



*Paweł Chylewski*

mBank S.A.

e-mail autora: pawel.chylewski@yahoo.com

*Maciej Pietraszkiewicz*

Bank Handlowy w Warszawie S.A.

e-mail autora: maciej.pietraszkiewicz@gmail.com

*Jarosław Przybył*

doktorant Kolegium Ekonomiczno-Społecznego

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

e-mail autora: jaroslawprzybyl@o2.pl

## **RACJONALNOŚĆ TIMINGU RYNKOWEGO W ZARZĄDZANIU MAJĄTKIEM KLIENTA INDYWIDUALNEGO<sup>1</sup>**

### **Streszczenie**

„Wycucie” rynku wydaje się wielu osobom podstawą inwestowania. Należy przewidywać spadki oraz wzrosty na rynkach, a następnie wykorzystać realizację oczekiwanego scenariusza rynkowego. Jakie szanse na powodzenie ma inwestor podążający za tą filozofią inwestowania? Czy sprawdza się to w przypadku inwestorów instytucjonalnych? A może są jakieś inne sposoby zarządzaniem portfelem? Ten artykuł ma na celu realne spojrzenie na jeden z większych mitów związanych z inwestowaniem. W naszej analizie skupiamy się głównie na aspekcie timingu w odniesieniu do zarządzania portfelem z perspektywy długoterminowego inwestora.

<sup>1</sup> Niniejszy artykuł jest zmienioną wersją opracowania opublikowanego na stronie internetowej: [stockbroker.pl/dlaczego-timing-rynkowy-nie-dziala-pietraszkiewicz-przybyl-chylewski-investthink-org/](http://stockbroker.pl/dlaczego-timing-rynkowy-nie-dziala-pietraszkiewicz-przybyl-chylewski-investthink-org/).

Mimo bogatej literatury z zakresu timingu i aktywnego podejścia do inwestycji, wydaje się nam, że brakuje wciąż omówienia tych zagadnień z perspektywy zarządzającego majątkiem klienta zamożnego. Większości badań i doświadczeń nie da się na ten grunt przenieść z pola teorii portfelowej czy podejścia instytucjonalnego. Naszym zdaniem zbyt wiele szkodliwych mitów przedostaje się do świadomości doradców klienta i samych klientów. Ekstremalnie trudna sztuka aktywnego zmieniania alokacji, w długoterminowym podejściu do portfela klienta indywidualnego, może być jedynie szkodliwa. Głównie przeszkodą są ograniczone możliwości takich działań, ale również wiele błędów behawioralnych. Modyfikowanie ich i zarządzanie nimi jawią się jako najważniejsze zadania stojące przed zawodowcem zarządzającym majątkiem. Artykuł prezentuje proste, ale co udowodniono w badaniach, najskuteczniejsze metody pozwalające zastąpić timing, a jednocześnie uchronić się przed negatywnymi skutkami błędów behawioralnych.

**Słowa kluczowe:** timing rynkowy, błędy behawioralne, *private banking*, alokacja, dywersyfikacja, rebalancing, uśrednianie

**Klasyfikacja JEL:** G0, G4, G5

## Wprowadzenie

Osoby zajmujące się doradztwem inwestycyjnym często spotykają się z oczekiwaniami klientów dotyczącymi timingu rynkowego. Zarządzanie portfelem w dużej mierze powinno, idąc tokiem tych oczekiwań, polegać na „wyczuciu” rynku: znacznym przeważeniu lub 100-procentowej alokacji w akcje w okresach, kiedy przewidywane są wzrosty na tych rynkach, oraz dynamicznej realokacji w instrumenty bezpieczne, kiedy na rynku akcyjnym mają pojawić się spadki. Czy takie oczekiwania są realne? Jakie szanse na powodzenie inwestycji może mieć klient, podążając tą strategią? Czy przypadkiem skupienie na timingu rynkowym nie przesłania innych, ważniejszych aspektów budowy portfela, takich jak: alokacja, dywersyfikacja, zarządzanie ryzykiem i dyscyplina? Czy dążąc do idealnego timingu, inwestorzy nie skupiają się nadmiernie na krótkim horyzoncie inwestycyjnym, podczas gdy inwestycje powinny traktowane być w sposób długoterminowy? Niniejszy artykuł jest próbą odpowiedzi na postawione pytania. Wkład pracy związanej ze zgłębianiem tego zagadnienia jest bardzo duży. Powstała niezliczona ilość prac, badań, opracowań skupionych na efektywności market-timingu. Począwszy od ogólnych opracowań dotyczących inwestowania, które jedynie w części dotyczą timingu<sup>2,3</sup>, poprzez

<sup>2</sup> W. Bernstein, *The Four Pillars of Investing*, McGraw-Hill Education, 2010.

<sup>3</sup> R.C. Gibson, *Asset Allocation: Balancing Financial Risk*, McGraw-Hill Education, 2013.

wydawnictwa w całości poświęcone temu zagadnieniu<sup>4</sup>, często skupione na analizie technicznej<sup>5</sup>, po artykuły odnoszące się do empirii<sup>6, 7</sup>. Naszym zdaniem istnieje jednak pewna luka, którą tym opracowaniem chcemy zapełnić – jest nią podejście z punktu widzenia zarządzania majątkiem klienta zamożnego. Temat ten wydaje się nieobecny w dyskusji dotyczącej inwestycji w naszym kraju, a jest bardzo istotny ze względu na szybki rozwój usług *private banking*.

## 1. Pojęcie timingu rynkowego

W niniejszym artykule poprzez timing rynkowy rozumie się próbę poprawienia długoterminowej stopy zwrotu poprzez taktyczną alokację aktywów między akcjami, obligacjami i gotówką<sup>8</sup>. Będzie to spojrzenie z perspektywy zdywersyfikowanego portfela zbudowanego z tych klas aktywów. W literaturze pojęcie timingu rynkowego jest również przedstawiane jako aktywne zarządzania portfelem<sup>9, 10</sup>. Timing polega zatem na przeważeniu odpowiedniej klasy aktywów tak, aby stopa zwrotu była lepsza niż w przypadku braku ruchu na portfelu lub trzymaniu się docelowej, strategicznej alokacji. Przykładowo, posiadając portfel złożony w 50% z polskich obligacji skarbowych i w 50% z akcji polskich spółek, można pokusić się o przeważenie polskich akcji w oczekiwaniu bardziej atrakcyjnej stopy zwrotu z tego segmentu rynku względem rynku obligacji (z uwzględnieniem kosztów). Czasowo możemy zatem posiadać w portfelu np. 60% lub 70% akcji. Jeżeli oczekiwana stopa zwrotu z rynku obligacji skarbowych przewyższa oczekiwaną stopę zwrotu z rynku akcyjnego, wtedy inwestor może pokusić się o przeważenie rynku obligacyjnego w portfelu. Skrajnym przypadkiem jest alokacja 100% aktywów tylko w jeden segment rynku w zależności od oczekiwań odnośnie do relatywnej siły tych dwóch klas aktywów. W przypadku

<sup>4</sup> A. Damodaran, *Investment Fables: Exposing the Myths of “Can’t Miss” Investment Strategies*, FT Press, 2004.

<sup>5</sup> V. Zakamulin, *Market Timing with Moving Averages: The Anatomy and Performance of Trading Rules*, Palgrave Macmillan, 2017.

<sup>6</sup> W. Antoons, *Market Timing: Opportunities and Risks*, Brandes Institute Research Paper No. 2016–06, 2017.

<sup>7</sup> J. Estrada, *Black Swans and Market Timing: How Not to Generate Alpha*, IESE Business School Paper, 2007.

<sup>8</sup> Dla pewnego uproszczenia gotówka zostanie pominięta w części analiz. Część literatury pomija tę klasę aktywów w budowie portfela inwestycyjnego. Gotówka, w formie bonów skarbowych i depozytów, może też być traktowana jako krótkoterminowa forma obligacji.

<sup>9</sup> K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa Niefinansowe. Ryzyko Finansowe. Inżynieria Finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 256.

<sup>10</sup> F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 434–435.

instytucji profesjonalnie trudniących się zarządzaniem aktywami, standardowym okresem dla taktycznej alokacji jest okres między 6 a 12 miesięcy. Dla instytucji, które stosują timing rynkowy, zjawiskiem niezwykle rzadkim jest alokacja 100% w którąś z klas aktywów. Z jednej strony statut może ograniczać tego typu zachowanie, a z drugiej strony inwestorzy profesjonalni zakładają możliwość pomyłki. Co do zasady, inwestorzy instytucjonalni zainteresowani maksymalizacją stopy zwrotu, w długim terminie nie stosują timingu lub jego rola w procesie zarządzania portfelem jest ograniczona do minimum<sup>11</sup>.

W tym artykule nie będzie rozpatrywany timing rynkowy z perspektywy tradera<sup>12</sup>. W jego przypadku timing rynkowy jest najważniejszym, praktycznie jedynym determinantem stopy zwrotu. Są też traderzy, którzy z powodzeniem stosują te strategie. Przełożenie tego na portfele długoterminowe może być jednak trudne, do czego jeszcze wrócimy w dalszej części artykułu.

## 2. Nieodparty urok timingu

Stosowany skutecznie timing rynkowy byłby w stanie w sposób zdecydowany poprawić stopę zwrotu z portfela. Posłużmy się przykładem. Do naszych analiz użyjemy globalnych indeksów: akcji – MSCI All Country World (ACWI) Total Return oraz obligacji USA o ratingu inwestycyjnym – Bloomberg Barclays US Aggregate Bond. Dalej znajduje się symulacja kilku strategii inwestycyjnych stosowanych w okresie 31.03.2008–30.05.2018<sup>13</sup> (rysunek 1 i tabela 1).

1. Pierwsza strategia polega na zakupie samych bezpiecznych obligacji (rating inwestycyjny): 100% środków alokowanych zostało w Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index.
2. Druga strategia to posiadanie globalnego portfela akcji w postaci indeksu MSCI ACWI Total Return.
3. Trzecia strategia to klasyczna kombinacja 40% obligacji oraz 60% akcji. W przypadku tej strategii założono półroczny *rebalancing*<sup>14</sup> polegający na przywróceniu

<sup>11</sup> D.F. Swensen, *Unconventional Success. A Fundamental Approach to Personal Investment*, Free Press, New York 2005, s. 151.

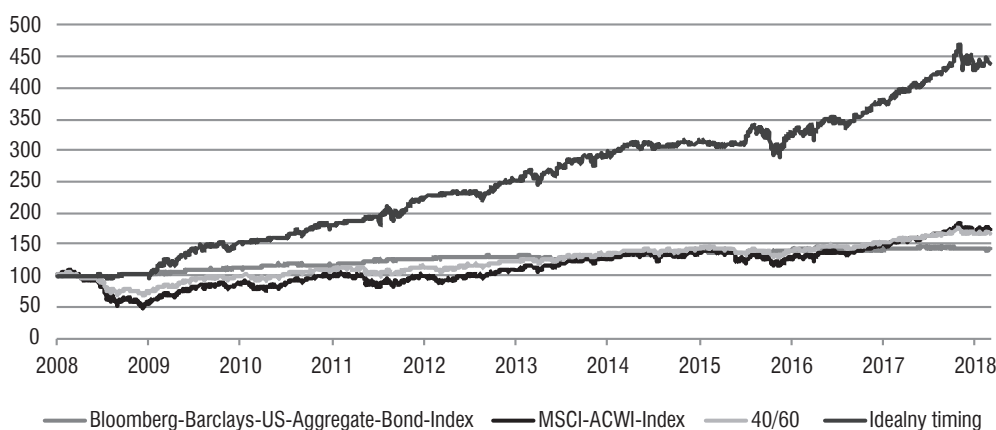
<sup>12</sup> Osoba, która spekuluje na giełdzie w celu osiągnięcia zysków na własny (lub firmowy) rachunek. Trader w przeciwieństwie do maklera giełdowego nie ma styczności z klientami, podejmuje decyzje, za które jest w pełni odpowiedzialny, za: [pro-trading.pl/slownik-pojec](http://pro-trading.pl/slownik-pojec).

<sup>13</sup> Okres wybrany ze względu na dostępność danych. Uważamy ten okres za wystarczający na potrzeby analizy.

<sup>14</sup> Cykliczny proces dopasowywania procentowych udziałów aktywów w portfelu do z góry zakładanych proporcji między nimi, za: [bossafund.pl](http://bossafund.pl).

