

## Najważniejsza rzecz to... Unikanie pułapek

*Inwestor bardzo niewiele rzeczy musi robić poprawnie, pod warunkiem że unika dużych błędów.*

Warren Buffett

**W** swojej książce prezentuję przekonanie, że unikanie strat jest ważniejsze od dążenia do realizowania tak zwanych złotych strzałów, czyli niesamowicie zyskownych inwestycji. Takie sukcesy można osiągać tylko raz na jakiś czas, w dodatku porażki, które będą się zdarzać w trakcie prób ich osiągnięcia, często są wyniszczające. Podejście polegające na unikaniu strat jest łatwiejsze w realizacji i bardziej niezawodne. A nawet jeśli w przypadku jego stosowania starania, by osiągnąć zysk, okażą się nieskuteczne, to negatywne tego konsekwencje będą znacznie łatwiejsze do zniesienia. Spadki wartości portfela wystawionego na duże ryzyko sprawiają, że w trudnych okresach inwestor może stracić wiarę w sens dotychczasowej strategii i wyprzedzić się po niskich cenach. Natomiast portfel stworzony zbyt zachowawczo osiąga na rosnącym rynku wyniki zauważalnie słabsze od większości, przy czym chciałbym zaznaczyć, że od rezultatów gorszych niż benchmark nikt jeszcze nie zbankrutował.

Aby uniknąć strat, musimy zrozumieć pułapki, które je powodują, a następnie nauczyć się owe pułapki omijać. W tym rozdziale podkreślam pewne kluczowe kwestie omówione we wcześniejszych częściach książki, w nadziei, że zebranie ich w jednym miejscu pomoże inwestorom stać się bardziej wyczulonymi na identyfikowanie potencjalnych zagrożeń. Punktem wyjścia jest uświadomienie sobie, że istnieje wiele rodzajów pułapek, a fundamentalne znaczenie ma wiedza, jak je rozpoznawać.

Błędy popełniane przez inwestorów mają głównie podłoże analityczne/intelektualne lub psychologiczne/emocjonalne. Pierwszy rodzaj błędów łatwo wskazać: zbieramy zbyt mało informacji na określony temat albo posiadane dane okazują się nieprawidłowe. Może też się zdarzyć, że stosujemy niewłaściwe metody analityczne, robimy błędy w obliczeniach lub nie wykonujemy działań, które wykonać powinniśmy. Istnieje tak dużo przykładów tego rodzaju błędów, że nie sposób wymienić wszystkich. Poza tym w niniejszej książce koncentruję się raczej na odpowiednim podejściu do inwestowania i na aspektach psychologicznych niż na samych procesach analitycznych.

Jedynym rodzajem błędu analitycznego, który chciałbym szerzej omówić, jest błąd nazywany przeze mnie „porażką wyobraźni”. Mam tu na myśli albo niemożność wyobrażenia sobie całego zakresu potencjalnych scenariuszy rozwoju sytuacji, albo niepełne zrozumienie konsekwencji wystąpienia rezultatów najbardziej skrajnych. Temat ten przedstawię szczegółowo w dalszej części rozdziału.

Wiele błędów o podłożu psychologicznym lub emocjonalnym zostało opisanych w poprzednich rozdziałach. Są to chciwość i strach, brak sceptycyzmu, ego i zazdrość, pęd ku wysokim stopom zwrotu przez podejmowanie nadmiernego ryzyka oraz tendencja do przeceniania swoich umiejętności w prognozowaniu wydarzeń. Skłonności te przyczyniają się do powstawania baniek spekulacyjnych i krachów, podczas których większość inwestorów robi coś dokładnie odwrotnego, niż powinna.

