



Nadmierna koncentracja portfela

Ujęcie behawioralne

WPROWADZENIE

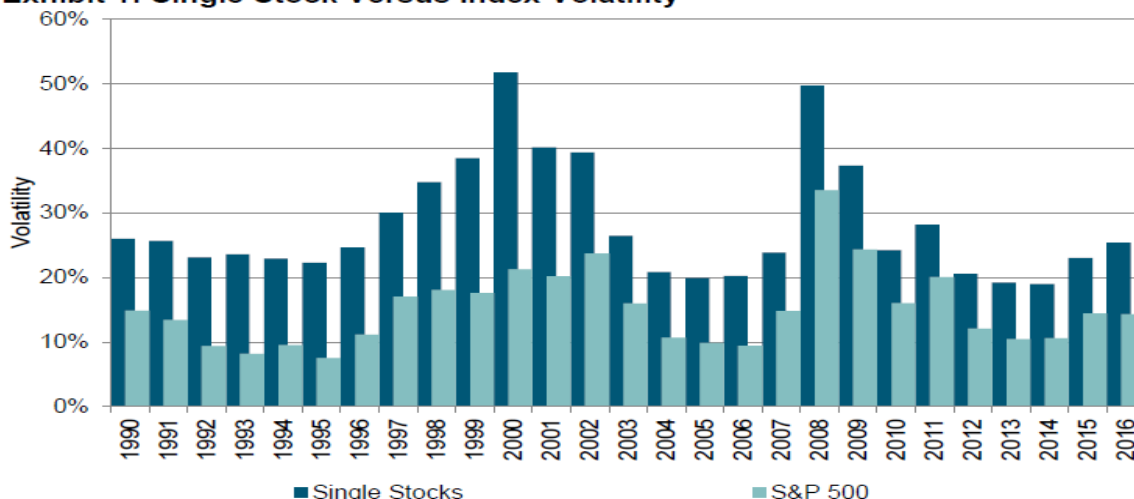
W tym artykule skupimy się na jednym z najbardziej kosztownych błędów wśród inwestorów indywidualnych, czyli nadmiernej koncentracji portfela. Dodając do tego naturalną skłonność do braku akceptacji strat i niechęć, jaką sprawia zamknięcie nierentownej inwestycji - otrzymujemy wybuchową mieszankę. Oczywiście koncentracja z drugiej strony może prowadzić do nieprzeciętnie wysokich stóp zwrotu, jednak jest to obarczone zdecydowanie większym poziomem ryzyka, którego w okresie newralgicznym wielu inwestorów nie jest w stanie zaakceptować. W dalszej części pracy zastanowimy się, jakie czynniki behawioralne mogą sprowadzić nas w taką pułapkę. Pokażemy również prostą zasadę, która pozwoli na uniknięcie ewentualnej katastrofy, jeśli ulegniemy pokusie skoncentrowanego portfela. Przypomnimy również o podstawowej roli, jaką spełnia dywersyfikacja w zarządzaniu majątkiem.

Maciej Pietraszkiewicz, CFA
Wrocław, wrzesień 2019 r.

Do czego potrzebna jest dywersyfikacja? Po pierwsze do zmniejszenia zmienności portfela. Wiele błędów inwestycyjnych związanych jest z aspektami behawioralnymi. Większa zmienność oznacza silniejsze emocje, a walka chciwości ze strachem często prowadzi do nieoptymalnych decyzji. Jak pokazuje poniższy wykres zmienność pojedynczej spółki, zazwyczaj bywa prawie dwa razy większa od szerokiego indeksu (S&P500).