- oryginalnych proporcji portfela. Brak rebalancingu powoduje odchylenie się od docelowej alokacji, a zatem również od oczekiwanej stopy zwrotu oraz ryzyka.
4. Czwarta strategia to idealny timing. W okresach półrocznych inwestor bezbłędnie jest w stanie określić, która klasa aktywów osiągnie najwyższe stopy zwrotu w horyzoncie najbliższych 6 miesięcy. Dla ułatwienia porównywania strategii wycenianie są w USD (waluta bazowa indeksów). Należy zauważyć, że budowa portfeli nastąpiła tuż przed kryzysem finansowym. Wydawałoby się, że to niezbyt fortunny moment do rozpoczęcia inwestycji w akcje.

**Rysunek 1. Wyniki poszczególnych strategii inwestycyjnych**



Źródło: iShares.com, analizy własne.

**Tabela 1. Stopy zwrotu dla poszczególnych strategii inwestycyjnych**

	Bloomberg-Barclays In.	MSCI ACWI TR	40/60	Idealny timing
Stopa zwrotu	43,03%	73,40%	68,38%	339,76%
Średnia roczna (geometryczna)	3,64%	5,66%	5,35%	15,96%

Źródło: analiza własna na podstawie iShares.

Inwestor stosujący idealny timing, w sposób bezapelacyjny pobił wszystkie pozostałe strategie, odnotowując prawie 16-procentową roczną stopę zwrotu. Wynik można nazwać imponującym na tle stóp zwrotu z pozostałych strategii. Dodatkowo inwestor uniknął dotkliwych spadków portfela po upadku banku Lehman Brothers, czy kryzysu strefy euro związanego z problemami Grecji. W tym okresie bezpiecznie inwestował w obligacje. Idealna wręcz strategia dla inwestora.

Należy zauważyć, że globalny rynek akcji oraz portfel mieszany 40% obligacji/60% akcji przyniosły stopy zwrotu na poziomach powyżej 5% rocznie. Biorąc pod uwagę, że w międzyczasie globalny rynek doświadczył największej recesji od przełomu lat 20. i 30. XX wieku oraz fakt, że stopy depozytów znajdowały się blisko zera – jest to stopa zwrotu właściwa i oczekiwana dla większości zamożnych oszczędzających.

### 3. Skuteczność timingu rynkowego – weryfikacja empiryczna

Skutecznie stosowany timing rynkowy byłby bardzo efektywną strategią. Pytanie jednak, jak sprawdzają się próby stosowania tej strategii w realnych warunkach rynkowych? Morningstar<sup>15</sup> przeprowadził szeroko zakrojoną analizę stóp zwrotu klientów funduszy inwestycyjnych. Porównana została stopa zwrotu, którą średnio uzyskał inwestor (średnia ważona aktywami) względem stopy zwrotu z funduszu. Sprawdzano, kiedy następowały napływy do funduszy i na tej podstawie liczone średnią stopę zwrotu dla przeciętnego inwestora. W ten sposób kwestia kosztów została wyeliminowana i nie wpływała na wynik badania. Wyizolowany został wpływ timingu na stopę zwrotu inwestorów (tabela 2).

**Tabela 2. Wpływ timingu na stopy zwrotu klientów funduszy inwestycyjnych w wybranych krajach (2006–2016)**

Kraj	Różnica między średnią roczną stopą zwrotu klienta i funduszy w latach 2006–2016		
	wszystkie fundusze	fundusze akcji (lokalne)	fundusze obligacji
US	-0,37%	0,01%	-0,73%
Kanada	-1,09%	0,92%	-0,15%
UK*	-0,08%	-0,15%	-0,28%
Europa ex UK**	-0,74%	-1,53%	-0,27%
Tajwan*	-0,64%	-2,37%	-0,27%
Singapur*	-1,40%	-4,31%	-0,47%
Hongkong*	-1,31%	-2,96%	-0,44%
Korea Południowa*	0,21%	1,00%	0,47%
Australia*	-0,28%	0,14%	0,25%

\* dostępna 5-letnia historia

\*\* dane dla funduszy luksemburskich jako szacunek dla rynku europejskiego

Źródło: *Mind the Gap: Global Investor Returns Show the Costs of Bad Timing Around the World*, Morningstar, 30.05.2017 r., analiza własna.

<sup>15</sup> Jedną z czołowych firm zajmującą się m.in. analizą funduszy inwestycyjnych, ETF-ów, akcji spółek, patrz również: [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com).

Wyniki badań są dość jednoznaczne. Inwestorzy w wielu krajach świata mieli problem z odpowiednim „wyczuciem” rynku. Jednostki funduszy nabywane były po wzrostach, a sprzedawane na spadkach, co rzutowało na stopę zwrotu. Średnio, na poziomie kraju, w analizowanym okresie inwestorzy tracili na timingu 0,63% rocznie. Są jednak kraje, gdzie inwestorzy potrafili mieć nawet lepsze wyniki niż średnia funduszy za analizowany okres. Wyróżnia się tutaj szczególnie Korea Południowa oraz Australia. Przyczyny należy szukać w automatycznych planach oszczędzania, które są popularne w Australii (plany emerytalne bazujące na funduszach) oraz Korei. Inwestorzy co miesiąc zakupują jednostki funduszy bez względu na to, czy rynek rośnie, czy spada. Taka wymuszona dyscyplina okazała się bardzo skutecznym narzędziem poprawiającym stopę zwrotu. Gorzej na tle grupy porównawczej wyglądają wyniki inwestujących na rynkach wschodzących (z wyjątkiem Korei). Być może wynika to z większej zmienności kursów akcji oraz obligacji tych krajów, a co za tym idzie większej liczby okazji do nerwowych ruchów. Innym wytłumaczeniem może być mniejsze doświadczenie inwestorów na tych rynkach.

Wyniki badania przedstawione przez Morningstar potwierdzają wiele wyników wcześniej przeprowadzonych badań. Przykładowo, B.M. Barber i T. Odean analizując wyniki inwestycji gospodarstw domowych w USA na rynku akcji w latach 1991–1996, wyliczyli, że średnia stopa zwrotu inwestorów najbardziej aktywnych była gorsza o 5 p. proc. rocznie od średniej stopy zwrotu wszystkich gospodarstw domowych i aż o 7,1 p. proc. od gospodarstw domowych o najniższej rotacji portfela<sup>16</sup>. Ich konkluzją było stwierdzenie, że częsty handel jest niebezpieczny dla majątku inwestorów. Analiza wyizolowała także wpływ samego timingu, bez uwzględnienia kosztów, na wyniki. Inwestorzy, którzy handlowali najwięcej, tracili też najwięcej na timingu. Podczas gdy średnio timing zabierał z rocznej stopy zwrotu około 0,3 p. proc. w stosunku do benchmarku, to w przypadku najbardziej aktywnych inwestorów było to już około 1,8 p. proc. Średnia wartość 0,3 p. proc. gorszych wyników nie wydaje się znacząca. Należy jednak do tego dodać pochodną timingu, czyli koszty transakcyjne (oraz koszt spreadu) generowane przez próbę „wyczucia rynku”, które w tej analizie były najważniejszym czynnikiem obniżającym stopę zwrotu<sup>17</sup>.

W innym amerykańskim badaniu testowano sprawdzalność rekomendacji 237 biuletynów inwestycyjnych pod kątem timingu z lat 1980–1992 sporządzanych dla klientów indywidualnych. Rekomendacje polegały na posiadaniu w portfelu określonej części środków w gotówce oraz w akcjach. Firmy rekomendujące próbowały

<sup>16</sup> B.M. Barber, T. Odean, *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, „The Journal of Finance” 2000, vol. LV, no. 2.

<sup>17</sup> W przypadku funduszy inwestycyjnych koszty transakcyjne mogą być ograniczone poprzez konwersję w ramach parasola danego TFI.

przewidzieć, kiedy lepiej jest posiadać w portfelu więcej gotówki, a kiedy więcej akcji. Po przeanalizowaniu ponad 15 tys. rekomendacji okazało się, że zaledwie 25% biuletynów dodało wartość w postaci lepszej stopy zwrotu aniżeli strategia „kup i trzymaj”. Dodatkowo biuletyny cechowały się niską powtarzalnością trafnych prognoz timingowych oraz dużym rozrzutem stóp zwrotu strategii<sup>18</sup>.

Badania przeprowadzane na dłuższych przedziałach czasowych są nawet bardziej pesymistyczne. W latach 1984–2013 średnia roczna stopa zwrotu amerykańskiego indeksu akcji S&P500 wyniosła 11,1%. W tym samym czasie obligacje o ratingu inwestycyjnym USA odnotowały stopę zwrotu na poziomie 7,7% rocznie, a średnia roczna stopa zwrotu inwestorów inwestujących w fundusze akcji USA wyniosła 3,7%. Na funduszach obligacji udało im się zarobić natomiast jedynie 0,7% rocznie. Inwestorzy mieli nie tylko problem z pobiciem rynkowych stóp zwrotu (co jest niezmiernie trudne w dłuższym terminie), ale również odnotowali stopy zwrotu gorsze od funduszy, które posiadali w swoim portfelu<sup>19</sup>. Badania wyraźnie wskazują na słaby timing klientów funduszy inwestycyjnych.

Większość przytoczonych badań została przeprowadzona w USA, część z nich stosunkowo dawno. Czy jest możliwe, aby był to fenomen amerykański lub badania się zdezaktualizowały? Jest to mało prawdopodobne. Wydaje się, że w świecie, gdzie coraz większą część obrotu stanowią inwestorzy instytucjonalni, z coraz lepszym dostępem do informacji, uzbrojonych w superszybkie komputery oraz wspieranych przez rzeszę ambitnych, niezwykle inteligentnych ludzi, tym trudniej jest znaleźć nieefektywność rynku lub informacje, które nie są już zawarte w cenach aktywów. Timing może być zatem nawet trudniejszy niż kiedyś. Co do geografii, to rezultaty badania na całym świecie są podobne. Inwestorzy amerykańscy, z długą kulturą inwestowania i systemem emerytalnym opartym na rynku kapitałowym, powinni być nawet bardziej świadomi i wyedukowani. Dobre podsumowanie wyników badań w wielu krajach można znaleźć w *The Behavior of Individual Investors* B.M. Barbera i T. Odeana<sup>20</sup>. Badania wyraźnie pokazują, że timing w przypadku inwestorów indywidualnych po prostu nie działa.

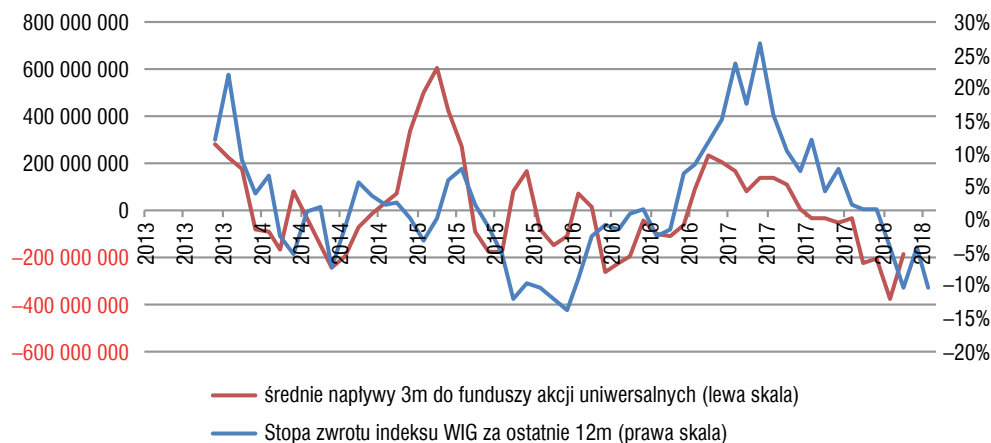
Czy Polska może w tym obszarze być wyjątkiem? Wydaje się, że nie. Rynek kapitałowy to jednak nadal stosunkowo nowe zjawisko dla polskiego inwestora. Analizując strukturę napływów do funduszy akcji polskich, wyraźnie można zauważyć kupno „na górkach” i sprzedaż „na dołkach” (rysunek 2).

<sup>18</sup> *Market Timing Ability and Volatility Implied in Investment Newsletters' Asset Allocation Recommendations*, NBER Working Paper #4890, wrzesień 1994.