Inną ważną pułapkę – głównie o podłożu psychologicznym, ale wystarczająco ważną, by zasłużyć na własną kategorię – stanowi brak umiejętności rozpoznawania cykli i obsesji rynkowych, jak również niezdolność działania w kontrze do zachowań stadnych. Skrajne fazy cykli nie pojawiają się zbyt często, dlatego nie są pospolitym źródłem błędów, lecz jeśli występują, to prowadzą do naprawdę poważnych problemów. Psychologia tłumu potężnie wpływa na nasze postępowanie, a możliwość

przeciwstawienia się jej oddziaływaniu jest w inwestowaniu kluczowa. Element ten został zresztą już przeze mnie dosyć dokładnie omówiony.



„Porażka wyobraźni” – nieumiejętność określenia pełnego zakresu możliwych scenariuszy rozwoju sytuacji – jest szczególnie interesująca i ujawnia się na wiele różnych sposobów.

Jak powiedziałem wcześniej, inwestowanie polega na radzeniu sobie z przyszłością. W celu osiągnięcia zysku inwestorzy muszą wyrobić sobie własną opinię na temat tego, co się wydarzy w krótszym bądź dłuższym horyzoncie czasowym. Najczęściej ludzie mają ograniczony wybór w tym zakresie i przyjmują, że przyszłość będzie odzwierciedleniem przeszłości. Dlatego też stosunkowo rzadko słyszy się, żeby ktoś mówił: „Średni wskaźnik ceny do zysku amerykańskich akcji w ciągu ostatnich piętnastu lat wynosi 15, więc przewiduję, że w nadchodzących latach znacznie on spadnie i będzie wynosił 10 (lub wzrośnie i będzie wynosił 20)”.

Większość inwestorów po prostu ekstrapoluje przeszłość – w szczególności tę niedaleką. Dlaczego niedaleką? Po pierwsze, wiele najistotniejszych zjawisk finansowych przebiega w długich cyklach, co oznacza, że ci, którzy byli świadkami skrajnych zdarzeń w przeszłości, często zdążą już przejść na emeryturę lub po prostu odejdą z tego świata, zanim one ponownie wystąpią. Po drugie, jak stwierdził John Kenneth Galbraith, pamięć finansowa ma skłonność do bycia niezwykle krótką. Wreszcie po trzecie, wszelkie przejawy pamięci z reguły bywają skutecznie wymazywane przez obietnicę łatwych pieniędzy, która jest nierozzerwalnym elementem ostatniej fazy każdej mody inwestycyjnej.

Przez większość czasu przyszłość rzeczywiście nie odstaje od przeszłości, więc ekstrapolacja nie czyni żadnej szkody. Ale w głównych punktach zwrotnych, kiedy przyszłość przestaje dawać się opisać przez przeszłość, ekstrapolacja zawodzi i ludzie tracą duże sumy albo ich po prostu nie zarabiają.

Dlatego ważne jest, aby pamiętać o trafnej obserwacji Bruce’a Newberga dotyczącej istotnej różnicy pomiędzy prawdopodobieństwem wystąpienia danego wyniku a rzeczywistym wynikiem. Zdarzenia, które nie powinny mieć miejsca, od czasu do czasu dochodzą do skutku i musimy być tego świadomi. Rezultaty w krótkiej perspektywie czasowej mogą odbiegać od długoterminowych rezultatów wynikających z prawdopodobieństwa,

a ponadto występowanie mało prawdopodobnych rezultatów może się kumulować. Przykładowo wyrzucenie kostką dwóch szóstek z rzędu powinno następować raz na 36 prób, ale równie dobrze może wypaść pięć szóstek z rzędu lub nie wypaść żadna przez kolejnych 175 rzutów. Nie zmienia to jednak faktu, że w długim przedziale czasu będą się one pojawiać dokładnie tak często, jak wynika z oczekiwań opartych na matematyce.

