



AKCJE – CZĘŚĆ 1.

WPROWADZENIE

Rynek akcji jest jednym z tych, wokół którego narosło dużo mitów. Dobrze zrozumiany i wykorzystany może inwestorom przynieść wysokie stopy zwrotu. Traktowany jako miejsce do szybkiego zarobienia dużych pieniędzy często rozczarowuje. Nawigacja w tym świecie nie jest oczywista, zwłaszcza w otoczeniu ogromnego natłoku informacji (w większości zbędnych), które utrudniają podejmowanie racjonalnych decyzji. W tym artykule odpowiadamy na kilka podstawowych pytań, które zadają sobie zarówno osoby rozpoczynające przygodę z akcjami, jak i bardziej doświadczeni inwestorzy.

Jakub Wojciechowski

Warszawa, lipiec 2020 r.

Akcje to jedna z najważniejszych klas aktywów i fundament portfela inwestycyjnego. To też rynek, który wzbudza chyba najwięcej emocji. Przeciętnemu inwestorowi akcje mogą kojarzyć się z jednej strony z możliwością zarobienia dużych pieniędzy, z drugiej zaś – dramatycznymi spadkami, kryzysami i bańkami spekulacyjnymi. Do tego dochodzi mnóstwo szumu informacyjnego. Od krzyczących nagłówków serwisów informacyjnych do rynkowych „ekspertów”, którzy mają wytłumaczenie na każdy rynkowy ruch (mimo, że przed chwilą spodziewali się zupełnie czego innego). Można odnieść wrażenie, że wiele instytucji finansowych na całym świecie próbuje na siłę komplikować niektóre pojęcia, tym samym uzasadniając swoją wielkość i koszty. Bo przecież jaki inwestor byłby w stanie bez pomocy ekspertów przeanalizować setki rynków, sektorów, czy pojedynczych spółek? Kto pomoże wybrać rynek, który będzie najsilniejszy w najbliższych miesiącach?

Problem jest jednak taki, że nie na tym polega inwestowanie na rynku akcji. I wie o tym wielu profesjonalistów, naukowców i – czasem tylko podświadomie, mając z tyłu głowy swoje doświadczenia – także wielu klientów instytucji finansowych. Dlatego rozpoczynamy kolejny cykl edukacyjny, poświęcony tym razem rynkowi akcji. W pierwszej części zajmę się kilkoma podstawowymi pytaniami, które chyba nadal wymagają rzetelnej i szczerzej odpowiedzi.

Po co w ogóle inwestować na rynku akcji?

Zaczynamy od pytania, które nie raz zdarza mi się usłyszeć na spotkaniu z klientem. Bardzo często jest w nim też drugie dno - wielu inwestorów ma za sobą słabe doświadczenia z rynkiem akcji i nie rozumie po co ma dwa razy wchodzić do tej samej rzeki. Jedna z klientek powiedziała mi ostatnio podczas naszej pierwszej rozmowy, że nie chce słyszeć o tym, że wszyscy wokoło zarabiają na akcjach kilkadziesiąt procent, bo ona nigdy tyle nie zarobiła, a wręcz zazwyczaj traci. Takie podejście to często nie jest wina inwestorów – swoją rolę odgrywają tu koszty, nieuczciwi pośrednicy, czy wręcz oszustwa. Poza tym, na polskim rynku jeszcze kilka lat temu sporo osób utożsamiało inwestowanie w akcje z inwestowaniem na GPW w Warszawie (co często wiązało się z długimi okresami rozczarowujących stóp zwrotu). Naturalnie, na naszej giełdzie też można znaleźć ciekawe okazje inwestycyjne. Ale ograniczanie się do jednego, specyficznego rynku ignorując kilkadziesiąt pozostałych, w tym wiele bardziej perspektywicznych, większych, bardziej płynnych dalej wzbudza zdziwienie. O tym, jakie wiąże się z tym ryzyko przekonaliśmy się zresztą nie raz w ostatnich latach.

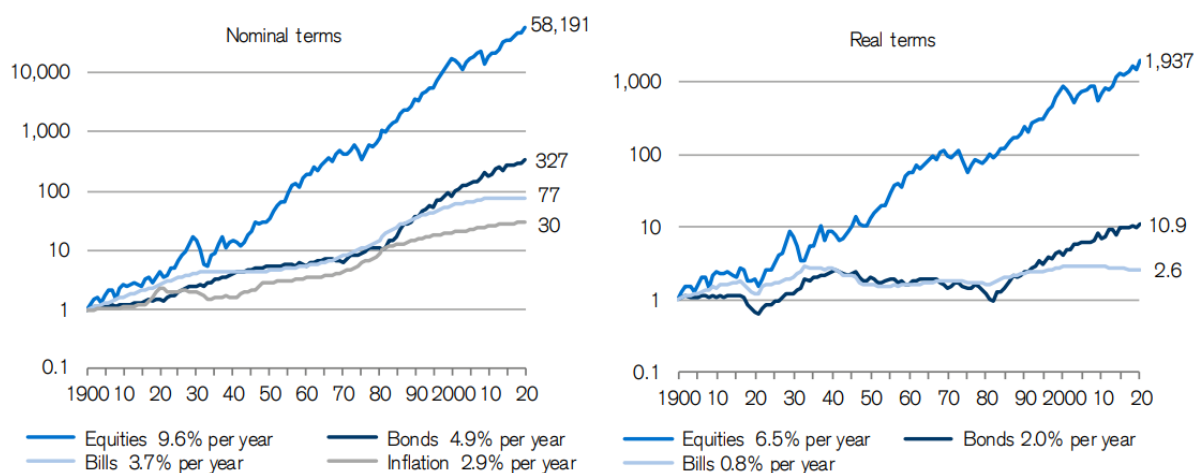
Wydaje się jednak, że większość z nas rozumie intuicyjnie dlaczego w ogóle rozmawiamy o akcjach w portfelu. Odpowiedź jest prosta – wysoka oczekiwana stopa zwrotu. Innymi słowy, **akcje pozwalały historycznie zarobić zdecydowanie więcej niż lokaty, czy obligacje**. Na przestrzeni całej, relatywnie dobrze udokumentowanej, historii ponad 200 lat na rynku amerykańskim średnia roczna stopa zwrotu wyniosła ok. **8,1% nominalnie** i ok. **6,6% po uwzględnieniu inflacji**¹. To znaczy, że praktycznie **podwajaliśmy swój kapitał co dekadę**. Od 1900 r. na tym samym rynku można było zarobić 9,6% nominalnie i 6,5% realnie², co widać na Wykresie 1. Porównując te wyniki