<sup>19</sup> A.B. Chhabra, *The Aspirational Investor: Taming the Markets to Achieve Your Life's Goals*, HarperBusiness, 2015, s. 9–10.

<sup>20</sup> B.M. Barber, T. Odean, *The Behavior of Individual Investors*, Handbook of the Economics of Finance, Elsevier B.V., 2013, s. 1533–1565.



**Rysunek 2. Napływy netto do funduszy akcji polskich (uniwersalnych) vs stopa zwrotu indeksu WIG**

Źródło: IZFiA, analiza własna.

Korelacja jest wyraźna. W odpowiedzi na dobrą, roczną stopę zwrotu na rynku akcji następują napływy do funduszy. Kiedy stopy zwrotu są rozczarowujące, następuje odwrót od rynku akcji. Nasze badania pokazują, że istotna część inwestorów kupuje fundusze akcyjne podczas wzrostów, sprzedaje zaś po spadkach. Skutkuje to brakiem ekspozycji na ten rynek podczas dynamicznego odbicia, które z reguły po nim następuje.

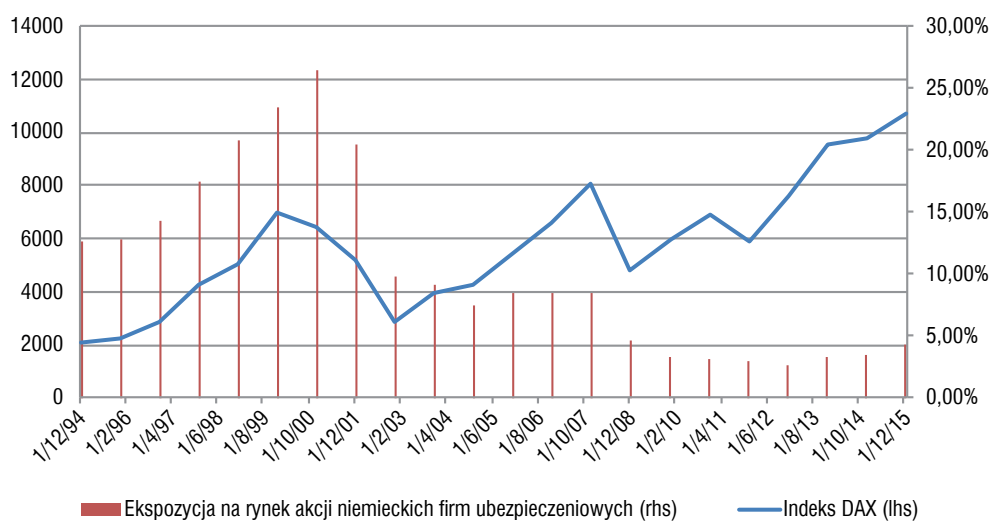
W tym miejscu warto przytoczyć informacje o najnowszych trendach. Obecnie w bardzo wielu dziedzinach życia mamy do czynienia z technologiami, takimi jak *big data*, sztuczna inteligencja czy uczenie się maszyn. Tego typu innowacje mogą również być używane przy próbach określenia nastrojów na rynku, trendów i co za tym idzie – próby przewidzenia reakcji inwestorów. Dość oczywistym jest wpływ decyzji politycznych na giełdy. Coraz częstszym sposobem komunikacji polityków ze społeczeństwem są media społecznościowe. Naukowcy próbują zmierzyć i wykorzystać narzędzia analizy treści internetowych do przewidywania reakcji rynku<sup>21</sup>. Techniki te okazują się zaskakująco skuteczne<sup>22</sup>, badania są coraz szersze i wydaje się, że coraz większą uwagę będziemy zwracać na tego typu badania. Przy tak szybko zmieniającej się rzeczywistości mediów społecznościowych trudno jest wyrokować o stałości

<sup>21</sup> J. Bollen, M. Mao, X. Zeng, *Twitter Mood Predicts the Stock Market*, „Journal of Computational Science” 2011, Vol. 2.

<sup>22</sup> M. Chen, M. Fan, T. Chen, R. Hsieh, *Modeling Public Mood and Emotion: Blog and News Sentiment and Politico-economic Phenomena, Politics and Technology in the Post-Truth Era*, Emerald Studies in Politics and Technology, Bingley 2019.

wyników w dłuższym okresie. Dodatkowo naszym zdaniem narzędzia te mogą być przydatne dla krótkoterminowej spekulacji i mało użyteczne z perspektywy długoterminowego zarządzania majątkiem.

**Rysunek 3. Ekspozycja niemieckich firm ubezpieczeniowych na rynek akcji**



Źródło: opracowanie własne na podstawie stooq.pl, StarCapital AG.

Timing nie sprawdza się w przypadku inwestorów indywidualnych. Co zatem z inwestorami instytucjonalnymi? Czy oni jako profesjonaliści potrafią wnieść wartość dodaną timingiem? Okazuje się, że i dla nich jest to trudne. W dłuższym okresie niewielu zarządzających jest w stanie dodać wartość timingiem. Badania potwierdzają tę tezę przynajmniej w przypadku funduszy otwartych<sup>23</sup>. Inne, szeroko zakrojone badania, przeprowadzono na funduszach multiassetowych<sup>24</sup> w USA, Wielkiej Brytanii oraz Kanadzie. Okresem badania były lata 2000–2012. Wyniki były jednoznaczne: bardzo niewielka grupa funduszy potrafiła dodać jakąkolwiek wartość timingiem rynkowym. Szczególnie trudne okazało się zwiększanie ekspozycji na rynek akcji w odpowiednich momentach. Przykładowo w USA zaledwie 1,7% funduszy potrafiło dodać wartość, zwiększając alokację w akcje w odpowiednim momencie. W Kanadzie wyglądało to podobnie. W Wielkiej Brytanii z kolei, żadnemu z objętych

<sup>23</sup> Citi Research, Global Equity Strategist, Passive Aggressive, na podstawie badań Morningstar, 23.03.2017.

<sup>24</sup> Fundusze inwestujące w kilka klas aktywów, zwyczajowo: akcje, obligacje i akcje. Proporcje między tymi klasami aktywów zazwyczaj nie są stałe i ulegają zmianie wraz z zapatrywaniem zarządzającego co do rozwoju sytuacji rynkowej.

analizą funduszy się to nie udało<sup>25</sup>. Innym przykładem może być udział akcji w portfelach niemieckich firm ubezpieczeniowych, który ma wyraźnie procykliczny charakter (rysunek 3). Udział akcji jest większy po wzrostach na rynkach i spada, kiedy rynki akcji odnotowały większe spadki. Tutaj również widać kupowanie „na górkach” i sprzedaż „na dołkach” lub przynajmniej brak rebalansingu portfela, kiedy jest to uzasadnione<sup>26</sup>.

#### 4. Przyczyny niepowodzenia w stosowaniu timingu rynkowego

Są trzy główne powody, dla których inwestor indywidualny nie powinien zaprzętać sobie głowy timingiem rynkowym:

1. Konstrukcja oraz sposób funkcjonowania ludzkiego mózgu sprawia, że jesteśmy niejako zaprogramowani na porażkę w obszarze timingu rynkowego (aspekt behawioralny).
2. Timing generuje koszty. Im większa aktywność, tym większe koszty.
3. Inwestorzy instytucjonalni posiadający potężne zasoby analityczne, ultraszybkie komputery, specjalistyczne oprogramowanie oraz dostęp do najwyższej klasy specjalistów generują 90–95% obrotu. Kiedy sprzedajemy lub kupujemy nasze inwestycje, po drugiej stronie znajduje się z reguły inwestor instytucjonalny. Z jakim prawdopodobieństwem jesteśmy w stanie, szczególnie w sposób regularny, podejmować lepsze decyzje od nich? Nawet dla inwestorów instytucjonalnych jest to zadanie niezwykle trudne<sup>27</sup>.

W kolejnej części artykułu rozwinięte zostaną wątki behawioralny oraz kosztowy.

##### 4.1. Aspekt psychologiczny

Wyniki inwestycyjne w jasny sposób wskazują, że dla większości próba timingu rynkowego się nie sprawdza. Koncentracja na szukaniu doskonałego miejsca do wejścia na rynek i wyjścia z niego może jedynie odwrócić naszą uwagę od kluczowych aspektów zarządzania finansami osobistymi, czyli dywersyfikacji, rozsądnego

<sup>25</sup> A. Clare, N. O'Sullivan, M. Sherman, S. Thomas, *Multi-asset Class Mutual Funds: Can They Time the Market? Evidence from the US, UK and Canada*, „International Business and Finance”, 2015, openaccess, city.ac.uk/id/eprint/17844/1/MULTI%20ASSET%20CLASS%20FUNDS.pdf.

<sup>26</sup> [www.starcapital.de/en/research/research-in-charts](http://www.starcapital.de/en/research/research-in-charts).

<sup>27</sup> C.D. Ellis, *Winning The Loser's Game: Timeless Strategies for Successful Investing*, McGraw-Hill, New York 2017, s. 25.

konstruowania naszego portfela inwestycyjnego oraz sukcesywnego zwiększania oszczędności. Pytaniem pozostaje więc, dlaczego wciąż tak wielu uczestników rynku usiłuje znaleźć idealny timing. Naszym zdaniem odpowiedź na to pytanie może przynieść dziedzina naukowa zwana ekonomią czy też ściślej finansami behawioralnymi.

Tradycyjne modele finansowe zakładają racjonalność uczestników rynków finansowych. Jednak jak pokazuje praktyka, jesteśmy podatni na wpływ bodźców (zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych) i w wielu wypadkach nasze decyzje inwestycyjne nie mają racjonalnego podłoża. W tej części artykułu przyjrzymy się głównie czynnikom behawioralnym, które w naturalny sposób mogą zachęcać nas do podejmowania nadmiernej aktywności na rynku finansowym.

Na pierwszy plan wysuwa się tak zwana **iluzja kontroli** – czyli tendencja do przeszacowania swojego wpływu na otaczającą nas rzeczywistość. Doskonałym przykładem iluzji kontroli jest zestawienie danych dotyczących preferowanego środka transportu oraz najbardziej bezpiecznego wśród nich. W świecie racjonalnym uczucie dyskomfortu przy odbywaniu podróży samolotem powinno być znacznie mniejsze od przejażdżki samochodem. Badania statystyczne pokazały, że procent osób ginących w katastrofach lotniczych jest znacznie mniejszy od wypadków drogowych. Warto jednak przeprowadzić prosty test i zapytać grupę wybranych znajomych, czy bezpieczniej się czują podczas jazdy autem, czy może podczas lotu samolotem? Większość odpowiedzi będzie zapewne skierowana w stronę ruchu drogowego. Natomiast jak rozszerzymy zakres pytania o przyczynę tego stanu, w większości wypadków usłyszymy odpowiedź, że w czasie jazdy autem ja jestem kierowcą i mam możliwość reakcji w neuralgicznych sytuacjach, natomiast podczas lotu zdani jesteśmy na umiejętności oraz doświadczenie pilota. Iluzja kontroli w pełnym wymiarze. Ten sam aspekt możemy odnaleźć na rynku finansowym – poczucie kontroli daje nam komfort do podejmowania ryzyka. Przecież jak coś pójdzie nie po naszej myśli, to szybko będziemy w stanie zareagować i zapobiec zbliżającej się „katastrofie”. W związku z tym, po co ściągać „nogę z gazu” (dywersyfikować portfel – dbać o nieprzekraczanie optymalnego poziomu ryzyka), skoro jesteśmy w stanie kontrolować sytuację i wchodzić, i wychodzić z rynku w optymalnych momentach.