Bazowanie na przekonaniu, że coś „powinno się wydarzyć”, może przyczynić się do zguby inwestora w sytuacji, kiedy dane wydarzenie nie dojdzie do skutku. Nawet jeśli potrafisz określić rozkład prawdopodobieństwa, nie możesz zakładać, że coś, co cechuje się wysokim prawdopodobieństwem, z całą pewnością zaistnieje w rzeczywistości. Sukces twoich działań inwestycyjnych nie powinien mocno zależeć od założenia, iż w przyszłości wystąpią tylko wyniki najbardziej prawdopodobne. Zamiast tego należy być przygotowanym na rezultaty odbiegające od średnich.

Dokonując inwestycji, inwestorzy oczekują, że przyszłość rozwinie się zgodnie z ich analizami, skoncentrowanymi na najbardziej prawdopodobnych scenariuszach. Błędem jest jednak pomijanie pozostałych możliwych opcji, a tym samym zwiększanie ryzyka i wykorzystywanie dźwigni finansowej do takiego stopnia, przy którym scenariusz inny niż zakładany powoduje znaczną krzywdę finansową. Większość niepowodzeń podczas ostatniego kryzysu kredytowego wzięła się właśnie stąd, że nastąpiło coś, czego niewielu się spodziewało.

Kryzys finansowy zapanował przede wszystkim z powodu niespotykanych wcześniej wydarzeń oraz wykorzystania wysoko lewarowanych instrumentów, które nie miały szans ich przetrwać. Przykładowo instrumenty pochodne oparte na kredytach hipotecznych były projektowane i oceniane przy założeniu, że nie może dojść do spadku cen nieruchomości w skali całego kraju o tak znacznym zasięgu, z jakim ostatecznie mieliśmy do czynienia, ponieważ nigdy wcześniej podobnego zjawiska nie odnotowano (albo przynajmniej nie w erze, od kiedy prowadzi się tego typu statystyki). Mimo to byliśmy świadkami jednego z największych w historii spadków cen nieruchomości i instrumenty skonstruowane na założeniu, że taki scenariusz nie ma prawa zaistnieć, zostały zdziesiątkowane.

Na marginesie warto wspomnieć, że założenie, jakoby coś nie mogło się wydarzyć, już samo w sobie zawiera potencjał sprawczy, by jednak się wydarzyło. Dzieje się tak, gdyż ludzie, którzy wierzą, że coś nie może

się spełnić, angażują się w zbyt ryzykowne przedsięwzięcia i w ten sposób doprowadzają do zmiany środowiska inwestycyjnego. Dwadzieścia lub więcej lat temu termin „kredyt hipoteczny” nierozwalnie wiązał się ze słowem „ostrożność”. Nabywcy domów musieli posiadać wkład własny rzędu od 20% do 30% wartości nieruchomości, wysokość comiesięcznych rat była ograniczona do 25% miesięcznego dochodu, nieruchomości wyceniano zachowawczo, a dochód i sytuacja finansowa pożyczkobiorcy musiały być dobrze udokumentowane. Kiedy jednak w ostatniej dekadzie wzrósł apetyt na instrumenty skonstruowane z użyciem długu hipotecznego – między innymi dlatego, że kredyty hipoteczne uważano za absolutnie bezpieczne i niezawodne – wiele z tych rozsądnych reguł wyrzucono do śmieci. Z perspektywy czasu konsekwencje nie powinny być zatem dla nikogo niespodzianką.

Powyższe rozważania prowadzą z powrotem do dylematu, który musimy rozwiązać. Jak dużo czasu i kapitału powinien poświęcić inwestor, aby ochronić się przed wystąpieniem mało prawdopodobnej katastrofy? Owszem, można się zabezpieczyć przed każdą skrajnością, na przykład przed deflacją czy hiperinflacją, ale takie działania są kosztowne, co z kolei znacznie zmniejsza osiąganą stopę zwrotu, kiedy okazuje się, że tego rodzaju zabezpieczenia nie były potrzebne (jak zdarza się najczęściej). Można stworzyć portfel, który sprawowałby się dobrze na wypadek powtórki z roku 2008, wtedy jednak należałoby trzymać w nim głównie bony skarbowe, gotówkę i złoto. Czy jest to dobra, uniwersalna strategia? Zapewne nie. Generalna zasada mówi, że należy unikać pułapek, ale w działaniach zachowawczych musi istnieć jakaś granica. Dla każdego inwestora granica ta przebiega w innym miejscu.