¹ J.J. Siegel, *Stocks for the Long Run*, McGraw-Hill Education, New York, 2014 r

² Przy okazji, zwracamy uwagę, jak stabilna jest realna stopa zwrotu, niezależnie od horyzontu czasowego – praktycznie takie same stopy zwrotu widzimy dla horyzontu 200 lat, jak i 100 lat. Te zależności utrzymują się zresztą w mniej „abstrakcyjnych” okresach, jak np. 30 lat.

do obligacji, które zyskiwały średnio realnie 2,0% rocznie, czy bonów skarbowych (zaledwie 0,8% rocznie), przewaga akcji wydaje się jednoznaczna.

Wykres 1. Skumulowana stopa zwrotu podstawowych klas aktywów w USA w latach 1900-2019.



Źródło: Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002, and *Global Investment Returns Yearbook*, Credit Suisse, 2020.

Wnioski dla światowego rynku akcji są podobne - długoterminowa stopa zwrotu jest co prawda nieco niższa (ok. 5,2% realnie³), ale to i tak wyniki zdecydowanie lepsze niż klasy aktywów o niższym ryzyku.

Warto zwrócić uwagę, że rynek akcji to też jedna z niewielu klas aktywów, która **pozwala w długim terminie „walczyć” z inflacją**. Na rynku światowych obligacji i bonów skarbowych zdarzały się wieloletnie okresy realnych strat – gdy ich stopy zwrotu nie przewyższały średniego wzrostu cen lub były bardzo niskie⁴. Miało to znaczenie zwłaszcza w okresach wysokiej inflacji (jak np. lata 70. XX.), ale w obecnych czasach rekordowo niskich stóp procentowych – a co za tym idzie – bardzo niskich rentowności, oczekiwane stopy zwrotu z rynku obligacji są również niskie w ujęciu nominalnym. Dlatego nawet niewielki wzrost inflacji (np. do celu banku centralnego) sprawi prawdopodobnie, że na najbezpieczniejszych papierach zobaczymy niestety stratę (w ujęciu realnym). Z kolei rynek akcji w zdecydowanej większości przypadków był w stanie wypracować wyniki przewyższające inflację. Nawet we wspomnianych latach 70. (gdy inflacja sięgała kilkunastu procent) długoterminowa, 10-letnia stopa zwrotu ze światowego rynku akcji nie spadła poniżej zera w ujęciu realnym. Zagadnienie wpływu inflacji na różne klasy aktywów z pewnością wykracza poza zakres tego krótkiego artykułu, ale opisane powyżej zjawisko można np. tłumaczyć tym, że duże spółki, w dłuższym terminie, są w stanie (przynajmniej częściowo) przenieść wzrost cen na konsumentów, co z kolei przekłada się na wzrost ich zysków (nominalnie) i tym samym wzrost cen akcji. Na rynku obligacji ten mechanizm tak prosto nie działa, a dużo większe znaczenie dla

³ Zainteresowanych tematem oczekiwanych stóp zwrotu zachęcamy do zapoznania się z naszym materiałem: <https://www.investhink.org/oczekiwana-stop-a-zwrotu-z-rynku-akc> Opisujemy w nim również zachowanie innych niż USA rynków akcji.

⁴ Jordà Ò., Knoll K., Kuvshinov D., Schularick M., The rate of return on everything, 1870-2015, NBER Working Paper Series, December 2017.

oprocentowania obligacji mają decyzje banków centralnych, które mogą np. tolerować podwyższoną inflację przez dłuższy czas.

Stopa zwrotu (nominalna i realna) to nie jedyny argument za inwestowaniem w akcje. Warto też zauważyć, że **akcje to często to jedyna klasa aktywów, która daje nam możliwość uzyskania ekspozycji na konkretny trend lub rynek**. Widać to zwłaszcza w obszarach innowacyjnych, takich jak nowe technologie. Wiele spółek z tego typu branż nie jest w ogóle zadłużona lub ich dług jest bardzo niski, dlatego nasze możliwości co do zakupu obligacji są zazwyczaj niewielkie (zresztą – nie po to szukamy okazji w szybko rosnących branżach, żeby zyskać kilka procent odsetek od obligacji). Naturalnie, wiele innowacji jest finansowanych na rynku prywatnym (poprzez fundusze typu venture capital, private equity, czy prywatnych inwestorów), jednak dostęp do nich jest zazwyczaj ograniczony dla przeciętnego inwestora. Wtedy logicznym wyborem wydaje się rynek akcji, który jako jeden z niewielu oferuje często szeroką i dobrze zdywersyfikowaną ekspozycję na dany trend.

Czy można przewidzieć zachowanie rynku akcji?