Ten aspekt może być dodatkowo potęgowany przez tak zwany **efekt pewności wstecznej**, zwany również błędem *post factum*. Analizując wydarzenia przeszłe na rynku, mamy skłonność do upraszczania rzeczywistości i stwierdzenia, że to co się wydarzyło w przeszłości było łatwe do przewidzenia. Słynne sformułowanie „wiedziałem, że tak będzie” cieszy się popularnością wśród uczestników rynku finansowego – wszyscy są „mądrzy po fakcie”. Patrząc wstecz, łatwo dostrzec moment odwrócenia panującego trendu – znaleźć szczyt bańki spekulacyjnej czy też zidentyfikować „rynkowy dołek”. Rzeczywistość jest jednak zgoła odmienna, warto przypomnieć sobie

choć kryzys z 2007 r. Wielu uczestników rynku nie spodziewała się takiego przebiegu zdarzeń, wręcz przeciwnie – była zaślepiona panującym optymizmem. Bardzo dobrą ilustrację przedstawia książka lub film pt. *BIG Short*<sup>28</sup>, które powstały na podstawie tych wydarzeń. Jako przykład można wziąć pod lupę sprawozdanie zarządu jednego z większych banków w Europie, które ukazało się na kilka miesięcy przed wsparciem tej instytucji przez sektor publiczny. Słowa podkreślające optymizm były znacznie częściej używane od słów świadczących o nadchodzącej recesji i pojawiających się problemach. Z takiej perspektywy nadejście kryzysu z 2007 r. wcale nie było tak oczywiste (tabela 3).

**Tabela 3. Liczba pojawiających się sformowań w raporcie rocznym Royal Bank of Scotland z 2007 r.**

Negatywne sformułowania	Pozytywne sformułowania
<i>Dissapoint/disappointed</i> 0	<i>Good</i> 55
<i>Bad/Badly</i> 0	<i>Excellent</i> 12
<i>Poor</i> 0	<i>Success/successful</i> 35
<i>Weaker/weakening</i> 7	<i>Improvement</i> 23
<i>Slowdown</i> 6	<i>Strong/stronger/strongly</i> 78

Źródło: CFA Institute; Royal Bank of Scotland plc, *Annual Report and Accounts 2007*, SVM Analysis.

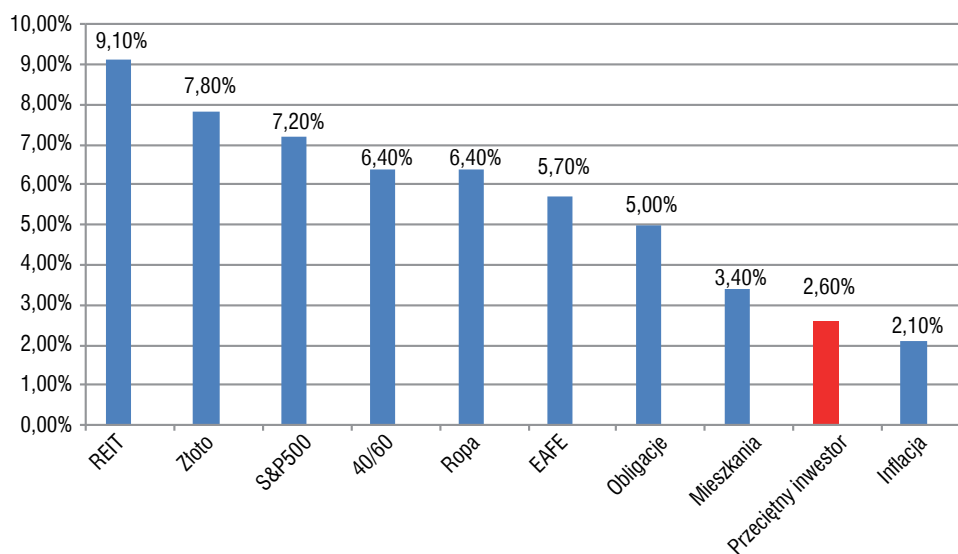
**Nadmierna pewność siebie** może również skłaniać do zbyt dużej aktywności rynkowej oraz podejmowania ryzyka wykraczającego poza nasz akceptowalny poziom. Błąd ten to nic innego jak tendencja do przeszacowania prawdopodobieństwa osiągnięcia sukcesu w danej dziedzinie. Jak pokazują badania, jest wiele przykładów takiego działania. Według jednej analizy prawdopodobieństwo przetrwania małej firmy na rynku amerykańskim przez minimum 5 lat wynosi 35%. Natomiast zadając pytanie, jak oceniają swoje szanse na sukces przedsiębiorcy, otrzymujemy zgoła odmienny wynik – 81% odpowiadających szacuje swoje szanse sukcesu na 7/10 lub więcej, co ciekawe aż 33% ankietowanych uznaje, że ryzyko porażki praktycznie nie istnieje<sup>29</sup>. W podobny sposób zbyt duża pewność siebie może dotyczyć inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Inwestorzy, podatni na ten czynnik, mogą charakteryzować się większą skłonnością do aktywnego handlu oraz zazwyczaj są skłonni do podejmowania nadmiernego ryzyka. W pełni wierzą w swoje umiejętności (poradzili sobie doskonale w prowadzeniu biznesu czy też rozwoju własnej kariery zawodowej), więc na rynku zdołają osiągnąć również rezultaty lepsze od

<sup>28</sup> M. Lewis, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, W.W. Norton & Company Inc., New York 2010.

<sup>29</sup> D. Kahneman, *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Warszawa 2012, s. 342.

średniej. Jak pokazuje praktyka, w większości wypadków jest to tylko myślenie życzeniowe. W raporcie JP Morgan *Guide to the Markets* możemy odnaleźć jedno z badań pokazujących, jak wygląda stopa zwrotu przeciętnego inwestora na tle stóp zwrotu z różnych klas aktywów, czy też zastosowania podejścia portfelowego (rysunek 4).

Rysunek 4. Roczne stopy zwrotu w latach 1998–2017 dla wybranych klas aktywów



Źródło: *Guide to the Markets*, JP Morgan, 1Q2018.

Trzy z wymienionych błędów behawioralnych wpływają w naturalny sposób na wzrost zainteresowania aktywnym handlem i podejmowaniem prób pobicia rynku. Należałoby jednak dodać do tego grona jeszcze jeden z podstawowych błędów inwestycyjnych, który zazwyczaj idzie w parze z próbami pobicia rynku. Mowa konkretnie o **efekcie dyspozycji**, czyli tendencji do sprzedaży akcji, które zyskały na wartości oraz zbyt długim przetrzymywaniu stratnych pozycji. Zależność ta została po raz pierwszy nazwana i opisana przez Harsha Shefrina oraz Meira Statmana w artykule z grudnia 1984 r. *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*. System podatkowy w USA, oferujący niższą stopę opodatkowania dla inwestorów długoterminowych, powinien skłaniać do odwrotnego działania, to znaczy, krótkoterminowej realizacji straty oraz przetrzymania zyskownych pozycji w długim terminie. Jak wykazały badania, taka zależność w praktyce jednak nie występuje<sup>30</sup>.

<sup>30</sup> H. Shefrin, M. Statman, *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, „The Journal of Finance” 1984, Vol. 40, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association, Dallas, December 28–30, 1984, s. 777–790.

Konsekwencje przetrzymywania strat mogą być bardzo dotkliwe dla portfela inwestycyjnego. Aby odrobić 10-procentową stratę, musimy zarobić 11%, natomiast żeby odrobić spadek o 50%, zysk na pozostawionym kapitale musi sięgnąć już 100% (tabela 4). Próby timingu rynkowego (bez odpowiedniego przygotowania) w wielu wypadkach mogą kończyć się takim właśnie scenariuszem.

**Tabela 4. Przykładowa symulacja dla portfela 1 mln PLN**

Spadek portfela (%)	Kapitał po spadku (PLN)	Wzrost potrzebny do odpracowania straty
10	900 000	11%
25	750 000	33%
50	500 000	100%
80	200 000	400%

Źródło: Opracowanie własne.

Dlaczego więc inwestorzy są skłonni do działania wbrew prawom matematyki? Jednym z wyjaśnień tej zależności jest **teoria perspektyw** opisana przez Daniela Kahnemana i Amosa Tversky'ego. Dowiedli oni, że radość z osiągniętego zysku o tej samej wartości jest zdecydowanie niższa od uczucia dyskomfortu spowodowanego przez realizację straty. Teoria perspektyw pokazuje, że skłonność i awersja do ryzyka zależą również od konkretnej sytuacji, w której się znajdujemy. Skłonność do ryzyka jest wykazywana w momencie przetrzymywania stratnej pozycji, natomiast awersję inwestorzy wykazują, gdy zysk już został osiągnięty. W efekcie mamy tendencję do przetrzymywania strat oraz przedwczesnego „ścinania” zysków.

Od strony psychologicznej realizacja zysku daje nam uczucie satysfakcji, w związku z tym chętnie sprzedajemy zyskowe pozycje, nie pozwalając im dalej zyskiwać. Doskonale zdają sobie sprawę z tego mechanizmu traderzy, których maksyma brzmi „pielęgnuj zyski, ucinaj straty”. W swoich planach inwestycyjnych uwzględniają powyższą zależność, chociażby przez zarządzanie wielkością pozycji oraz stosowanie zleceń typu *stop loss*. Niniejszy artykuł nie ma jednak na celu próby oceny skuteczności zdyscyplinowanych traderów działających według określonych procedur inwestycyjnych. Odpowiednie zarządzanie ryzykiem może pozwolić na uniknięcie wysokich strat, które ciężko będzie z czysto matematycznego punktu widzenia odpracować. Jednym ze sposobów zmniejszenia wpływu powyższego błędu behawioralnego jest minimalizacja poziomu potencjalnej straty przez stosowanie zasad dywersyfikacji oraz alokacji aktywów, które szerzej omówione będą w dalszej części artykułu.

## 4.2. Wpływ kosztów bezpośrednich oraz pośrednich

Nadmierny trading oraz stosowanie timingu wiążą się w naturalny sposób z większymi kosztami transakcyjnymi. Koszty te oczywiście mogą się różnić w zależności od wielkości obrotu, posiadanego wolumenu czy też polityki prowizyjnej danego pośrednika (domu maklerskiego, banku) oraz wykorzystywanych instrumentów (fundusze, instrumenty notowane na rynku regulowanym). Nabycie jednostek funduszy inwestycyjnych otwartych może się wiązać z ponoszeniem tak zwanej opłaty wejściowej. Jej wysokość jest uzależniona od danego dystrybutora, wielkości kwoty przeznaczonej do inwestycji oraz klasy aktywów, do której jest zaliczany dany fundusz. Przykładowo fundusze rynku pieniężnego nie mają zazwyczaj opłaty wejściowej, natomiast koszt przystąpienia do funduszy rynku akcyjnego może oscylować od 0% do 4%. Według raportu Komisji Europejskiej średnie koszty nabycia funduszy obligacyjnych w UE (za pośrednictwem instytucji bankowych) wynoszą 2,87%, natomiast funduszy akcyjnych – 3,65%<sup>31</sup>. Średnia ta obliczona była na podstawie mediany opłat z banków zlokalizowanych w 15 krajach UE. Dokonując operacji za pośrednictwem domów maklerskich, również ponosimy koszty transakcyjne, prowizje maklerskie na naszym rynku kształtują się w przedziale 0,13%–0,39%.

Łatwo możemy wyobrazić sobie, jak nadmierna aktywność wpływa na obniżenie naszej stopy zwrotu również za pomocą ponoszonych kosztów. Im częściej będziemy dokonywać transakcji rynkowych, tym więcej musimy zyskać na naszej aktywności, aby w ostatecznym rozrachunku było to dla nas opłacalne. Jak pokazuje praktyka, koszty transakcyjne stanowią jedynie wierzchołek góry lodowej. To znaczy, że oprócz kosztów bezpośrednich ponosimy dodatkowe tak zwane pośrednie koszty. Realizacja zysku wiąże się z koniecznością uiszczenia podatku od zysków kapitałowych, który w Polsce wynosi 19%. Utrzymanie zyskowej pozycji, może więc w naturalny sposób tworzyć tak zwaną tarczę podatkową. Aktywne podejście i ścięcie takiej pozycji wiąże się z koniecznością zapłacenia podatku. Pośrednim kosztem wyjścia z rynku i ponownego wejścia może być również prosta różnica w cenach. Przy wykorzystywaniu funduszy inwestycyjnych, należy zwrócić uwagę, że składając zlecenie kupna dziś, fizycznego zakupu dokonamy po cenie z zamknięcia dnia kolejnego (schemat D + 1). Badania natomiast pokazują, że jeżeli ominiemy 10 najlepszych sesji, nasza stopa zwrotu znacząco spada w porównaniu do strategii „kup i trzymaj” w danym horyzoncie inwestycyjnym. Analitycy firmy JP Morgan pokazali, że zanalizowana stopa zwrotu z indeksu S&P500 po wyłączeniu 10 najlepszych sesji,

<sup>31</sup> *Distribution Systems of Retail Investment Products Across the European Union*, European Commission, 2018, s. 50–51.



spada z 7,20% do 3,53% (badania prowadzone przez okres od 1 stycznia 1998 r. do 29 grudnia 2017 r.<sup>32</sup> – tabela 5). Oczywiście ominięcie największych spadków będzie wywierało korzystny wpływ na naszą stopę zwrotu. Jednak jak pokazuje praktyka, największe odpływy z funduszy akcyjnych mają miejsce po wystąpieniu przecen rynkowych. Emocjonalne zachowanie oraz strach przed dalszymi stratami skłania inwestorów do wzmożonej wyprzedaży po „fakcie”. Jak pokazały te same badania banku JP Morgan, 6 z 10 najlepszych sesji wystąpiły właśnie w ciągu dwóch tygodni od 10 najbardziej „krwawych” dni rynkowych.