Jest jeszcze jeden istotny aspekt „porażki wyobraźni”. Każdy wie, że poszczególne aktywa charakteryzują się określonym ryzykiem i określoną stopą zwrotu. Natomiast niewielu ludzi rozumie korelacje między różnymi klasami aktywów, czyli jak jedna klasa aktywów reaguje na zmianę cen w drugiej klasie. Zrozumienie znaczenia korelacji, a tym samym ograniczeń dywersyfikacji, stanowi główny aspekt kontroli ryzyka i zarządzania portfelem. Umiejętności w tym zakresie stosunkowo trudno zdobyć. Niepowodzenie w prawidłowym oszacowaniu stopnia korelacji aktywów w obrębie zarządzanego portfela należy do podstawowych błędów inwestycyjnych.

Inwestorzy często nie są świadomi powiązań oddziałujących na ich portfele. Owszem, większość zdaje sobie sprawę, że jeśli akcje jednego

producenta samochodowego spadają, to wspólne dla wszystkich producentów negatywne czynniki, które do tego doprowadziły, prawdopodobnie wywołają przecenę również w przypadku innych spółek motoryzacyjnych. Mniej inwestorów rozumie jednak połączenia mogące doprowadzić do przeceny na wszystkich notowanych spółkach w Stanach Zjednoczonych, na wszystkich spółkach w krajach wysoko rozwiniętych, spółkach z całego świata czy nawet całego rynku akcji i obligacji razem wziętych.

A zatem „porażka wyobraźni” w pierwszej kolejności polega na nieumiejętności przewidzenia możliwych do zaistnienia ekstremalnych wydarzeń i ich skutków. Podczas ostatniego kryzysu kredytowego niektórzy sceptycy mogli podejrzewać, że duża liczba hipotek typu subprime nie zostanie spłacona, ale już bardzo niewielu zdawało sobie sprawę, że konsekwencje rozprzestrzenia się daleko poza rynek kredytów hipotecznych. Niewielu przewidywało załamanie na rynku instrumentów opartych na długu hipotecznym, a jeszcze mniej, że w rezultacie ogromne straty poniosą papiery komercyjne przedsiębiorstw (krótkoterminowe papiery dłużne) oraz fundusze rynku pieniężnego. Mało kto mógł też przypuszczać, że Lehman Brothers, Bear Stearns i Merrill Lynch przestaną funkcjonować jako niezależne firmy albo że General Motors i Chrysler, zagrożone bankrutem, będą potrzebować dofinansowania.



Aspekty psychologiczne należą do najbardziej interesujących źródeł błędów w inwestowaniu. Potrafią one w dużym stopniu wpływać na wyceny papierów wartościowych. Kiedy emocje sprawiają, że pewni inwestorzy przyjmują skrajną opinię na temat danych aktywów, która nie jest równoważona przez działania innych inwestorów, ceny zaczynają gwałtownie wzrastać lub spadać, co z kolei prowadzi do pojawienia się bańki lub krachu.

W jaki negatywny sposób czynniki psychologiczne oddziałują na inwestorów?

- sprawiają, że inwestorzy ulegają zachowaniom stadnym,
- sprawiają, że inwestorzy nieświadomie uczestniczą w rynkach, których funkcjonowanie zostało zaburzone przez stadne zachowania innych,

- sprawiają, że inwestorzy nie potrafią wykorzystywać sytuacji wynikających ze stadnych zachowań.

Czy wymienione podpunkty nie sprowadzają się w rzeczywistości do tego samego? Nie wydaje mi się. Przeanalizujmy każdy z nich w kontekście jednej z najbardziej podstępnych sił psychologicznych – chciwości.