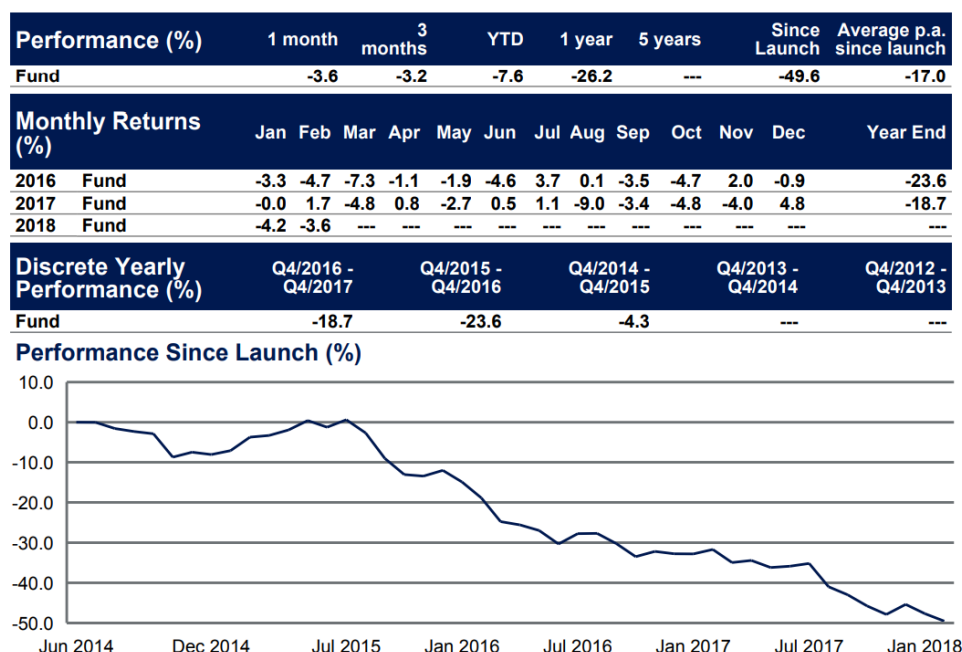
Wszystko zależy od tego, o jakim horyzoncie czasowym mówimy. W krótkim i średnim terminie (do kilku lat) jest to bardzo trudne. Liczba zmiennych, które należałoby wziąć pod uwagę jest ogromna, część z nich zupełnie niewidoczna, a do tego dochodzi zwykła losowość oraz ludzkie emocje. Czy naprawdę myślimy, że przewidzimy co się wydarzy na rynku na podstawie kilku artykułów prasowych, raportów banków inwestycyjnych, czy własnego „feelingu”? Ale zaraz... co ze wszystkimi guru inwestycyjnymi, „gadającymi głowami”, czy autorami książek o magicznych systemach tradingowych? Brutalna prawda jest taka, że większość z tego co do nas dociera z ich strony to zwykły szum informacyjny. Czy nie jest zastanawiające, że większość z nich ma wytłumaczenie do każdego ruchu i silny pogląd na rynek, a gdy spojrzymy na wyniki (jeśli w ogóle zarządzają pieniędzmi) – zazwyczaj czeka nas rozczarowanie? Najlepszym przykładem z ostatnich miesięcy jest to, co działo się w mediach rynkowych podczas kryzysu związanego z koronawirusem. Podczas gdy jeszcze prognozy co do spadku i katastrofy na rynkach finansowych były dość popularne (w końcu czarne scenariusze sprzedają się najlepiej), to ze świecą szukać kogoś, kto przewidział siłę i tempo odbicia na większości rynków. Ale czy przeszkadza to wielu „ekspertom” z pełną powagą tłumaczyć, dlaczego taki ruch był do przewidzenia? Oczywiście nie.

Mylą się zresztą także nawet największe autorytety. Profesor Irving Fisher, uznawany przez wielu za jednego z najważniejszych amerykańskich ekonomistów, może być tego doskonałym przykładem. Fisher oprócz swojej pracy naukowej (poświęconej po części rynkom finansowym) był też aktywnym inwestorem, bardzo popularnym w pierwszej połowie XX w. Choć media w tamtych czasach trudno porównać do obecnych, miał on spory wpływ na społeczność amerykańskich inwestorów poprzez swoje komentarze, newslettery i wywiady prasowe. Jego wyniki też robiły wrażenie, bo choć nie pochodził ze specjalnie bogatej rodziny, w 1929 r. zgromadził majątek ok. 10 mln dolarów (ponad 100 mln według dzisiejszych cen). W historii zapisał się jednak jeszcze czymś innym. W październiku 1929 r. wygłosił słynne już przemówienie stawiając tezę, że „rynkі akcji osiągnęły permanentnie wysoki poziom”. Dwa tygodnie później rozpoczął się najgorszy w historii okres na amerykańskim rynku akcji, podczas którego spadki sięgnęły ponad 85%.

Autorytety, choć nie są nieomyłne – jak pokazuje przykład powyżej – i tak wnoszą więcej niż zupełnie niezrozumiałe przesady, czy rynkowe maksymy typu „sell in May and go away”, którymi kieruje się część osób. Choć może jest jedna, z którą można się zgodzić. Mark Twain mawiał (podobno): „Październik. Jeden ze szczególnie niebezpiecznych miesięcy do spekulowania na giełdzie. Pozostałe to lipiec, styczeń, wrzesień, kwiecień, listopad, maj, marzec, czerwiec, grudzień, sierpień i luty.”

