierwszy rzut oka, obecna koniunktura na świecie jest stabilna lub całkiem dobra. Jeśli jednak przeprowadzimy głębszą analizę, wówczas okaże się, że nie jest tak dobrze, jak mogłoby się wydawać. W takiej sytuacji chciałoby się powiedzieć, że cykl koniunkturalny na pewno się odwróci, ale tak się wcale nie dzieje. Nie jest to więc komfortowa perspektywa. Tak właśnie dzieje się w przypadku dolara amerykańskiego od dłuższego czasu, od około czterech lat. Wciąż uważam, że mamy do czynienia z hossą na rynku dolara, choć sytuacja ulega korekcie. W tej sytuacji powinienem zasugerować jakiś ruch na dolarze, ale na razie jego kurs tego nie potwierdza. Nie potwierdza też moich prognoz dla cen ropy. Ceny ropy bowiem spadają, kiedy dolar rośnie. Jest to sprzeczne z moimi prognozami dla rynków wschodzących, więc na razie czekam na więcej informacji makro i na prawdziwą okazję. Na razie nie widzę większych szans, które uzasadniałyby podjęcie ryzyka. Notowania na rynkach akcji są rekordowo wysokie, wyceny prawie rekordowe. Rekordowy jest również apetyt na ryzyko, a także poziom samozadowolenia. To wszystko mnie martwi i sprawia, że trzymam dystans.

Michael McCarthy: A jednak zmienność na rynkach jest rekordowo niska.

Raoul Pal: Tak, zmienność jest rekordowo niska. I to mnie powstrzymuje od zawarcia wielu transakcji, bo trend rynkowy jest odwrotny niż się spodziewałem i na razie nie znajduje



potwierdzenia w moich analizach ekonomicznych. Ale analizuję głębiej i staram się znaleźć okazje i możliwości. A wokół nas dzieją się naprawdę ciekawe rzeczy. Klasyczny efekt domina nastąpił, kiedy nagle pod koniec ubiegłego roku Indie zdelegalizowały banknoty o dużych nominałach, co nazwano demonetyzacją. W tym momencie chyba każdy liberał na świecie szalał z nerwów, krzycząc: to straszne, Indie unieważniają banknoty! Początkowo myślałem tak samo. Teraz widzę, że wynikało to z mojego lenistwa. Wyciągnąłem wnioski zbyt pochopnie. Wszyscy mówili to samo. Podobnie komentowały sprawę wszystkie gazety. Wszyscy ulegli sugestii, bo zadziałał syndrom grupowego myślenia. Ale potem zrobiłem krok w tył i pomyślałem, że potrzebuję więcej informacji.

Drażąc temat zrozumiałem, że decyzja rządu w Indiach to nie był pierwszy, lecz ostatni krok w jednej z największych transformacji gospodarczych w historii. To była cyfryzacja całej indyjskiej gospodarki, której częścią był system o nazwie Aadhaar, czyli system cyfrowej identyfikacji biometrycznej, który objął wszystkich mieszkańców Indii. Z 1,3 miliarda mieszkańców tego kraju już 1,2 miliarda zostało zarejestrowanych w systemie Aadhaar, a odciski ich palców lub skany siatkówki przypisano do osobistego numeru identyfikacyjnego, odpowiednika naszego numeru ubezpieczenia społecznego. Brzmi zupełnie standardowo, prawda? Ale w Indiach taka operacja oznaczała dla niektórych możliwość udowodnienia po raz pierwszy swojej tożsamości, ponieważ wielu Hindusów nie ma nawet świadectwa urodzenia. A jeśli możesz udowodnić swoją tożsamość, możesz otworzyć konto w banku lub kupić telefon komórkowy na abonament.