Wykres 1. Zmienność pojedynczej spółki z indeksu S&P500 wobec zmienności szerokiego indeksu

Exhibit 1: Single Stock Versus Index Volatility



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of June 2016. Volatility is measured by the standard deviation of total return for index and constituents. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

Źródło: Tim Edwards, Craig J. Lazzara, *Fooled by Conviction*

Dywersyfikacja pozwala również na uniknięcie problemu „katastroficznej straty”. Jak pokazały badania, znaczna część spółek generuje, nieodwracalne straty dla swoich akcjonariuszy. Analitycy JP Morgan przeanalizowali wszystkie firmy, które wchodziły w skład indeksu Russell 3000 od 1980 do 2014 roku. Wśród 13 000 spółek, aż 40% z nich zanotowało spadek większy lub równy 70% od swojego szczytu, a ich kurs nigdy nie powrócił na nowe maksimum¹. Praktyka natomiast pokazuje, że inwestorzy zbyt często posiadają nadmierną koncentrację w portfelach. Związane jest to z jednej strony z relatywnie niskim poziomem edukacji inwestycyjnej naszego społeczeństwa oraz z czynnikami behawioralnymi takimi jak iluzja kontroli, efekt pewności wstecznej oraz nadmiernej pewności siebie.

Iluzja kontroli to tendencja do przeszacowania swojego wpływu na otaczającą nas rzeczywistość. Wybierając środek transportu, większość czuje się bardziej komfortowo prowadząc auto, niż lecąc samolotem. W samolocie oddajemy swoje życie w ręce pilota, pozbywamy się kontroli. Podobny schemat działa na rynku. Wybierając zdywersyfikowany fundusz, czy też korzystając z pasywnej formy inwestowania (ETF), nie mamy wpływu na dobór poszczególnych spółek. W obu przypadkach oddajemy kontrolę. Pozostaje pytanie, czy ta kontrola nie jest pewną iluzją? Jako akcjonariusz mniejszościowy nie mamy wpływu na decyzje biznesowe firmy. Możemy jedynie pozbyć się udziałów spółki, która naszym zdaniem zaczyna podążać w niewłaściwym kierunku. Problem pojawi się, gdy nasza ocena okaże się błędna lub z przyczyn behawioralnych nie jesteśmy w stanie zaakceptować straty. A co w ekstremalnym przypadku, kiedy spółka prowadzi lub prowadziła kreatywną księgowość? Katastrofa - przykładowo pracownicy Enronu posiadali średnio 62% ich emerytalnych

¹ M. Cembalest, JP Morgan, Eye on the market special edition “the Agony and the Ecstasy” the risk and rewards of a concentrated stock position S.4 (eotm-special-edition.pdf).

środków zainwestowanych w akcje ich pracodawcy. Dane te były zebrane pod koniec 2000 roku, czyli około roku przed oficjalnym bankructwem spółki². W jednej chwili ludzie stracili nie tylko znaczącą część swoich oszczędności, ale również aktualne miejsce pracy.

Praktycy rynku zarządzania majątkiem często spotkają klientów, którzy posiadają nadmierną ekspozycję na akcje firm, w których pracują. Jedną z przyczyn jest realizacja opcji menadżerskich. Akcje uzyskane z programów motywacyjnych zazwyczaj są przetrzymywane w tej formie w portfelach inwestorów, tworząc często ryzyko zbyt wysokiej koncentracji. Działa tu prosty mechanizm, co jest nam bliższe, pozornie wydaje się bardziej bezpieczne. Dodatkowo tak zwany „endowment effect”, sprawia, że jesteśmy mniej skłonni do sprzedaży już posiadanych aktywów. Warto jednak zadać sobie w takiej sytuacji pytanie: jak zainwestowalibyśmy otrzymane środki, gdyby były one przekazane w formie gotówki, a nie akcji? W większość wypadków alokacja byłaby znacznie mniej agresywna.