No dobrze, ale są przecież fundusze hedgingowe, dysponujące ogromnymi zasobami finansowymi lub nieprzeciętnymi umiejętnościami zarządzających. Kto miałby wykorzystać rynek, jak nie oni. Czy pamięta ktoś jeszcze Johna Paulsona? Jego zakład przeciwko rynkowi *subprime* przyniósł jego funduszowi zysk rzędu 15 miliardów dolarów, a jemu samemu ponad 4 miliardy – i to wszystko w ciągu jednego roku (2008)⁵. Tę część historii znają prawie wszyscy, ale jak wyglądały jego losy po kryzysie? Na fali sukcesu do 2011 r. aktywa jego funduszu wzrosły do ponad 38 mld dolarów, ale od tego momentu Paulson zanotował serię spektakularnych wpadek, które najlepiej widać w wynikach jednego z funduszy (Paulson Merger Arbitrage w parasolu Schroder GAIA), który trafił w 2016 r. do szerokiej grupy inwestorów. Przez ponad 2 lata działalności (tylko tyle trwała ta krótka przygoda) fundusz zanotował stratę niecałych 50%, w otoczeniu silnej hossy na większości rynków akcji. W tym samym czasie większość klientów wycofała środki z innych funduszy zarządzanych przez Paulsona (ich aktywa spadły o ¾), a to co w nich zostało należy według doniesień medialnych do niego samego oraz kilku partnerów i traderów⁶.

Tabela 1. Wyniki funduszu Paulson Merger Arbitrage (Schroder GAIA)



Źródło: Schroders, <https://www.schroders.com/getfunddocument/?oid=1.9.2228909>

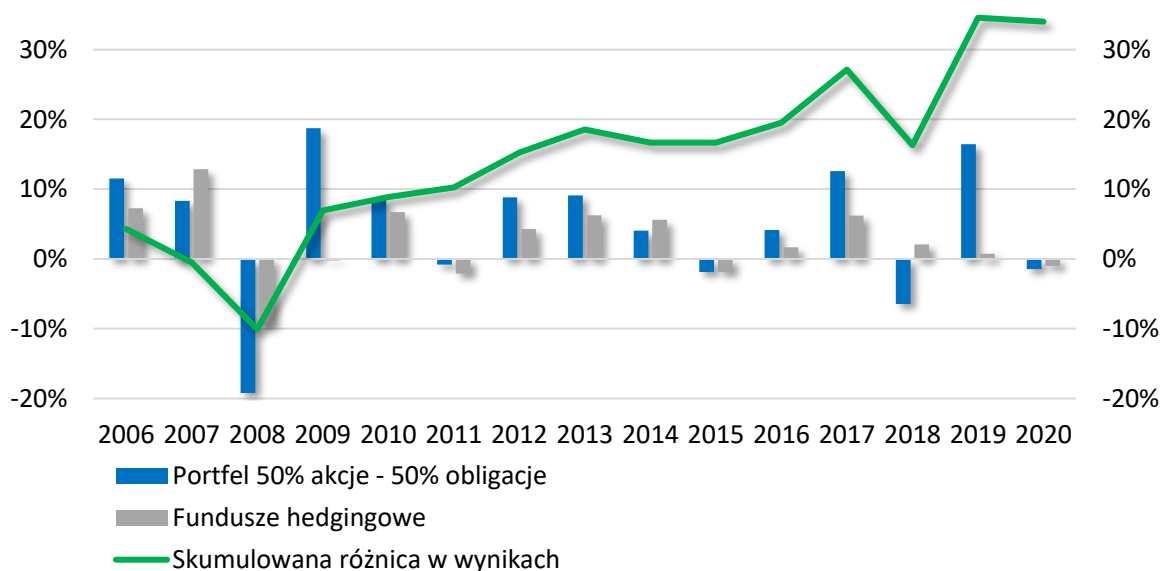
⁵ Cała historia jest bardzo ciekawie opisane w książce „The Greatest Trade Ever” autorstwa Gregory Zuckermana.

⁶ „John Paulson takes an axe to his struggling hedge fund”, Financial Times, <https://www.ft.com/content/3f8ee9f0-2944-11e8-b27e-cc62a39d57a0>

A co z Michealem Burrym, inną gwiazdą ostatniego kryzysu, brawurowo sportretowanym przez Christiana Bale'a w filmie „The Big Short”? Ta historia była słodko-gorzka w zasadzie od samego początku. Choć Burry przewidział pęknięcie bańki na rynku nieruchomości, jego inwestorzy w funduszu Scion Capital Management nie wytrzymali presji i zażądali wycofania środków jeszcze przed realizacją tego scenariusza. Ale czy trudno im się dziwić? W 2016 r. S&P500 zyskał ponad 15%, podczas gdy jego fundusz stracił prawie 20%. Fundusz był zmuszony wstrzymać wypłaty, ale pozwoliło to ostatecznie zanotować ponad 700 milionów zysku, a Burry osobiście wzbogacił się o 100 milionów dolarów. Mimo to fundusz został rozwiązany w 2008 r. Dopiero w 2013 r. hedge fund został otwarty na nowo (Scion Asset Management), ale zarówno wyniki (dużo gorsze niż rynek), jak i aktywa, jakie zgromadził (100 mln dolarów) trudno uznać za sukces.