Do kosztów pośrednich zaliczyć również musimy koszt poświęconego czasu. Ma to szczególne znaczenie dla klientów indywidualnych, których głównym zajęciem nie jest prowadzenie działalności rynkowej. Czas przeznaczony na analizę, śledzenie rynku oraz energia spożytkowana na podjęcie decyzji w alternatywny sposób mogłaby być ukierunkowana do zwiększenia stopy oszczędności (np. poprzez zwiększenie nakładu pracy w ich podstawowym obszarze działalności). Nie jest to jednak miara mierzalna i dla każdego przyjmuje inną wartość. Dlatego też jedynie wspominamy o tym pośrednim czynniku kosztowym, który w dużej mierze jest pomijany przez uczestników rynku finansowego.

**Tabela 5. Stopa zwrotu z wyłączeniem najlepszych sesji vs strategia „kup i trzymaj” (1998–2017)**

10 000 USD zainwestowane w indeks S&P500 (01.01.1998–31.12.2017)	Stopa zwrotu	Wartość portfela na koniec okresu
Przez cały okres inwestycji	7,20%	40 135
Z pominięciem 10 najlepszych sesji	3,53%	20 030
Z pominięciem 20 najlepszych sesji	1,15%	12 589
Z pominięciem 30 najlepszych sesji	–0,91%	8331
Z pominięciem 40 najlepszych sesji	–2,80%	5669
Z pominięciem 50 najlepszych sesji	–4,52%	3965
Z pominięciem 60 najlepszych sesji	–6,11%	2834

Źródło: *Guide to Retirement 2018*, JP Morgan.

## 5. Alternatywy dla timingu rynkowego

Jak starano się dowieść w poprzednich częściach, timing rynkowy jest wyjątkowo trudną sztuką i choć pozornie może wydawać się osiągalny – w praktyce udaje się to niewielu. Jednak w odczuciu klientów wealth managementu eksperci wiedzą,

<sup>32</sup> *Guide to Retirement 2018*, JP Morgan.

kiedy poszczególne rynki będą wzrastać, a kiedy zaczną spadać. Jeżeli trudno wymagać od ekspertów dobrego „wyczucia” rynku, to w czym mogą pomóc i do czego są potrzebni? W tej części pracy skupimy się na tych obszarach, które w naszej opinii, powinny być trzonem ekspertyzy i pomocy doradców inwestycyjnych.

### 5.1. Dywersyfikacja a alokacja

Oba pojęcia dywersyfikacji i alokacji są nierozzerwalnie związane, choć nie oznaczają tego samego. Dywersyfikacja ma za zadanie poprawić stosunek zysku do ryzyka w portfelu inwestycyjnym, zmniejszając ryzyko całości i nie zmniejszając potencjalnej stopy zwrotu. Alokacja aktywów, jak będziemy chcieli wykazać w dalszej części pracy, to fundamentalny, determinujący w znacznej mierze wyniki inwestycyjne, podział kapitału na poszczególne klasy aktywów. Portfel z jednej strony może być w znacznym stopniu zdywersyfikowany (np. 2000 tysięcy różnych walorów), ale jednocześnie mieć niedopasowaną, nieefektywną alokację (np. wszystkie instrumenty to akcje z sektora IT). Z drugiej strony poprawna i odpowiednia dla danego inwestora alokacja nie zawsze oznaczać będzie, że portfel jest dobrze zdywersyfikowany (np. duża koncentracja ryzyka specyficznego w poszczególnych klasach czy subklasach).

### 5.2. Po co dywersyfikować?

Obraz rynków finansowych przedstawiany przez niektórych „doradców” może prowadzić do podważenia sensu dywersyfikacji. Skoro jesteśmy w stanie z dużym prawdopodobieństwem określić, co wydarzy się w przyszłości (np. która klasa aktywów przyniesie największe zyski, kiedy rynek wejdzie w fazę silnej korekty), to po co rozpraszać ryzyko, a jednocześnie nie korzystać z tych cennych porad. W tym miejscu należy zadać sobie fundamentalne pytanie, które determinuje podejście do inwestowania. Czy jesteśmy w stanie przewidzieć przyszłość? Wydaje się, że jest to zadanie ekstremalnie trudne, nawet w przypadku mniej skomplikowanych systemów zależności niż rynek finansowy. Ilość zmiennych wpływających na wyceny jest tak ogromna, że przewidywanie – szczególnie krótkoterminowych ruchów – nie powinno się systematycznie udawać (a na pewno nie jest możliwe dla większości uczestników rynków finansowych). Tabela 6 pokazuje stopy zwrotu w kolejnych latach kalendarzowych z poszczególnych klas aktywów. Nawet szybka analiza tej graficznej prezentacji prowadzi do wniosku, że trudno doszukać się tu jakiegokolwiek regularności. To, co w danym okresie okazuje się najlepszą, a co najgorszą inwestycją jest bardzo trudne do przewidzenia. Wykreślając ze spektrum inwestycyjnego kilka klas aktywów, skazujemy się na gorsze wyniki w pewnych okresach.

Tabela 6. Stopy zwrotu z różnych klas i subklas aktywów w latach 2000–2017

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*
Commodities 31.8%	US Fixed Inc. 8.3%	Commodities 25.9%	MSCI EM 56.3%	REITS 32.0%	MSCI EM 34.5%	REITS 37.5%	MSCI EM 39.8%	US Treasuries 14.0%	MSCI EM 79.0%	Gold 29.2%	US Treasuries 9.8%	REITS 23.8%	S&P 500 32.4%	S&P 500 13.7%	S&P 500 1.4%	S&P 500 12.0%	MSCI EM 49.8%
US Treasuries 13.4%	US Treasuries 6.7%	Gold 25.6%	MSCI EAFE 39.2%	MSCI EM 26.0%	Commodities 21.4%	MSCI EM 32.6%	Gold 31.9%	US Fixed Inc. 4.5%	MSCI EAFE 32.5%	MSCI EM 19.2%	Gold 8.9%	MSCI EM 18.6%	MSCI World 27.4%	REITS 11.7%	US Treasuries 0.8%	Commodities 11.8%	MSCI EAFE 32.7%
US Fixed Inc. 11.7%	Cash 4.4%	US Treasuries 11.6%	MSCI World 33.8%	MSCI EAFE 20.7%	Gold 17.8%	MSCI EAFE 26.9%	Commodities 16.2%	Gold 4.3%	REITS 31.7%	Commodities 16.8%	US Fixed Inc. 7.8%	MSCI EAFE 17.9%	MSCI EAFE 23.3%	US Fixed Inc. 6.3%	US Fixed Inc. 0.6%	MSCI EM 11.2%	MSCI World 25.9%
REITS 8.5%	Gold -0.7%	US Fixed Inc. 10.3%	REITS 33.5%	MSCI World 15.2%	MSCI EAFE 14.0%	Gold 23.2%	MSCI EAFE 11.6%	Cash 2.1%	MSCI World 30.8%	REITS 15.9%	S&P 500 2.1%	MSCI World 16.5%	REITS 0.7%	US Treasuries 6.0%	Cash 0.1%	Gold 8.6%	S&P 500 22.0%
Cash 6.2%	MSCI EM -2.4%	Cash 1.8%	S&P 500 28.7%	S&P 500 10.9%	REITS 10.7%	MSCI World 20.7%	MSCI World 9.6%	Commodities -35.6%	S&P 500 26.5%	S&P 500 15.1%	Cash 0.1%	S&P 500 16.0%	Cash 0.1%	MSCI World 5.5%	MSCI EAFE -0.8%	MSCI World 7.5%	Gold 14.1%
Gold -5.4%	REITS -7.8%	REITS -2.4%	Commodities 23.9%	Commodities 9.1%	MSCI World 10.0%	S&P 500 15.6%	US Treasuries 9.1%	S&P 500 -37.0%	Gold 25.0%	MSCI World 12.3%	MSCI World -5.0%	Gold 8.3%	US Fixed Inc. -2.2%	Gold 0.1%	MSCI World -0.9%	US Fixed Inc. 2.6%	REITS 13.2%
S&P 500 -9.1%	S&P 500 -11.9%	MSCI EM -6.0%	Gold 19.9%	Gold 4.6%	S&P 500 4.9%	Cash 4.9%	US Fixed Inc. 7.0%	MSCI World -40.3%	Commodities 18.9%	MSCI EAFE 8.2%	REITS -9.4%	US Fixed Inc. 4.5%	MSCI EM -2.3%	Cash 0.0%	REITS -3.4%	REITS 1.3%	US Fixed Inc. 5.7%
MSCI World -12.9%	MSCI World -16.5%	MSCI EAFE -15.7%	US Fixed Inc. 4.1%	US Fixed Inc. 4.7%	Cash 3.1%	US Fixed Inc. 4.4%	S&P 500 5.5%	MSCI EAFE -43.1%	US Fixed Inc. 6.1%	US Fixed Inc. 6.8%	MSCI EAFE -11.7%	US Treasuries 2.2%	US Treasuries -3.3%	MSCI EM -1.8%	Gold -10.4%	US Treasuries 1.1%	US Treasuries 4.0%
MSCI EAFE -14.0%	Commodities -19.5%	MSCI World -19.5%	US Treasuries 2.3%	US Treasuries 3.5%	US Treasuries 2.6%	US Treasuries 3.1%	Cash 5.0%	REITS -50.2%	Cash 0.2%	US Treasuries 5.9%	Commodities -13.3%	Cash 0.1%	Commodities -9.5%	MSCI EAFE -4.5%	MSCI EM -14.9%	MSCI EAFE 1.0%	Cash 0.6%
MSCI EM -30.6%	MSCI EAFE -21.2%	S&P 500 -22.1%	Cash 1.1%	Cash 1.3%	US Fixed Inc. 2.6%	Commodities 2.1%	REITS -10.0%	MSCI EM -53.2%	US Treasuries -3.7%	Cash 0.1%	MSCI EM -18.2%	Commodities -1.1%	Gold -27.3%	Commodities -17.0%	Commodities -24.7%	Cash 0.3%	Commodities -13.7%

\* dane annualizowane

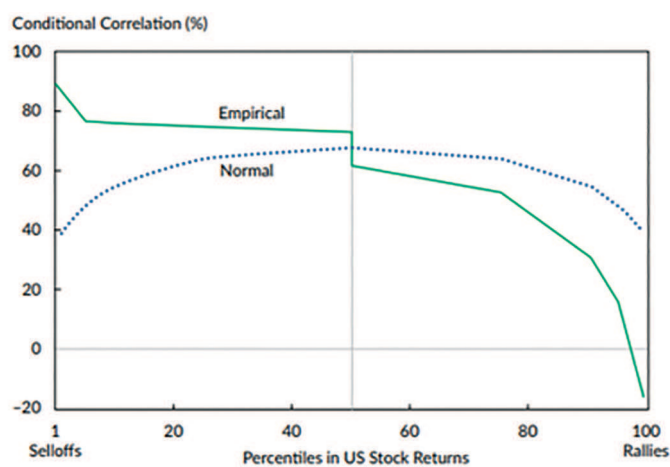
Źródło: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Bloomberg.

I tu pojawia się kolejna wątpliwość: czy to nie dziwne, że trudniej prognozować krótkoterminową zmienność niż długoterminowe trendy? Paradoksalnie w krótkim terminie mamy więcej zmiennych, na które zwracają uwagę uczestnicy rynku. Długi termin to domena podejścia fundamentalnego, które w dużym uproszczeniu polega na przeniesieniu trendów gospodarczych na konkretne inwestycje.