I nagle ludzie zyskali większą swobodę. Dzięki systemowi identyfikacji odcisków palców i nowej technologii zwanej IndiaStack, wszystkie dane osobowe, na przykład informacje o rachunkach za media czy dane rachunków bankowych, można przypisać do odcisku palca. Można więc wejść do salonu operatora telefonii komórkowej, podpisać umowę i dostać nowy telefon w 20 sekund, używając tylko odcisku palca – czyż to nie fantastyczne? Jednym ruchem palca można w 20 sekund otworzyć konto bankowe – fenomenalny system! Ale to jeszcze nie wszystko, bo technologia IndiaStack umożliwia również zapisywanie dokumentacji medycznej. Jeśli więc na indyjskich bezdrożach ktoś ulegnie wypadkowi, wiadomo od razu kim jest i jaki jest jego stan zdrowia, więc można od razu taką osobę leczyć, i tak dalej. Ale to nadal nie wszystko. System IndiaStack obejmuje również interfejs płatniczy o nazwie UPI. Działa on jak bitcoin w tym sensie, że jest to system płatności błyskawicznych i bez pośredników. UPI umożliwia dokonanie przelewu przy pomocy odcisku palca, bez pośredników i bez opłat, a ponadto jest w stanie obsłużyć 50 razy więcej operacji niż bitcoin. To jest prawdziwy przełom!

Ludzie uzyskują tym samym dostęp do systemu finansowego. Nie mogą używać gotówki, więc są zmuszeni do otwierania rachunków bankowych. Wcześniej 97 procent wszystkich transakcji w Indiach było transakcjami gotówkowymi. Nowy system dokapitalizuje banki, kierując strumień pieniędzy do systemu bankowego, a z kolei banki będą mogły przeznaczyć te środki na kredytowanie infrastruktury, budowy dróg i mostów czy innych inwestycji, których Indie tak bardzo potrzebują. W ten sposób dokonuje się transformacja indyjskiej gospodarki na poziomie makro i na poziomie mikro. Ubodzy mieszkańcy wsi mogą teraz posiadać telefon komórkowy, otworzyć konto w banku czy uzyskać dotacje, bo wreszcie są w stanie udowodnić, kim są. Nowy system eliminuje również problem korupcji pośredników, którzy mogliby przejąć część pieniędzy kierowanych do tych ludzi. Oznacza to, że dotacje trafiają bezpośrednio do obywateli, bez żadnych pośredników. Wszystkie te działania całkowicie zrewolucjonizują gospodarkę Indii. Żadna duża gospodarka świata nie jest tak bliska całkowitej cyfryzacji, jak Indie. Przekłada się to z całą pewnością na perspektywę długofalowego wzrostu gospodarczego w Indiach. Co nie oznacza oczywiście, że nie nastąpią znaczne korekty tego wzrostu w wyniku napływu lub odpływu kapitału zagranicznego lub z innego powodu. Ale Indie to gospodarka z młodym

społeczeństwem, które nie jest zadłużone i chętnie podejmuje działalność gospodarczą, a nowy system oznacza mniej sztywne ramy i większą swobodę. Tak więc prawdopodobieństwo, że gospodarka Indii będzie rosła w dłuższym okresie, jest bardzo wysokie. Takie sytuacje są według mnie niezwykle ekscytujące.

Michael McCarthy: Tak, słyszę to w twoim głosie, Raoul. Widać, że nadal bardzo interesujesz się makroinwestowaniem i sytuacją na rynkach. Dlaczego więc przeszedłeś na traderską emeryturę w wieku 36 lat?