Można oczywiście zarzucić, że wybrane zostały przykłady tych, którym się nie udało. Ale opisane powyżej historie to tylko przykłady do zilustrowania szerszego zjawiska. Na poniższym wykresie widać zachowanie średniej z wyników trzech indeksów hedge fundów (HFRX Global Hedge Fund Index, Credit Suisse Hedge Fund Index oraz Bloomberg All Hedge Fund Index⁷) na tle hipotetycznego portfela złożonego w połowie ze światowych akcji (indeks MSCI AC World) oraz obligacji (indeks Bloomberg Global Aggregate). Wyniki są jednoznaczne – w ostatnich 15 latach (co wydaje się wystarczająco długim okresem do analizy) przeciętny fundusz hedgingowy osiągał w większości przypadków wyniki gorsze od tak stworzonego benchmarku. Te różnice są na tyle duże, że trudno je tłumaczyć wyłącznie kosztami (na które notabene fundusze powinny być w stanie zarobić). Jedynie w 2008 r., podczas największego kryzysu od dekad hedge fundy zdołały wypracować wynik zdecydowanie lepszy. Nic z tego jednak już nie zostało po silnym odbiciu w 2009 r., gdy średni fundusz hedgingowy zanotował wynik bliski zera.

Wykres 2. Stopy zwrotu z indeksów funduszy hedgingowych oraz globalnych akcji



Źródło: HFRX, JP Morgan Asset Management, Bloomberg, obliczenia własne.

⁷ Można podnieść argument, że najlepsze wyniki osiągają fundusze z ograniczonym dostępem, nienależące do indeksów. Trudno mi zweryfikować tę hipotezę przy braku wiarygodnych danych, ale z pewnością stworzenie zdywersyfikowanego portfela z nich złożonego będzie bardzo trudne dla przeciętnego inwestora. Dlatego wykorzystałem trzy bardzo szerokie indeksy (kilkanaście tysięcy funduszy) obliczane przez uznanych dostawców, biorąc pod uwagę ograniczenia tego podejścia.

Większość hedge fundów podziela niestety los przeciętnego inwestora. Różnica jest tylko – lub aż – taka, że zazwyczaj inwestują kapitał klientów, a nie swój. Są oczywiście tacy, którym się udaje regularnie pobijać rynek i konkurencję. Może to wynikać z wyjątkowych umiejętności, ale może też być zupełnie normalne biorąc pod uwagę rachunek prawdopodobieństwa i tysiące podmiotów operujące w tym segmencie. Pytaniem retorycznym pozostaje jednak, czy jesteśmy w stanie wybrać dokładnie tego zarządzającego, który osiągnie sukces w kolejnych latach? O tym, że kierowanie się historycznymi wynikami nie ma większego sensu pisaliśmy już poprzednio⁸. Jeśli próbujemy toczyć tę nierówną walkę z rynkiem samodzielnie (wybierając spółki, rynki, próbując trafić dołek) - **warto szczerze odpowiedzieć sobie na pytanie, co jest naszą przewagą nad resztą inwestorów. I dlaczego akurat my będziemy w stanie osiągnąć to, co udaje się nielicznym.** Jeśli nie mamy tego przemyślanego, warto dwa razy zastanowić się nad swoją strategią.

Żeby jednak nie zabrzmieć pesymistycznie, przypomnieć należy, że powyższe rozważania dotyczą stosunkowo krótkiego horyzontu. Dobra informacja jest taka, że **przyjmując dłuższy okres inwestycyjny** (nawet na części wolnych środków) **nasza „zdolność” do przewidzenia zachowania rynku akcji znacząco rośnie**. Trend wzrostowy jest ogromną siłą, która przechyla szalę na naszą stronę, o ile oczywiście będziemy kierować się kilkoma prostymi zasadami (o czym jeszcze poniżej). Może strategia „buy and hold (as long as you can)” nie jest tak spektakularna jak inwestycje w stylu Paulsona, czy Burry’ego, ale w inwestowaniu liczy się ostatecznie wynik. A ten z dużo wyższym prawdopodobieństwem okaże się lepszy, gdy zamiast spędzać czas na tym, na co nie mamy wpływu (np. krótkoterminowe ruchy rynkowe, decyzje banków centralnych czy tweety pewnego prezydenta), skupimy się na rzeczach istotniejszych.

Dlaczego wszyscy mówią o dywersyfikacji?

Poszukując dobrych rad dotyczących inwestowania, chyba nie da się nie trafić na pojęcie dywersyfikacji. I nie bez powodu – jak pokazuje zarówno teoria, jak i praktyka, dobrze ułożony portfel inwestycyjny powinien opierać się na wielu klasach aktywów, rynkach, krajach, czy sektorach. Powinniśmy eksponować się na różnego rodzaju ryzyka, bo stawianie wszystkiego na jedną kartę bardzo rzadko kończy się dobrze. Rynki wschodzące, spółki value, sektor energetyczny, czy polskie akcje – wszystkie z nich miewają dobre okresy, ale bardzo trudno przewidzieć, kiedy taki moment nastąpi. Świetnie to widać na poniższym, bardzo znanym „kafelkowym” wykresie (każdy kolor oznacza inną grupę i jej wynik za dany rok).