Pojęcie dywersyfikacji i obecność jej w nowoczesnych finansach zawdzięczamy Harremu Markovitzowi, który to w swoim artykule z 1952 r. udowodnił jak działa portfel, w którym dobieramy mało skorelowane ze sobą aktywa<sup>33</sup>.

W kontrze do tej teorii, popularną wśród inwestorów indywidualnych (ale również wśród profesjonalistów) jest opinia jakoby dywersyfikacja była domeną tych, którzy „nie wiedzą, w co inwestować”. Tutaj powraca znów pytanie o wiarę w przewidywanie przeszłości. Co ciekawe, ci sami krytycy dywersyfikacji często używają równie popularnego zwrotu: „ale oczywiście nie mamy szklanej kuli”, co samo w sobie jest przecież wątpliwością co do oceny przyszłości.

**Rysunek 5. Korelacja stóp zwrotu z akcji amerykańskich i stóp zwrotu z akcji z pozostałych rynków rozwiniętych**



Notes: US stocks are represented by the MSCI US Total Return Index, and non-US stocks are represented by the MSCI EAFE Total Return Index in local currency. Empirical conditional correlations were adjusted by the data-augmentation methodology.

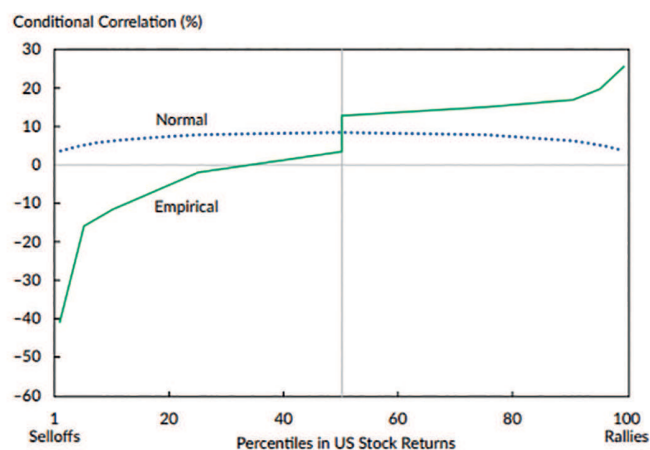
Źródło: S. Page, R.A. Panariello, *When Diversification Fails*, „Financial Analysts Journal” 2018, Vol. 74, nr 3, s. 21–28.

Dywersyfikacja faktycznie nie zawsze jest najskuteczniejszym narzędziem. W momentach euforii rynkowej, zdywersyfikowany portfel najprawdopodobniej

<sup>33</sup> H. Markovitz, *Portfolio Selection*, „The Journal of Finance” 1952, Vol. 7, No. 1.

poradzi sobie znacznie gorzej niż skoncentrowana alokacja w aktywa najryzykowniejsze. Swoje największe zalety portfel złożony z różnych elementów pokazuje w trakcie zwiększonej zmienności na rynkach. Tutaj wspomnieć należy o tendencji, która jest coraz bardziej widoczna w dzisiejszych czasach – a mianowicie o rosnącej korelacji stóp zwrotu z różnych klas aktywów w momentach stresu rynkowego. Właśnie w momentach, kiedy najbardziej potrzebujemy dywersyfikacji ona niestety zanika. Badania pokazują, że rzeczywiście taka tendencja ma miejsce, ale dotyczy raczej wzrostu korelacji w tej samej klasie aktywów, podczas gdy korelacja różnych klas aktywów, choć wzrasta, wciąż okazuje się w większości wypadków skuteczna (rysunki 5 i 6)<sup>34</sup>.

**Rysunek 6. Korelacja stóp zwrotu z akcji amerykańskich ze stopami zwrotu z obligacji skarbowych USA**



Notes: Monthly data. For Treasuries, we used the Barclays Capital Long U.S. Treasury Index. Results were similar for the Barclays U.S. Treasury Bond and the Barclays Capital Intermediate U.S. Treasury Indexes (not reported).

Źródło: S. Page, R.A. Panariello, *When Diversification Fails*, „Financial Analysts Journal” 2018, Vol. 74, nr 3, s. 21–28.

### 5.3. Po co nam alokacja?

Po dywersyfikacji kolejnym pojęciem w omawianym temacie jest alokacja. Postaramy się przedstawić jak kluczową rolę odgrywa w procesie budowy portfela inwestycyjnego. Badania przeprowadzone jeszcze pod koniec lat 90. XX wieku

<sup>34</sup> S. Page, R.A. Panariello, *When Diversification Fails*, „Financial Analysts Journal” 2018, Vol. 74, nr 3, s. 21–28.

pokazują, że około 90% wyniku z danego portfela inwestycyjnego zależy od jego alokacji<sup>35</sup>. W związku z tym nie sposób przecenić odpowiedniego określenia proporcji akcji, obligacji czy gotówki w portfelu. Kolejne badania sugerują jakoby zmienność wyniku portfela nie była aż w 90% wypadkową alokacji (przynajmniej w rozumieniu zakładającym 100-procentowe zaangażowanie aktywów w danym okresie)<sup>36</sup>, ale nie ma wątpliwości, że większość czasu inwestorzy, doradcy i analitycy powinni poświęcić alokacji w poszczególne klasy aktywów, a nie doborowi niewiele – w ostatecznym rozrachunku – znaczącymi różnicami pomiędzy poszczególnymi akcjami, czy funduszami.

W praktyce doradztwa inwestycyjnego, strategiczna alokacja portfela jest determinowana przez tzw. profil klienta. Doświadczenia w tym aspekcie są różne, ale zaryzykujemy tezę, że proste zaufanie wynikowi testu, który składa się z 30–50 pytań nie zawsze w pełni odpowiada temu, jaka alokacja byłaby w danym przypadku odpowiednia. Kluczowe w takim wypadku jest dogłębne zrozumienie potrzeb i oczekiwań klienta. Proces tworzenia tzw. *Investment Policy Statement*<sup>37</sup> jawi się w tym świetle jako najważniejsza część doradztwa inwestycyjnego. W związku z tym powinien być to proces rozłożony w czasie, przeprowadzony na podstawie przygotowanych danych. Niewątpliwie ważne jest w tym wypadku doświadczenie samego doradcy, który musi potrafić zadać konieczne pytania i jednocześnie pogłębiać je o dodatkowe elementy.

W wielu przypadkach deklarowana skłonność do ryzyka jest wprost efektem ostatnich doświadczeń inwestora z rynkiem. W szczytach hossy, po długim okresie wzrostów, ta deklarowana skłonność jest w oczywisty sposób zawyżona. W związku z tym tak ważna jest rola przedstawiciela firmy inwestycyjnej w procesie, który powinien doprecyzować nastawienie klienta i upewnić się, że odpowiedzi nie są zaburzone ostatnimi wydarzeniami na rynkach finansowych.

#### 5.4. Jak i co dywersyfikować?

Mówiąc o dywersyfikacji, mamy na myśli dobór do portfela różnych (najlepiej mało skorelowanych ze sobą) aktywów. Na najbardziej ogólnym poziomie mówimy oczywiście o „rozłożeniu jajek” pomiędzy koszyki z napisami akcje, obligacje, gotówka. To podstawowa forma dywersyfikacji. Złożoność, wielowarstwowość tego pojęcia

<sup>35</sup> G.P. Brinson, L.R. Hood, G.L. Beebower, *Determinants of Portfolio Performance*, „Financial Analysts Journal” 1986, Vol. 42, nr 4, s. 136.

<sup>36</sup> R.G. Ibbotson, *The Importance of Asset Allocation*, „Financial Analysts Journal” 2010, Vol. 66, No. 2, s. 19.

<sup>37</sup> *Investment Policy Statement* – dokument sporządzany przez menedżera portfela i klienta, określający główne wytyczne dla menedżera; dokument zawiera główne cele inwestycyjne, podejście do ryzyka, czy np. potrzeby zachowania płynności portfela.

możemy odnosić do wielu aspektów portfela inwestycyjnego, takich jak: w portfelu akcyjnym pożądana jest oczywiście dywersyfikacja segmentów rynku akcji (spółki duże, średnie, małe), powinniśmy dobierać akcje z różnych regionów świata, skuteczną jest dywersyfikacja stylów inwestycyjnych itd. Literatura przedmiotu pełna jest tego typu klasyfikacji. To, na co my chcielibyśmy zwrócić uwagę, to rozpraszanie ryzyka poprzez dywersyfikację nie tylko w procesie doboru elementów portfela. Oprócz pytania, co kupować do portfela, pojawia się też wiele innych, istotnych w tym procesie, wątpliwości.

### **W jakiej walucie powinniśmy gromadzić majątek?**

Dywersyfikacja walutowa jest naszym zdaniem coraz bardziej pożądana przez klientów usług bankowych, szczególnie bankowości prywatnej. Nie chodzi tu o samą spekulację na wartości poszczególnych par walutowych. Oczywiście i naturalną odpowiedzią na pytanie, w jakiej walucie powinno się inwestować jest ta, w której inwestor zarabia i ta, którą wydaje. Klienci posiadający znaczne aktywa coraz częściej mają kłopot z tak postawionym pytaniem. Z jednej strony to kwestia globalizacji i powszechnej międzynarodowej wymiany handlowej. Z drugiej strony koncentracja majątku, szczególnie w gospodarce rozwijającej się, jedynie w walucie lokalnej może wiązać się z dużym ryzykiem utraty jej wartości, a w skrajnych przypadkach z ograniczeniem mobilności tak zakumulowanego kapitału. Dywersyfikacja walutowa nabiera coraz większego znaczenia szczególnie w momentach zawirowań politycznych. W obecnych czasach, kiedy mamy do czynienia z dużymi różnicami w stopach procentowych, kwestie zabezpieczenia walutowego i opłacalności inwestycji pod różnymi reżimami monetarnymi nabierają jeszcze większego znaczenia.

### **Komu powierzamy zarządzanie naszym majątkiem?**

Tutaj poruszamy jeden z najważniejszych aspektów inwestowania, a więc czynnik ludzki. Wydaje się sensowne dywersyfikowanie zarządzających, którym powierzamy kapitał. Mamy tu na myśli zarówno zarządzających w rozumieniu instytucji, jak i konkretnych osób. Nikt nie ma wątpliwości, że ludzie popełniają błędy. Najlepszy zespół zarządzających może popełnić poważny błąd przy fundamentalnych założeniach. Posiadanie inwestycji, nawet w różnych klasach aktywów, w różnych walutach, ale pod opieką tego samego zespołu może skutkować negatywnie na całość naszego kapitału. Warto rozproszyć kapitał wśród kilku firm inwestycyjnych, a czasami nawet alokację w jedną subclassę aktywów podzielić na kilku zarządzających mających różne podejście do inwestowania.

### **W którym momencie dokonujemy alokacji, a w którym decydujemy o wyjściu z danej inwestycji?**

Dywersyfikacja czasu, w którym wchodzimy i wychodzimy z rynku zdecydowanie zmniejsza ryzyko złego timingu. Jak już wcześniej zaznaczyliśmy, timing nie jest zajęciem, którym naszym zdaniem inwestor prywatny powinien się zajmować. Rozkładając na dłuższy okres budowanie pozycji, unikamy koncentracji w złym momencie rynkowym. Po raz kolejny rozpraszamy ryzyko i zdecydowanie zmniejszamy prawdopodobieństwo alokacji w niedogodnym momencie rynkowym. Strategia uśredniania zostanie szerzej omówiona w dalszej części artykułu.

### **Inwestowanie pasywne czy aktywne?**

Ogromna popularność ETF i skrajnie niskie koszty takich rozwiązań sprawiają, że coraz częściej inwestorzy zadają sobie pytanie, czy warto płacić więcej za aktywne podejście do inwestycji, czy jednak powierzać środki zarządzającym aktywnie. Obecna popularność rozwiązań pasywnych może w trendzie wzrostowym powodować zwiększenie dynamiki tego trendu, kiedy to największe spółki są najchętniej kupowane, przez co ich udział w indeksie znów się zwiększa itd. W momencie przesilenia rynkowego i spadków, do końca jeszcze nie wiemy, jak pasywne strategie będą radziły sobie z ewentualną koniecznością umarzania jednostek. W takim wypadku może aktywne zarządzanie będzie w stanie zadziałać antycyklicznie i uzyskać ponadprzeciętną stopę zwrotu. Nie chcąc podejmować ryzyka, znów najlepiej zdywersyfikować portfel w kolejnym już wymiarze, a mianowicie typu nabywanych funduszy.