Raoul Pal: Z powodów, o których rozmawialiśmy wcześniej. Zdałem sobie sprawę, że biznes funduszy hedgingowych jest skazany ostatecznie na porażkę, bo wszyscy muszą rywalizować w tym samym horyzoncie czasowym. Inwestorzy wyrosli z rodzinnych firm, które były gotowe na podejmowanie ryzyka w zamian za wysoki zwrot. To były dawne czasy Sorosa, kiedy był on w stanie zarobić 100 procent w ciągu roku, a potem przeżyć rok z 30-procentową stratą. Najważniejsza była rentowność inwestycji. Potem na rynku pojawiły się fundusze emerytalne. Ich plan zakładał inwestycje, które przypominałyby lokowanie środków w obligacje. Na rynku rządziły wielkie firmy jak Brevan Howard, uzyskujące przyzwoite zyski przy niewielkiej zmienności. Ale to podejście odbiło się na wszystkich aktywach na całym świecie, bo wszyscy, wszystkie fundusze emerytalne, oczekiwały 10-procentowych zysków przy 5-procentowej zmienności, albo 8-procentowych zysków i 4-procentowej zmienności. Oba wskaźniki zresztą malały w miarę spadku rentowności obligacji, bo w zasadzie wszystko porównywane jest do rentowności obligacji. Przewidziałem ten rozwój wypadków i wycofałem się w porę. Pomyślałem, że taki horyzont i profil zwrotu z inwestycji to zupełnie inna gra niż to, czym wszyscy zachwycali się czytając książki z cyklu „Czarodzieje Rynku”. To zupełnie inna bajka, wcale nie taka piękna. I sądzę, że postąpiłem słusznie. Branża walczy w tej chwili o przetrwanie. Do tego dochodzą jeszcze nowe technologie, które nie ułatwiają jej sytuacji. Kiedy zacząłem pisać, nazwałem to zjawisko śmiercią makro G7. Oczywiście w międzyczasie były lata 2007 i 2008, kiedy na rynku pojawiło się kilka niezłych okazji dla inwestorów makro. Ale ogólnie rzecz biorąc, świetni makroinwestorzy, inwestorzy zajmujący pozycje krótkie i długie na akcjach, w zasadzie wszyscy walczą o przetrwanie.

Michael McCarthy: To prawda. Najbardziej korzystnym trendem jest obecnie bierne inwestowanie w akcje. Ale tak naprawdę nie przeszedłeś całkiem na emeryturę, prawda?

Raoul Pal: Nie żebym nie chciał. Przez jakiś czas byłem na częściowej emeryturze. Zająłem się pisaniem. Chyba myślałem, że jestem drugim Ernestem Hemingwayem. Zauważyłem długą brodę, zamieszkałem nad Morzem Śródziemnym. Jeżeli chodzi o powrót na rynek, byłem jednym z tych szczęśliwców, którzy właściwie przepowiedzieli wydarzenia roku 2007 i 2008. Ale czułem się bardzo niekomfortowo, kiedy znajomi podchodzili do mnie i pytali, dlaczego oni nic o tym nie wiedzieli? Czułem, że to nie w porządku. Dlaczego gracze siedzący w samym centrum systemu finansowego wiedzieli, a ci, którzy zainwestowali oszczędności życia, nie mieli o tym pojęcia? Moim zdaniem było to nie do zaakceptowania i czułem się z tym naprawdę źle. I wtedy pomyślałem, że muszę coś z tym zrobić. Potem zauważyłem nowy trend w branży mediów i zdałem sobie sprawę, że nie potrzeba już koncesji, aby prowadzić firmę telewizyjną, bo na rynku pojawiła się usługa „oglądanie na żądanie”, czyli VOD. Wystartował serwis YouTube, świat zmienił się z dnia na dzień, a nadawcy telewizyjni nie mieli pojęcia, co z tym fantem począć. Byli dosłownie sparaliżowani strachem.

Tak więc pewnego dnia z grupką przyjaciół nad kieliszkiem wina w Hiszpanii pomyśleliśmy:

dlatego by nie założyć spółki medialnej, która podejmie wyzwanie i podejście do tematyki finansów nie jak do rozrywki, ale czegoś naprawdę znaczącego? Chodzi o poważne traktowanie oszczędności życia zwykłych ludzi. O demokratyzację informacji finansowych, tak by były one przystępne dla każdego. Informacji wysokiej jakości, a nie trzyminutowych spotów w telewizji finansowej, czy newsletterów marnej jakości, które obiecują 1000-procentowy zysk w ciągu tygodnia. Pomyśleliśmy, że ludzie zasługują na coś lepszego. Więc rzuciliśmy się na głęboką wodę i założyliśmy biznes medialny, nie mając zielonego pojęcia o mediach. I tym właśnie się teraz zajmuję. Tym właśnie jest Real Vision. Wciąż piszę dla The Global Macro Investor, nadal oczywiście inwestuję na własną rękę, ale jestem też CEO i współzałożycielem Real Vision, telewizji finansowej i spółki medialnej, którą założyliśmy trzy lata temu. Zaczęliśmy od publikacji kilku nagrań, a teraz mamy klientów w 100 krajach i publikujemy podcast zatytułowany „Adventures in Finance”, czyli „Przygody w świecie finansów”... Sądzę, że wielu z was ten podcast się spodoba.