Kiedy inwestorzy stają się zbyt chciwi, ceny papierów wartościowych wykazują tendencję do nadmiernego wzrostu, co z kolei sprawia, że potencjalne stopy zwrotu spadają, a ryzyko rośnie. W takich sytuacjach w powietrzu wisi zagrożenie stratami dla inwestora lub... powstanie okazji inwestycyjnej.

Pierwszy z wymienionych wyżej skutków ulegania negatywnym czynnikom psychologicznym wiąże się z przesadną chciwością i angażowaniem zbyt dużej ilości kapitału w inwestycje. Jeśli pragnienie zysku powoduje, że kupujesz po zawyżonej cenie w nadziei, że będzie ona rosła dalej, narażasz się na rozczarowanie. Kupno akcji powyżej jej wartości wewnętrznej i wyjście z takiej inwestycji na plusie wymaga sporej dawki szczęścia, ponieważ przewartościowane aktywa muszą wzrosnąć jeszcze bardziej. W odniesieniu do takich aktywów prawdopodobieństwo przemawia raczej na rzecz spadków niż wzrostów.

Drugi z podpunktów dotyczy czegoś, co moglibyśmy określić mianem błędu nieświadomości. Nie wykazując przejawów chciwości, możesz brać udział w bańce inwestycyjnej i nie wiedzieć o tym. Przykładowo jeśli jakieś fundusze emerytalne regularnie i pasywnie nabywają akcje, stosując podejście indeksowe i windując tym samym ceny, nieświadomie uczestniczysz w rynku, który wzrasta w wyniku nierozsądnego kupowania przez innych, co niesie jednak poważne konsekwencje dla ciebie.

Niemniej każdy negatywny wpływ psychologii na zachowanie inwestorów i każdy rodzaj złe wycenianego rynku stwarzają możliwości wykorzystania pułapki zamiast stania się jej ofiarą. Dlatego trzeci rodzaj błędu polega nie na robieniu niewłaściwych rzeczy, ale raczej na nieumiejętności robienia tych właściwych. Przeciętni inwestorzy są szczęśliwi, jeśli potrafią uniknąć czyhających na nich pułapek, jednak ci lepsi szukają sposobów ich wykorzystania na swoją korzyść. Większość uczestników rynku próbuje powstrzymać się przed kupnem, a być może realizować zyski z wcześniej otwartych inwestycji, kiedy chciwość winduje ceny aktywów znacznie powyżej ich wartości wewnętrznej. Najlepsi inwestorzy potrafią jednak w tym czasie sprzedawać krótko i zarabiać na spadkach

cen. Trzeci rodzaj błędu – nieumiejętność otwarcia pozycji krótkich na przesadnie drogich rynkach – to błąd zaniedbania, przy czym większość inwestorów prawdopodobnie jest skłonna z nim żyć.

---

Do pułapek dających się przypisać psychologii należy również gotowość inwestorów do przyjmowania pozornie racjonalnych wyjaśnień dla wszelkich nowości, co stanowi główną przyczynę powstawania baniek lub krachów i zazwyczaj wynika z przekonania, iż tym razem będzie inaczej. Zjawisko to szczególnie często występuje na rynkach wzrostowych. Wówczas z powodu braku odpowiedniej dawki sceptycyzmu inwestorzy zakładają, że:

- jakiś nowy wynalazek bądź rozwiązanie inwestycyjne zrewolucjonizuje świat,
- schematy, które działały w przeszłości (na przykład wyże i niże cyklu koniunkturalnego), przestały już obowiązywać,
- zmianom uległy reguły wcześniej stosowane na rynku (na przykład dotyczące oceny wiarygodności kredytowej firm),
- tradycyjne metody wyceny aktywów stały się nieadekwatne do obecnych czasów (na przykład wskaźnik ceny do zysku dla akcji, różnica w oprocentowaniu poszczególnych obligacji czy wskaźnik rentowności dla rynku nieruchomości).