Zapewne moglibyśmy mnożyć kolejne warstwy, style i poziomy dywersyfikacji. Praktycznie każdy element ryzyka jesteśmy w stanie, przynajmniej częściowo, rozproszyć. Główną rolę w tym procesie znów powinien odegrać doradca inwestora, którego zadaniem byłoby wyselekcjonować ryzyko, na które klient może być najbardziej narażony i próbować zmniejszyć jego wpływ na całość portfela inwestycyjnego.

## **5.5. Czy można przesadzić z dywersyfikacją?**

Kolejnym aspektem dywersyfikacji i związanej z nią alokacji aktywów jest problem zbyt dużego rozproszenia inwestycji. Każdy dodatkowy element portfela zwiększa nam koszty jego funkcjonowania. Liczba zmiennych, które jako doradca czy inwestor musimy kontrolować wraz z dywersyfikacją wzrasta, co może powodować mniejszą przejrzystość funkcjonowania portfela i kłopot z interpretacją jego zachowania. W praktyce wealth managementu w dość prosty sposób możemy zastosować bardzo szeroką dywersyfikację. Fundusze inwestycyjne (czy to pasywnie, czy aktywnie



zarządzane) często są w stanie reprezentować w portfelu bardzo szerokie spektrum inwestycyjne. O tak, fundusz mający za benchmark globalny rynek akcji sam w sobie jest zdywersyfikowaną ekspozycją na instrumenty udziałowe. W taki sposób niewielkim kosztem nawet niewielkie portfele mogą być dobrze dywersyfikowane.

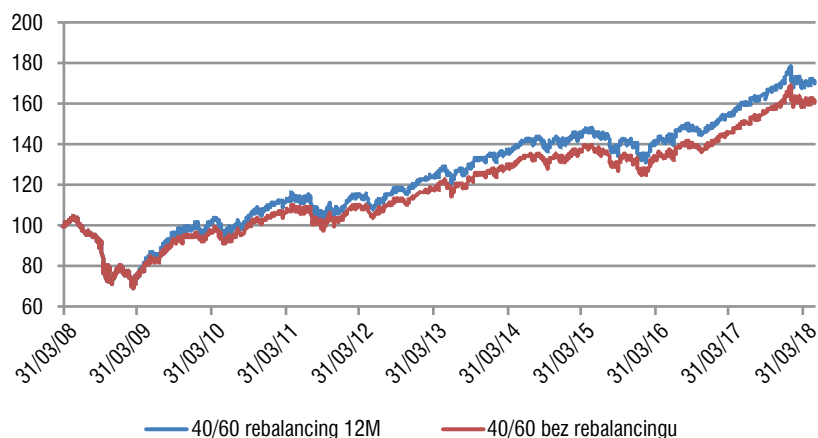
## 5.6. Zamiast timingu – rebalancing

Przez rebalancing rozumiemy przywracanie oryginalnych proporcji portfela. Po wyznaczeniu odpowiedniej kompozycji obligacji oraz akcji, regularnie (np. kwartalnie, półrocznie lub rocznie) przywracamy oryginalny podział między te dwie klasy aktywów (można też to robić na poziomie subklas w bardziej zdywersyfikowanych portfelach). Stopy zwrotu z części akcyjnej i obligacyjnej z reguły się różnią. Powoduje to odchylenie od docelowej alokacji aktywów. Kiedy rynek akcji jest silny, część akcyjna procentowo rozrasta się w portfelu. Z kolei podczas spadków procentowy udział akcji w portfelu maleje. Regularne przywracanie zakładanych proporcji sprawia, że zachowujemy dyscyplinę co do charakterystyki stopy zwrotu i ryzyka naszego portfela. Działa też antycyklicznie. Kiedy rynki akcji rosną – jesteśmy zmuszeni sprzedać część portfela akcyjnego i doważyć na powrót obligacje. Kiedy rynek akcyjny znajduje się w fazie spadków, należy kupić akcje tak, aby na powrót stanowiły ustaloną część portfela. Mówiąc w pewnym uproszczeniu – kupujemy, kiedy jest tanio i sprzedajemy, kiedy jest drogo. Rebalancing jest podstawowym narzędziem zarządzania portfelem inwestorów instytucjonalnych i powinien być równie szeroko wykorzystywany przez inwestorów indywidualnych. Im bardziej zautomatyzowany i zdyscyplinowany proces, tym lepiej.

Dla przedstawienia zasady działania posłużmy się wcześniejszym przykładem portfela zbudowanego w 40% z obligacji US o ratingu inwestycyjnym oraz 60% z globalnego portfela akcji (rysunek 7).

Portfel, gdzie wykonywany był rebalancing, odnotował w analizowanym okresie stopę zwrotu rzędu 70,7%. Portfel, gdzie początkowo zbudowany portfel nie podlegał rebalancingowi, odnotował stopę zwrotu na poziomie 61,3%. Dodatkowo, po dotkliwych spadkach wartości portfela w 2008–2009, dzięki rebalancingowi portfel wrócił do wartości początkowej (100%) już na początku stycznia 2010 r. Portfel pozostawiony bez zmian pozwolił „wyjść na zero” dopiero pod koniec września tego samego roku. Rebalancing wymusił kupno akcji po fali spadków związanych z upadkiem banku Lehman Brothers. Udział akcji zmalał przed dniem rebalancingu do 46%. Należało zatem doważyć akcje do poziomu docelowego 60%, sprzedając część portfela obligacji. Rebalancing wykorzystuje spadki do doważenia akcji, a duże wzrosty do przejścia w stronę obligacji.

Rysunek 7. Wpływ rebalancingu na stopę zwrotu z portfela



Źródło: iShares.com, analiza własna.

Podany przykład nie uwzględnia kosztów. Pytanie, czy z uwzględnieniem kosztów zwykła strategia „kup i trzymaj” nie byłaby bardziej skuteczna. Naszym zdaniem jest to mało prawdopodobne. Rotacji ulega stosunkowo niewielka część portfela. W najbardziej ekstremalnym przypadku powyższej analizy było to około 14% portfela, co wynikało z dramatycznej zmiany kompozycji portfela po wyprzedazy z lat 2008–2009. Z reguły rebalancing wymagał realokacji kilku procent portfela. Wszystko zależy też od rodzaju instrumentów wykorzystywanych przy budowie portfela (fundusze inwestycyjne, ETF-y, bezpośredni zakup akcji i obligacji) i kosztów, jakie wiążą się z ich kupnem/sprzedazą. Koszty mogą też częściowo być neutralizowane przez korzyści podatkowe wynikające z zamykania jednocześnie pozycji z zyskiem i stratą.

Jak często wykonywać rebalancing? W przypadku inwestora indywidualnego raz w roku powinno wystarczyć, ale nic nie stoi na przeszkodzie, żeby wykonywać go raz na pół roku, czy nawet raz na miesiąc. Wiele instytucji stosuje codzienny rebalancing. Wbrew pozorom nie generuje to nazbyt wysokich kosztów, gdyż przy tak krótkim horyzoncie odchylenia od docelowej alokacji z reguły są niewielkie<sup>38</sup>. Dodatkowo można wprowadzić zasadę, że każde odchylenie założymy 5 p. proc. od docelowej alokacji będzie skutkowało rebalancingiem. Pozwoli to wykorzystać większą korektę lub wzrosty na rynku do powrotu do docelowej alokacji. Zmienia też to w pewnym sensie mentalność inwestora, pozwalając spojrzeć na korektę jak na okazję do wykonania rebalancingu. Brak rebalancingu powoduje, że nasz portfel dryfuje od

<sup>38</sup> D.F. Swensen, *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment*, Free Press, New York 2009, s. 69–72.

docelowej alokacji. W przypadku silnej hossy część akcyjna może zdecydowanie zdominować obligacyjną i kiedy przyjdzie nieunikniona korekta, spadek wartości portfela będzie znaczący.

## 5.7. Zamiast timingu – uśrednianie

Dywersyfikacja, alokacja oraz rebalancing to podstawowe metody zarządzania portfelem. Jeżeli jednak nie ma pewności co do momentu wejścia na rynek, czuliśmy się niekomfortowo, inwestując od razu znaczącą kwotę, można uciec się do uśredniania. Uśrednianie wartości inwestycji jest bardzo prostą strategią polegającą na zakupie inwestycji na daną kwotę w najlepiej z góry określonych datach. Może to polegać np. na zakupie globalnego portfela akcji (poprzez fundusz/e, ETF-a/y, portfel akcji) na daną kwotę raz w roku, przykładowo na koniec marca. Kluczem do sukcesu strategii jest konsekwencja. Wyznaczając z góry termin zakupów, inwestycje będą dokonywane zarówno wtedy, kiedy rynki akcyjne będą rosły, jak i kiedy będą spadały. Timing w przypadku uśredniania schodzi na dalszy plan. Ben Carlson w książce *Wealth of Common Sense* powołuje się na badania przeprowadzone przez słynnego zarządzającego Petera Lyncha oraz Fidelity na rynku amerykańskim. W latach 1965–1995 kupując co roku akcje amerykańskich spółek w najlepszym z punktu widzenia inwestora dniu roku (najniższa wartość indeksu), można było uzyskać stopę zwrotu rzędu 11,7%. Kupując w najgorszym dniu roku (najwyższa wartość indeksu), stopa zwrotu spadała do 10,6%. Inwestując na początku pełną kwotę, stopa zwrotu wyniosłaby 11%<sup>39</sup>. Jakkolwiek 1,1 p. proc. czy 0,7 p. proc. z perspektywy 30 lat robi różnicę w całkowitej stopie zwrotu, to badanie pokazuje, że timing przy regularnym inwestowaniu praktycznie traci na znaczeniu. W praktyce czasami inwestycje dokonywane będą bliżej „górkę” w danym roku, czasami bliżej „dołka”.

Na przykładzie analizowanych wcześniej danych, inwestując równą kwotę co roku (na koniec marca) w rynek akcji, stopa zwrotu ważona aktywami (uwzględniająca różne momenty zakupu inwestycji) wzrosła z 5,66% rocznie dla strategii „kup i trzymaj” do 6,87%. Był to jednak bardzo dobry moment do inwestowania w ten właśnie sposób. Z jednej strony początkowa inwestycja przed upadkiem Lehmann Brothers była niska w porównaniu do inwestycji pełnej puli środków. Pozwoliło to uniknąć dotkliwych strat na początku. Z drugiej stworzyła znakomity grunt pod kolejne zakupy przy niskich poziomach indeksów akcji.

Uśrednianie można realizować na kilka sposobów. Może to przyjąć formę inwestycji co rok (lub pół roku czy kwartał) w zdywersyfikowany, najlepiej globalny

<sup>39</sup> B. Carlson, *Wealth of Common Sense*, John Wiley & Sons, New Jersey 2015, s. 66.

portfel akcji. Dobrym wehikułem do wykorzystania takiego rozwiązania jest np. IKE i IKZE, gdzie występują roczne limity inwestycji. Można też dochodzić do docelowej struktury portfela przez okres kilku lat, sukcesywnie dokupując portfel akcji, czy inną wybraną alokację portfela (np. 50% akcji/50% obligacji). Można też zacząć od większego udziału bezpiecznych instrumentów (gotówki oraz obligacji skarbowych) i sukcesywnie przenosić tę część portfela w kierunku akcji, starając się ewentualnie wykorzystać znaczące korekty do większego zbliżenia się do docelowej alokacji.

Należy pamiętać, że strategia uśredniania najlepiej sprawdza się w dłuższym terminie. W krótszym horyzoncie nie zawsze musi zadziałać. Na wzrostowym rynku uśrednianie nie pozwoli na złapanie pełnego zakresu hossy, a bessa „złapie” nas w dużej mierze już zainwestowanych. W dłuższym terminie skutecznie wygładza stopę zwrotu i znacząco redukuje losowość momentu wejścia na rynek, co pokazuje m.in. przytoczone wcześniej badanie.