⁸ <https://www.investthink.org/wybor-funduszu-a-wyniki-historyczne>

Wykres 3. Stopy zwrotu z wybranych klas aktywów w latach 2005-2019

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	YTD	2005 - 2019	
																Ann.	Vol.
EM Equity	REITs	EM Equity	Fixed Income	EM Equity	REITs	REITs	REITs	Small Cap	REITs	REITs	Small Cap	EM Equity	Cash	Large Cap	Fixed Income	Large Cap	REITs
34.5%	35.1%	39.8%	5.2%	79.0%	27.9%	8.3%	19.7%	38.8%	28.0%	2.8%	21.3%	37.8%	1.8%	31.5%	6.1%	9.0%	22.2%
Comdty.	EM Equity	Comdty.	Cash	High Yield	Small Cap	Fixed Income	High Yield	Large Cap	Large Cap	Large Cap	High Yield	DM Equity	Fixed Income	REITs	Cash	REITs	EM Equity
21.4%	32.6%	16.2%	1.8%	59.4%	26.9%	7.8%	19.6%	32.4%	13.7%	1.4%	14.3%	25.6%	0.0%	28.7%	0.5%	8.3%	22.1%
DM Equity	DM Equity	DM Equity	Asset Alloc.	DM Equity	EM Equity	High Yield	EM Equity	Fixed Income	Fixed Income	Fixed Income	Large Cap	Large Cap	REITs	Small Cap	Large Cap	Small Cap	Comdty.
14.0%	26.9%	11.6%	25.4%	32.5%	19.2%	3.1%	18.6%	23.3%	6.0%	0.5%	12.0%	21.8%	-4.0%	25.5%	-3.1%	7.9%	18.6%
REITs	Small Cap	Asset Alloc.	High Yield	REITs	Comdty.	Large Cap	DM Equity	Asset Alloc.	Asset Alloc.	Cash	Comdty.	Small Cap	High Yield	DM Equity	Asset Alloc.	EM Equity	Small Cap
12.2%	18.4%	7.1%	-26.9%	28.0%	16.8%	2.1%	17.9%	14.9%	5.2%	0.0%	11.8%	14.6%	-4.1%	22.7%	-4.5%	7.8%	17.7%
Large Cap	Large Cap	Fixed Income	Small Cap	Small Cap	Large Cap	Cash	Small Cap	High Yield	Small Cap	DM Equity	EM Equity	Asset Alloc.	Large Cap	Asset Alloc.	High Yield	High Yield	DM Equity
8.1%	15.8%	7.0%	-33.8%	27.2%	15.1%	0.1%	16.3%	7.3%	4.9%	-0.4%	11.6%	14.6%	-4.4%	19.5%	-4.7%	7.2%	17.3%
Large Cap	Asset Alloc.	Large Cap	Comdty.	Large Cap	High Yield	Asset Alloc.	Large Cap	REITs	Cash	Asset Alloc.	REITs	High Yield	Asset Alloc.	EM Equity	EM Equity	Asset Alloc.	Large Cap
4.9%	15.3%	5.5%	-35.6%	25.5%	14.8%	-0.7%	16.0%	2.9%	0.0%	-2.0%	8.6%	10.4%	-5.8%	18.9%	-9.7%	6.6%	14.0%
Small Cap	High Yield	Cash	Large Cap	Asset Alloc.	Asset Alloc.	Small Cap	Asset Alloc.	Cash	High Yield	High Yield	Asset Alloc.	REITs	Small Cap	High Yield	DM Equity	DM Equity	High Yield
4.6%	13.7%	4.8%	-37.0%	25.0%	13.3%	-4.2%	12.2%	0.0%	0.0%	-2.7%	8.3%	8.7%	-11.0%	12.6%	-11.1%	5.3%	10.9%
High Yield	Cash	High Yield	REITs	Comdty.	DM Equity	DM Equity	Fixed Income	Fixed Income	EM Equity	Small Cap	Fixed Income	Fixed Income	Comdty.	Fixed Income	Small Cap	Fixed Income	Asset Alloc.
3.6%	4.8%	3.2%	-37.7%	18.9%	8.2%	-11.7%	4.2%	-2.0%	-1.8%	-4.4%	2.6%	3.5%	-11.2%	8.7%	-13.0%	4.1%	10.0%
Cash	Fixed Income	Small Cap	DM Equity	Fixed Income	Fixed Income	Comdty.	Cash	EM Equity	DM Equity	EM Equity	DM Equity	Comdty.	DM Equity	Comdty.	REITs	Cash	Fixed Income
3.0%	4.3%	-1.6%	-43.1%	5.9%	6.5%	-13.3%	0.1%	-2.3%	-4.5%	-14.6%	1.5%	1.7%	-13.4%	7.7%	-13.3%	1.3%	3.4%
Fixed Income	Comdty.	REITs	EM Equity	Cash	Cash	EM Equity	Comdty.	Comdty.	Comdty.	Comdty.	Cash	Cash	EM Equity	Cash	Comdty.	Comdty.	Cash
2.4%	2.1%	-15.7%	-53.2%	0.1%	0.1%	-18.2%	-1.1%	-9.5%	-17.0%	-24.7%	0.3%	0.8%	-14.2%	2.2%	-19.4%	-2.6%	1.0%

Źródło: Guide to the Markets, JP Morgan Asset Management, June 2020.

Przykładowo, rynki wschodzące były hitem inwestycyjnym lat 2005-2007 notując rok w rok najwyższe miejsca w tabeli stóp zwrotu. W 2008 r. podczas kryzysu finansowego okazały się jednak najgorszą inwestycją i do dziś wyraźnie odstają od szerokiego indeksu światowych akcji. Akcje dużych spółek za cały okres osiągnęły średnio najwyższą stopę zwrotu, ale tylko w jednym roku były najlepsze w grupie. Z kolei portfel będący średnią przedstawionych tu rodzajów inwestycji nigdy nie był ani najlepszy, ani najgorszy, ale dostarczył przyzwoite 6,6% rocznie przy zmienności wyższej tylko od gotówki i obligacji.