Kolejną przyczyną nieodpowiedniej dywersyfikacji jest tak zwany Home Bias - inwestorzy zazwyczaj mają największą ekspozycję na aktywa zlokalizowane w kraju ich pochodzenia. Działa tu ten sam mechanizm związany z bliskością, znajomością danego rynku. Według badań JP Morgan portfel inwestorów z USA w 75% oparty jest o aktywa z rynku amerykańskiego³. Na rynkach wschodzących relacja ta wypada jeszcze mniej korzystnie. Statystyczny inwestor w Ameryce Łacińskiej posiada prawie 97,5% aktywów zlokalizowanych na lokalnym rynku. Taka alokacja może być szczególnie bolesna w momentach newralgicznych. Przykładowo indeks Merval w Argentynie spadł w poniedziałek 12 sierpnia 2019 roku o 38%. Spoglądając bliżej Polska waży w indeksie MSCI World jedynie 0.1%. Warto zadać sobie pytanie, jaki udział polskich akcji posiadamy w portfelu? W większości wypadków dostrzeżemy widoczny efekt Home Bias. Pamiętajmy jednak, że przeważenie polskich akcji nie jest optymalnym sposobem na konstrukcję części udziałowej naszego portfela. W przypadku dłuższej dekonunktury na GPW inwestorzy mogą być rozczarowani osiąganymi stopami zwrotu. Przykłady możemy mnożyć, inwestorzy z Japonii nie doczekali się nowych szczytów hossy od lat 90-tych. Główny indeks greckich spółek nadal jest około -80% od szczytów z 2007 roku. Ważne jest więc szersze spojrzenie oraz uwzględnienie warstwy dywersyfikacji międzynarodowej.

Działanie efektu pewności wstecznej również sprzyja utrzymywaniu mniej zdywersyfikowanego portfela. Patrząc na przeszłe bankructwa czy też załamania rynkowe z łatwością odnajdziemy sygnały ostrzegawcze pozwalające uchronić się przed nadchodzącą katastrofą. Mamy skłonność do upraszczania rzeczywistości i stwierdzenia, że zdarzenia z przeszłości były łatwe do przewidzenia. W rzeczywistości jednak rynek jest funkcjonowaniem w obszarze niepewności i umiejętne zarządzanie ryzykiem powinno być podstawowym narzędziem każdego inwestora.

Kolejnym elementem układanki mogącym mieć wpływ na niedostateczny poziom dywersyfikacji środków, jest nadmierna pewność siebie. Inwestorzy mają tendencję do przypisywani sobie większego prawdopodobieństwa sukcesu niż pozostali uczestnicy rynku. Badania prowadzone przez firmę Schroders pokazują, że inwestorzy posiadają nierealistyczne oczekiwania. Średnia roczna oczekiwana stopa zwrotu kształtuje się od 6,5% (inwestorzy z Belgii) przez 10,3% (inwestorzy z USA) do 15,8% (inwestorzy z Argentyny)⁴. W rzeczywistości osiągnane stopy zwrotu wyglądają zgoła

² B. M. Barber, T. Odean, The Behavior of Individual Investors, Handbook of the Economics of Finance, 2013, vol. 2, s.1561.

³ <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/gim/adv/themes/ins/home-country-bias>

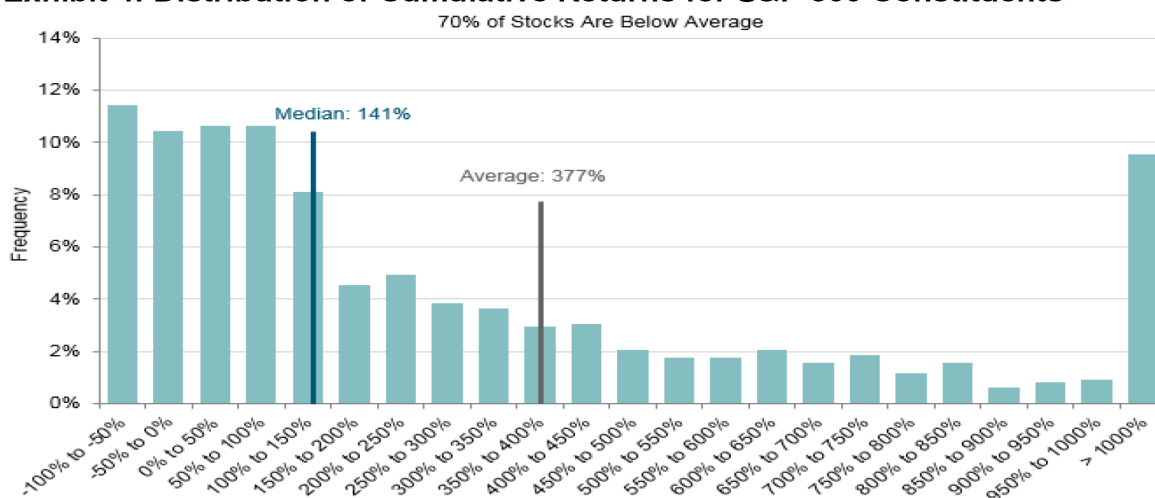
⁴ Schroders, Global Investor Study 2019, Investor behavior do people have control of their personal finances?, https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/global-shared-blocks/gis-2019/theme-1/global_investor_study_2019_t1.pdf