## 6. Dlaczego timing u przeciętnego inwestora nie działa, skoro udaje się on traderom?

Można by przytoczyć argument, że timing jest jednak możliwy do zastosowania. Udaje się on przecież traderom. Ich stopa zwrotu pochodzi praktycznie wyłącznie z timingu. Muszą określić, czy cena danego instrumentu wzrośnie lub spadnie i zająć odpowiednią pozycję, która pozwoli im zarobić na realizacji tego scenariusza. Tutaj trzeba postawić pytanie, czy strategie traderskie są możliwe do wykorzystania przez inwestorów indywidualnych?

Na początku zaznaczyć należy, że tylko bardzo niewielka grupa traderów jest w stanie regularnie zarabiać na rynku w dłuższym okresie. To zastrzeżenie odnosi się do profesjonalnych traderów. Odsetek inwestorów indywidualnych, którzy odnieśli sukces w tradingu jest znacznie niższy. Często zdarza się, że trader kończy swoją karierę po kilku latach, czy to z wypalenia zawodowego, zmiany planów życiowych, czy – co jest przypadkiem najczęstszym – przestaje zarabiać na rynku pieniądze. Dodatkowo traderzy mają do dyspozycji wyszukane narzędzia analityczne, sztaby analityków, dostęp do rynków, strategii oraz infrastruktury niedostępnych dla przeciętnego inwestora. Przechodzą też specjalistyczne, wielomiesięczne szkolenia zanim będą mieli możliwość zarządzania większymi pozycjami (część kandydatów odpada już na tym etapie). To co wyróżnia traderów to (z reguły) również dźwignia finansowa. Zarządzają oni wysoce zlewarowanymi inwestycjami, aby nadrobić stosunkowo małe fluktuacje cen instrumentów finansowych w krótkim horyzoncie inwestycyjnym. Kluczem do sukcesu jest żelazna dyscyplina w zarządzaniu ryzykiem i konsekwencja

stosowanych strategii. Powyższe sprawia, że nie są to strategie łatwe w replikacji przez indywidualnego inwestora. Inaczej przedstawia się też kwestia stosunku zysku do ryzyka. Profesjonalny trader ryzykuje kapitałem firmy, dla której pracuje. Stosunek zysku do ryzyka jest niesymetryczny. Ruch rynkowy zgodny z założeniami oznacza zysk, również w formie wynagrodzenia, dla profesjonalnego tradera. Strata zaś to ujemne przepływy jedynie dla instytucji go zatrudniającej. Klient indywidualny nie ma takiego komfortu. Ryzykuje własnymi środkami. W przypadku porażki cały ciężar straty spada na jego barki.

Nie wydaje się nawet, aby próby replikacji strategii, na których jest w stanie zarabiać bardzo niewielka część inwestorów miały jakikolwiek sens. Należy zwrócić uwagę, że dla niezliczonych uczestników rynku inwestowanie wynika z faktu osiągnięcia regularnych nadwyżek finansowych wypracowanych w swoim zawodzie bądź w firmie. Dla takich osób obecność na rynku kapitałowym jest dodatkiem, a nie pracą jak w przypadku profesjonalnego tradera (gdzie również potrzebny jest czas i zaangażowanie). Zarządzanie majątkiem, którego częścią są inwestycje, ma na celu wykorzystanie faktu istnienia premii za ryzyko na rynkach finansowych. W dłuższym terminie zdywersyfikowany, globalny portfel akcji z bardzo dużym prawdopodobieństwem da lepszą realną stopę zwrotu niż rynek obligacji. Z kolei rynek obligacji będzie miał lepszą realną stopę zwrotu niż rynki pieniężne (bony skarbowe, depozyty). Chodzi o to, aby z jak największym prawdopodobieństwem osiągnąć zakładane przez inwestora cele, a nie poszukiwać skomplikowanych, mało zrozumiałych strategii, które dadzą stopy zwrotu znacznie powyżej stóp zwrotu rynku akcji. Z reguły takie poszukiwania, prędzej czy później, kończą się dla inwestorów dotkliwymi stratami.

Jeżeli już jednak inwestor czuje nieodpartą potrzebę agresywnych inwestycji, day tradingu, potencjalnie z dźwignią, powinien rozważyć wyznaczenie nieobciążającej znacząco majątku kwoty, którą przeznaczy na ten cel. Inwestor musi mieć świadomość, że istnieje możliwość poniesienia dotkliwych strat lub nawet utraty całości zainwestowanego kapitału. Ważnym też jest skrupulatna księgowość inwestycji tak, aby mieć pełen obraz kosztów oraz stóp zwrotu związanych z tymi inwestycjami.

Chcielibyśmy jeszcze raz wyraźnie zaznaczyć, że zarządzanie majątkiem jest procesem długofalowym. Przedstawiając to obrazowo: zarządzanie majątkiem, którego częścią są inwestycje to maraton, a nie sprint. Czasami, nawet przez lata, stopy zwrotu z rynku mogą być rozczarowujące. Od czasu do czasu spodziewać się należy dużej zmienności oraz dużych spadków. Są to rzeczy nie do uniknięcia. Należy to zaakceptować i tak jak maratończyk, nigdy nie tracić z oczu naszego celu, często oddalonego od nas o wiele lat. Nieważne, czy dotyczy to zabezpieczenia emerytalnego, edukacji dla dzieci, pozostawienia majątku dla przyszłych pokoleń czy na cele charytatywne. Jak zostało już wspomniane, długoterminowe stopy zwrotu są łatwiejsze

do prognozowania niż krótkoterminowe i nigdy o tym nie możemy zapominać. Nie należy dać się „ponieść” emocjom i biec sprintem tylko dlatego, że inni tak robią (np. przesadzić z udziałem akcji, szczególnie wtedy, kiedy wszyscy kupują). Nie możemy też zejść z trasy, bo akurat wieje przeciwny wiatr i pada deszcz (zamknąć inwestycje po dużej korekcie rynkowej). Odpowiednia strategia, dyscyplina i zarządzanie ryzykiem to podstawa długofalowego sukcesu w inwestycjach.

## Podsumowanie

Naszym zdaniem oczekiwania klientów oraz ich doradców są bardzo często nakierowane na timing rynkowy. Jest to – jak staraliśmy się udowodnić – bezcelowe. Prawdopodobieństwo odniesienia sukcesu jest minimalne. Co gorsza rozczarowanie, które prędzej czy później nastąpi, może zrazić inwestorów do inwestycji, których często bardzo potrzebują w kontekście np. zabezpieczenia standardu życia na emeryturze. Wybieranie „najlepszych” rynków, wchodzenie i wychodzenie z inwestycji we „właściwym” momencie z pewnością jest bardziej ekscytujące niż podejście bazujące na alokacji, dywersyfikacji i rebalancingu. To drugie jest jednak zdecydowanie bardziej skuteczne w kontekście osiągnięcia celów klienta w dłuższym okresie.

Uważamy, że doradztwo inwestycyjne polega w równej mierze na budowie odpowiedniego dla klienta portfela, jak i edukacji, prowadzenia klienta przez dynamiczny, ciągle zmieniający się świat rynków finansowych. Z czasem nawet to drugie wybija się na pierwszy plan. Dobry doradca jest nie tylko specjalistą od rynków finansowych, ale również pedagogiem oraz psychologiem. Taka zmiana w podejściu do klienta jest naszym zdaniem dużym wyzwaniem, przed którym stoi polski rynek.

## THE RATIONALITY OF MARKET TIMING IN MANAGING INDIVIDUAL CLIENTS' ASSETS

### Abstract

Despite the vast literature on timing and an active approach to investment, it appears that there are no publications presenting the perspective of professionals responsible for managing wealthy clients' assets. Most of the research and experience focus on the field of the portfolio theory or institutional approach, which cannot be directly transferred to the area of study described above. In the authors' opinion, there are too many harmful

myths that get into the minds of client advisors and clients themselves. The extremely difficult art of actively changing allocations can only be harmful when applied to clients' portfolio in the long-term approach. The main obstacles here are the limited possibilities of such actions as well as a number of behavioural errors. Modifying and managing such activities appears to be the most important task for a professional managing clients' property. The article presents simple but also, as confirmed in the research, the most effective methods to replace timing, and simultaneously protect against the negative effects of behavioural errors.

**Keywords:** market timing, behavioural errors, private banking, allocation, diversification, rebalancing, averaging

## Bibliografia

1. Antoons W., *Market Timing: Opportunities and Risks*, Brandes Institute Research Paper No. 2016-06, 2017.
2. Barber B.M., Odean T., *The Behavior of Individual Investors*, Handbook of the Economics of Finance, Elsevier B.V., 2013.
3. Barber B.M., Odean T., *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, „The Journal of Finance” 2000, vol. LV, no. 2.
4. *Behavioral Finance, Individual Investors, and Institutional Investors*, CFA Institute, Wiley, 2014.
5. Bernstein W., *The Four Pillars of Investing*, McGraw-Hill Education, 2010.
6. Bollen J., Mao M., Zeng X., *Twitter Mood Predicts the Stock Market*, „Journal of Computational Science” 2011, Vol. 2.
7. Brinson G.P., Hood L.R., Beebower G.L., *Determinants of Portfolio Performance*, „Financial Analysts Journal” 1986, Vol. 42, nr 4.
8. Carlson B., *Wealth of Common Sense*, John Wiley & Sons, New Jersey 2015.
9. Chen M., Fan M., Chen T., Hsieh R., *Modeling Public Mood and Emotion: Blog and News Sentiment and Politico-economic Phenomena, Politics and Technology in the Post-Truth Era*, Emerald Publishing Limited, Bingley 2019.
10. Chhabra A.B., *The Aspirational Investor: Taming the Markets to Achieve Your Life's Goals*, HarperCollins Publishers, New York 2015.
11. Citi Research, Global Equity Strategist, Passive Aggressive, 23.03.2017 r.
12. Clare A., O'Sullivan N., Sherman M., Thomas S., *Multi-asset class mutual funds: Can they time the market? Evidence from the US, UK and Canada*, International Business and Finance, 2015.
13. Damodaran A., *Investment Fables: Exposing the Myths of “Can't Miss” Investment Strategies*, FT Press, 2004.

14. *Distribution Systems of Retail Investment Products Across the European Union*, European Commission, 2018.
15. Ellis C.D., *Winning The Loser's Game: Timeless Strategies for Successful Investing*, McGraw-Hill, New York, 2017.
16. Estrada J., *Black Swans and Market Timing: How Not to Generate Alpha*, IESE Business School Paper, 2007.
17. Gibson R.C., *Asset Allocation: Balancing Financial Risk*, McGraw-Hill Education, 2013.
18. *Guide to Retirement*, JP Morgan, 2018.
19. *Guide to the Markets*, JP Morgan, 2018.
20. Ibbotson R.G., *The Importance of Asset Allocation*, „Financial Analysts Journal” 2010, Vol. 66, No. 2.
21. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 256.
22. Kahneman D., *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Warszawa 2012.
23. Lewis M., *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*, W.W. Norton & Company Inc., New York 2010.
24. *Market Timing Ability and Volatility Implied in Investment Newsletters' Asset Allocation Recommendations*, NBER Working Paper, wrzesień 1994 r.
25. Markovitz H., *Portfolio Selection*, „The Journal of Finance” 1952, Vol. 7, No. 1.
26. *Mind the Gap: Global Investor Returns Show the Costs of Bad Timing Around the World*, Morningstar, 30.05.2017 r.
27. Page S., Panariello R.A., *When Diversification Fails*, „Financial Analysts Journal” 2018, Vol. 74, nr 3.
28. Reilly F.K., Brown K.C., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 434–435.
29. Shefrin H., Statman M., *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, „The Journal of Finance” 1984, Vol. 40, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association, Dallas, December 28–30, 1984.
30. Swensen D.F., *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment*, Free Press, New York 2009.
31. Swensen D.F., *Unconventional Success. A Fundamental Approach to Personal Investment*, Free Press, New York 2005.
32. Thaler R., *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, W.W. Norton & Company Inc, USA, 2015.
33. Zakamulin V., *Market Timing with Moving Averages: The Anatomy and Performance of Trading Rules*, Palgrave Macmillan, 2017.



### **Źródła internetowe**

1. [www.bossafund.pl](http://www.bossafund.pl).
2. [www.ishares.com](http://www.ishares.com).
3. [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl).
4. [www.pro-trading.pl](http://www.pro-trading.pl).
5. [www.starcapital.de](http://www.starcapital.de).
6. [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl).