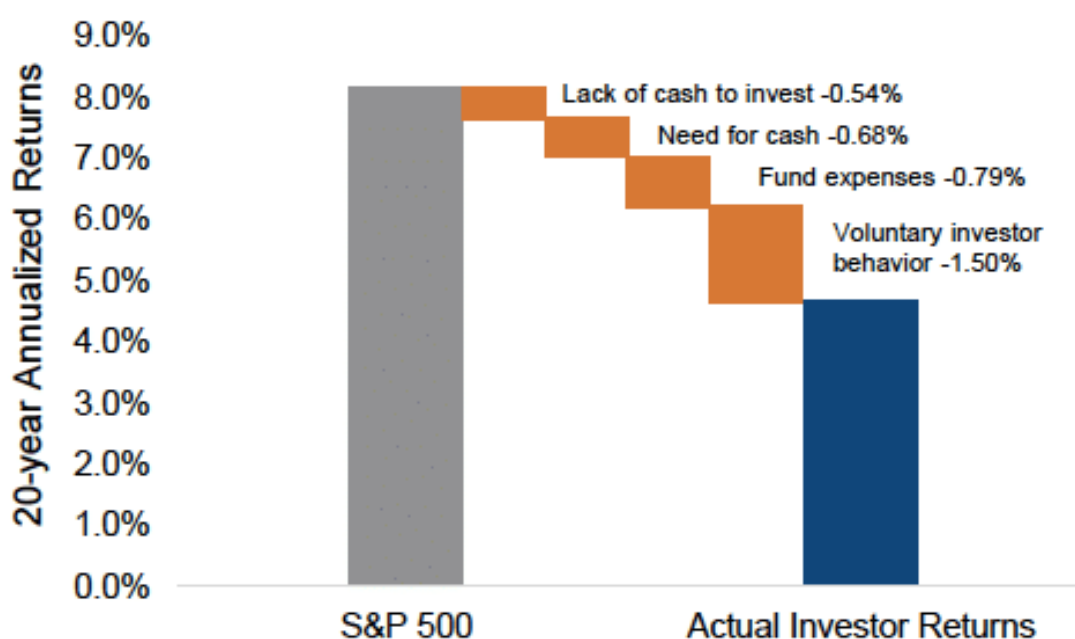
Ale dla części z nas idea ograniczania potencjału swojego portfela (ograniczając jednocześnie ryzyko) jest trochę nieintuicyjna. Dotyczy to zwłaszcza osób, które już zgromadziły pewien majątek i aby to osiągnąć kierowały się zupełnie innym podejściem. Historia najbogatszych pokazuje, że **droga do dużego majątku biegnie przez koncentrację i dźwignię** (nie tylko finansową, ale np. wykorzystanie kontaktów). Jest to zazwyczaj kombinacja umiejętności, wiedzy, sprytu (a czasem szczęścia), ale te dwa elementy prawie zawsze się w niej pojawiają. Ludzie bogaci nie kierowali się raczej teorią portfelową dochodząc do majątku. Przedsiębiorcy nie rozwijają kilkunastu biznesów na raz (i to jeszcze na kilku kontynentach), ograniczając ryzyko, że część z nich się nie powiedzie. Wręcz przeciwnie – główne źródła majątku są oparte na ryzykach specyficznych, dokładnie tych samych, które staramy się ograniczyć dywersyfikując portfel (ryzyko pojedynczego produktu, sektora, kraju, czy osoby). Wynika to z prostego faktu - **strategia dochodzenia do majątku i strategia jego utrzymania nie są takie same**. To bardzo ważne, żeby to w miarę szybko zrozumieć, bo stosując stare nawyki do całkowicie nowego obszaru, jakim są inwestycje możemy szybko uszczuplić majątek budowany przez lata.

Dlaczego przeciętny inwestor nie zarabia tyle, co indeksy i co z tym zrobić?

W powyższym pytaniu jest już ukryta teza, choć wydaje mi się, że niezbyt kontrowersyjna. Podobne doświadczenia mają też pewnie osoby, które inwestują same lub pracują z zamożnymi klientami. Okazuje się, że w praktyce pobicie zwykłego indeksu akcji wcale nie jest tak trywialne. A bardzo często nasze wyniki w długim terminie wyraźnie odstają od liczb, które pokazywaliśmy wcześniej. Odpowiedzi na pytanie, z czego to może wynikać szuka amerykańska firma badawcza Dalbar, przeprowadzając regularnie analizy zachowania inwestorów (Quantitative Analysis of Investor Behavior). Jako podstawowe źródło danych wykorzystuje rynek funduszy inwestycyjnych wraz z przepływami pieniężnymi. Pozwala to określić, jaki zysk osiągnęli inwestorzy danego funduszu w danym okresie. Oczywiście, ta metodologia nie mówi nic o wynikach indywidualnego inwestora, ale dość dobrze oddaje wyniki "przeciętnego" inwestora. Można też założyć, że grupa uczestników funduszy inwestycyjnych jest dobrym odzwierciedleniem szerszej społeczności inwestorów. Takie obliczenia są dokonywane co roku od ponad 25 lat - z takimi samymi przygnębiająco podobnymi wynikami. Okazuje się, że **przeciętny inwestor funduszu amerykańskich akcji osiąga średnio zaledwie połowę wyniku indeksu**.

Część tej różnicy ma charakter nieco prozaiczny – koszty. Indeksy nie uwzględniają wpływu kosztów transakcyjnych, opłat za zarządzanie, podatków. Jest to obszar, który możemy do pewnego stopnia kontrolować (np. poprzez wybór tańszych instrumentów), ale zniwelowanie ich do zera jest praktycznie niemożliwe. Poza tym, czasem inwestorzy muszą sięgnąć po gotówkę zgromadzoną w funduszach, aby sfinansować inne wydatki lub nie mają wolnych środków do samej inwestycji. Ale to nie tutaj leży sedno sprawy. Jak pisał kiedyś Benjamin Graham, „**głównym problemem inwestora, a nawet jego największym wrogiem jest on sam**”. Takie same wnioski płyną z przytoczonych badań.