Michael McCarthy: „Przygody w świecie finansów”.

Raoul Pal: Tak, dostępne na iTunes. Publikujemy również analizy rynku oraz darmowy newsletter pod tytułem „20/20”. Wydajemy publikacje pod szyldem Real Vision. Jak widzisz, zajmujemy się różnymi rzeczami. Patrzymy na media pod różnymi kątami, rozkładamy je na czynniki pierwsze i wymyślamy różne rzeczy na nowo.

Michael McCarthy: Chodzi o prawdę i przejrzystość informacji?

Raoul Pal: Właśnie tak. Prawdę w świecie finansów – to właśnie chcemy sobą reprezentować. Działamy na zasadzie subskrypcji. Nie mamy reklam, nie mamy sponsorów ani klientów z dużych redakcji.

Michael McCarthy: Jesteś oczywiście bardzo dobrze zorientowany w sprawach rynku. Czy miałeś okazję analizować rynek finansowy pod kątem behawioralnym?

Raoul Pal: Tak, i uwielbiam patrzeć na rynek z tej perspektywy. Dałem nawet wykład, chyba na Cambridge University i University of Warwick, który zatytułowałem „Wszystko, czego was uczą o ekonomii na uniwersytecie, jest g... warte”. Wybacz brzydkie słowo... Ale tak właśnie myślę – nauka ekonomii na wyższych uczelniach opiera się na modelach, które z kolei opierają się na dwóch niewinnych łacińskich słowach: *ceteris paribus*, czyli „przy pozostałych warunkach równych”. Oznacza to, że w realnym świecie one nie istnieją, a zatem są bezużyteczne. Zawiedliśmy się na nich nie raz. Niemal nieustannie prowadzą nas na skraj katastrofy. Przechodzimy od modelu keynesowskiego do monetarystycznego, a przecież wszystkie one są zasadniczo takie same. Tak naprawdę to tylko modele. Natomiast pojawienie się ekonomii behawioralnej i finansów behawioralnych oraz postępy w tej dziedzinie to zasadniczy przełom. Połączenie finansów behawioralnych z analizą dużych zbiorów danych (Big Data) może zmienić świat. Myślę, że przyszłością ekonomii jako nauki jest zrozumienie ludzkich zachowań. Jeśli poznałeś cykl koniunkturalny, a ja tego właśnie uczyłem się w praktyce, to wiesz, że jest to zjawisko cykliczne. Jeśli poznałeś rynki, to wiesz, że ludzie powtarzają pewne zachowania. Kiedy wejdiesz do sali kinowej i krzykniesz: „Pożar!”, wszyscy zareagują mniej więcej tak samo. Zrozumienie tego pozwala określić bodźce wpływające na nasze zachowania i sposoby kierowania nimi. A wtedy można właściwie zmienić nasze podejście do ekonomii. Kiedy polityka rządu zacznie się koncentrować na zachętach, zamiast zniechęcać, jak to się zwykle dzieje

obecnie, zbudujemy system bardziej zrównoważony i zrozumiały oraz wyeliminujemy obecne błędy.

Michael McCarthy: Czy można powiedzieć, że twoim zdaniem rynki to żywe organizmy?

Raoul Pal: Tak, jak najbardziej. One żyją i oddychają, ale ciągle powtarzają pewne schematy.

Michael McCarthy: To była naprawdę fascynująca rozmowa. Dziękuję, że poświęciłeś nam swój czas. Na pewno zapoznam się z Real Vision, 20/20 i całą resztą tego, co tworzycie.

Raoul Pal: Wspaniale! Ja również dziękuję. Było mi bardzo miło.

Artyści Rynków to autorska seria podcastów CMC Markets, globalnego lidera transakcji online.

Aby być na bieżąco z nowymi odcinkami, zachęcamy do subskrypcji za pomocą aplikacji Apple Podcasts lub innych aplikacji, z których korzystacie, by słuchać ulubionych podcastów.

Udostępniajcie nasze podcasty znajomym i zostawcie nam swoją opinię. Nazywam się Michael McCarthy, a to był pierwszy odcinek z serii Artyści Rynków.