odmiennie. Według badań przytaczanych w raporcie JP Morgan Guide to the Markets Q32019 średnia stopa zwrotu przeciętnego inwestora wynosi zaledwie 1,9%⁵.

Koncentracja w newralgicznym momencie może doprowadzić do ryzyka katastroficznej straty. Warto więc przybliżyć jak działa nasza psychika, gdy jesteśmy „pod kreską”. Po pierwsze strata boli bardziej, niż cieszy zysk tej samej wartości. Po drugie wykazujemy się większą tolerancją ryzyka, gdy jesteśmy w obszarze aktualnie ponoszonych strat niż zysków. W takim układzie naturalną tendencją jest niechęć do przyznania się do błędu, czyli zamknięcia nierentownej pozycji. Tą zależność ukazuje właśnie teoria perspektyw⁶. Jednym z jej skutków jest zbyt długie przetrzymywanie stratnych pozycji. Druga strona medalu jest równie ważna. Zadowolenie z zysku może sprawić chęć „przedwczesnego” zamknięcia rentownej inwestycji. Dla wielu inwestorów może to oznaczać, że stopy zwrotu generowane przez liderów w praktyce są nieosiągalne. Według badań około 10% spółek wchodzących w skład indeksu S&P500, wygenerowały stopy zwrotu powyżej 1000% w ciągu 20 lat. Warto postawić sobie pytanie ile razy podczas naszych inwestycji zamknęliśmy pozycję o tak wysokiej stopie zwrotu? Jaki jest średni czas przetrzymywania zyskownych pozycji w portfelu, a jak to wygląda w porównaniu do spółek generujących straty? Inwestorzy powinni dążyć do odwrócenia zależności wynikających z teorii perspektyw. Mówiąc kolokwialnie powinno się pozwolić zyskom rosnąć oraz nie akceptować strat powyżej z góry założonego poziomu. Taka zasada po pierwsze ochroni nas przed katastroficzną stratą (>70%), a po drugie zwiększy szanse na wykorzystanie możliwości, jakie mogą dostarczyć potencjalni liderzy.

Wykres 2. Rozkład skumulowanych stóp zwrotu spółek z S&P500 w 20-letnim horyzoncie inwestycyjnym

Exhibit 4: Distribution of Cumulative Returns for S&P 500 Constituents



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Factset. Data from May 1996 through May 2016. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

Źródło: Tim Edwards, Craig J. Lazzara, *Fooled by Conviction*

Bibliografia:

⁵ JP Morgan Guide to the Markets Q32019, s. 64.

⁶ D. Kahneman, Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym, Media Rodzina, 2012 r.

- 1) B. M. Barber, T. Odean, The Behavior of Individual Investors, Handbook of the Economics of Finance, 2013, vol. 2
- 2) M. Cembalest, JP Morgan, Eye on the market special edition “the Agony and the Ecstasy” the risk and rewards of a concentrated stock position S.4 (eotm-special-edition.pdf)
- 3) T. Edwards, C. J. Lazzara, Fooled by Conviction, (Research-fooled-by-conviction.pdf)
- 4) <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/gim/adv/themes/ins/home-country-bias>
- 5) JP Morgan Guide to the Markets Q32019 r.
- 6) D. Kahneman, Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym, Daniel KahnemanMedia Rodzina, 2012 r.
- 7) Schroders, Global Investor Study 2019, Investor behaviour do people have control of their personal finances?