Wykres 4. Różnica między wynikiem przeciętnego inwestora funduszu akcji amerykańskich a S&P 500



Źródło: <https://seekingalpha.com/article/4278962-5-mental-traps-investors-are-falling-right-now>

Za prawie połowę różnicy między wynikiem indeksu a przeciętnego inwestora funduszu amerykańskich akcji odpowiada zachowanie inwestora. Przejawia się ono głównie w emocjonalnych decyzjach dotyczących momentu kupna i sprzedaży funduszu. Wielu inwestorów uważa (błędnie), że są w stanie przewidzieć zachowanie rynku (innymi słowy, starają się „timingować” rynek) lub ulegają najbardziej pierwotnym emocjom jak strach, czy chciwość. Niezależnie od horyzontu i klas aktywów, które były badane, powtarzał się ten sam, dość ponury wzorzec. Po wzrostach, inwestorzy zazwyczaj nabywają fundusze. Następnie, gdy rynek notuje spadki, inwestorzy dokonują wypłat. Ewidentnie wygląda to na jazdę samochodem kierując się wstecznym lusterkiem albo stosowanie zasady „kupuj drogo i sprzedawaj tanio”. Obie strategie prędzej, czy później skończą się nieprzyjemnie. Przeciętni inwestorzy osiągają słabe wyniki zarówno na rynkach rosnących, jak i spadających. I robią to niezawodnie w każdym roku na każdym rynku, na który wchodzi: duże, małe akcje, obligacje itp. W długim terminie te różnice kumulują się do ogromnych wartości. Przykładowo, w przypadku rynku akcji perspektywie 30 lat ta różnica sięgnęła 88 punktów procentowych!

Innym problemem jest też sam horyzont inwestycyjny. Fundusze akcji, podobnie jak sama klasa aktywów, jaką są akcje są przeznaczone dla inwestorów, którzy mają długi horyzont (powyżej 5 lat). Jednak wyniki badań pokazują, że średni okres utrzymywania funduszy wynosi wśród inwestorów amerykańskich ok. 3,5 roku. To i tak liczba, o której można pomarzyć na polskim rynku (według badań Schrodersa, średni okres inwestycji w produkt inwestycyjny w Polsce to zaledwie 1,5 roku⁹), ale wciąż za krótki okres jak na tę klasę aktywów.

Ekonomiści i psychologowie mają na te zjawiska wiele teorii – od awersji do strat, przez efekt potwierdzenia, pewności wstecznej, do zachowań stadnych¹⁰. Większość z nich sprawdza się do emocji i braku dyscypliny. Łatwo oczywiście powiedzieć, bo w dzisiejszych czasach bombardowani jesteśmy niezliczoną liczbą informacji, z których większość nie ma żadnej wartości. Ten szum przyciąga naszą uwagę i skłania nas do podjęcia jakichś działań. A tak naprawdę **bardzo często najlepszą decyzją, jaką możemy podjąć, to nie zrobić nic**. Zakładając, że mamy dobrze przemyślany, zdywersyfikowany portfel akcji, dopasowany do własnych oczekiwań – taka strategia zazwyczaj jest najlepszym wyjściem. Timing rynkowy bardzo rzadko przynosi korzyści inwestorom. Z kolei trzymanie się planu historycznie działało bardzo dobrze. Dlaczego mielibyśmy świadomie pogarszać swoje szanse?

⁹ <https://www.schroders.com/pl/pl/professional-investor/wiadomosci/globalne-badanie-inwestorow/2019-findings/investing/>

¹⁰ Pisaliśmy o tym dużo szerzej w dłuższym materiale o timingu rynkowym: <https://www.investthink.org/timing-rynkowy> oraz w tych materiałach: <https://www.investthink.org/skroty-myslowe-w-inwestycjach>, <https://www.investthink.org/nadmierna-koncentracja-portfela>.

Podsumowanie

Rynek akcji jest ważnym elementem portfela inwestycyjnego, ponieważ cechuje się wysoką oczekiwaną stopą zwrotu – zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym. Ma to tym większe znaczenie w otoczeniu rekordowo niskich stóp procentowych i niskich spodziewanych zwrotów na rynkach obligacji. Niestety, większość inwestorów inwestujących w akcje osiąga wyniki zdecydowanie gorsze niż indeksy. Wynika to w dużej mierze z błędów behawioralnych. Żeby nie podzielić ich losu, musimy pogodzić się z tym, że próby przewidzenia zachowania rynku, wyboru najlepszego kraju, czy spółki najczęściej kończą się rozczarowaniem. Inwestowanie nie polega na tym, żeby pobić rynek, tylko na osiąganiu swoich celów z rozsądnym prawdopodobieństwem. Dlatego zamiast poświęcać energię na bezproduktywną walkę z rynkiem, inwestor na rynku akcji powinien skupić się na szerokiej, globalnej dywersyfikacji swojego portfela, ograniczeniu kosztów oraz kontroli swojego zachowania.

KONIEC CZ. 1

Bibliografia

1. Chabbra A., The Aspirational Investor: Taming the Markets to Achieve Your Life's Goals, Harper Business, 2015.
2. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018: Summary Edition, Credit Suisse Research Institute, 2018.
3. Dimson E, Marsh P., Staunton M., Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton University Press, 2002.
4. Guide to the Markets, JP Morgan Asset Management, June 2020.
5. Ilmanen A., Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards, John Wiley & Sons, 2011.
6. J.J. Siegel, Stocks for the Long Run, McGraw-Hill Education, 2014.
7. Jordà Ò., Knoll K., Kuvshinov D., Schularick M., The rate of return on everything, 1870-2015, NBER Working Paper Series, December 2017.
8. Swensen D., Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment, Free Press, 2005.