Z uwagi na cykliczność zjawisk w gospodarce (zob. rozdział 9) powyższe błędy na ogół popełniane są jednocześnie, kiedy inwestorzy stają się zbyt łatwowierni i pozbywają się niezbędnej dozy sceptycyzmu.

Zawsze istnieje racjonalne – czasem lekko wymyślne – wyjaśnienie, dlaczego nowy wynalazek, ósmy cud świata, miałby działać. Jednak ci, którzy tak twierdzą, najczęściej zapominają wspomnieć, że (a) nowe zjawisko byłoby historycznym odstępstwem od reguł, (b) przyszłość musiałaby rozwinąć się zgodnie z jednym, ściśle określonym scenariuszem, (c) choć wystąpienie alternatywnych scenariuszy również jest prawdopodobne, (d) przy czym niektóre z nich prowadzą do katastrofalnych skutków.

---



Pierwszym, decydującym krokiem w unikaniu pułapek jest uważne ich wypatrywanie. Połączenie zachłanności z optymizmem często prowadzi inwestorów do wykorzystywania strategii mających generować rzekomo wysokie stopy zwrotu bez ryzyka, do płacenia wygórowanych cen za modne papiery wartościowe i do zbyt długiego trzymania drogo zakupionych akcji w nadziei, że w przyszłości ich ceny będą jeszcze wyższe. Spóźniona, dokonana *post factum* analiza przeważnie jednak wykazuje, że większość inwestorów uległa złudzeniom, czyli miała nierealistyczne oczekiwania i zignorowała ryzyko. Rozpoznawanie pułapek poprzez ich bolesne doświadczenie to ostateczność. Inwestor powinien starać się rozpoznać je z wyprzedzeniem. Aby lepiej zilustrować tę kwestię, sięgnę po przykład ostatniego kryzysu kredytowego.

Rynek przypomina szkołę, w której codziennie odbywają się lekcje. Kluczem do sukcesu inwestycyjnego są regularne uczestniczenie w zajęciach oraz uważna obserwacja i wyciąganie odpowiednich wniosków. W grudniu 2007 roku, kiedy problem kredytów subprime przybrał już poważną skalę i możliwość jego rozlania się na inne rynki była oczywista, zacząłem przedstawiać lekcje, które należy wyciągnąć z tej przykrej historii. Po jakimś czasie zdałem sobie jednak sprawę, że moje wnioski nie dotyczą wyłącznie najnowszego kryzysu, ale stanowią uniwersalną, ponadczasową wartość. Mimo że o wielu aspektach wspominałem już wcześniej, myślę, że zestawienie wszystkiego w jednym miejscu może okazać się pomocne.

Czego uczyliśmy się dzięki kryzysowi lub czego nauczyć się powinniśmy:

- *Zbyt duża dostępność kapitału sprawia, że pieniądze płyną do niewłaściwych miejsc.* Kiedy na rynku mamy niedobór kapitału, inwestorzy podejmują decyzje o jego alokacji w sposób cierpliwy i zdyscyplinowany. Ale jeśli zbyt dużo kapitału goni za zbyt małą liczbą możliwości jego ulokowania, uczestnicy rynku wchodzą w inwestycje, które na to nie zasługują.
- *Kiedy kapitał trafia tam, gdzie nie powinien, zaczynają się dziać złe rzeczy.* W czasach ograniczonej dostępności kapitału wiarygodni pożyczkobiorcy są odprawiani z kwitkiem, natomiast kiedy pieniądze są niemal wszędzie, pożyczkobiorcom, którzy na to nie zasługują, oferuje się kapitał na srebrnej tacy. Nieuchronny tego efekt stanowią defraudacje, bankructwa i straty.

- *Kiedy panuje nadmierna podaż kapitału, inwestorzy rywalizują o inwestycje, godząc się na niższe zwroty i podwyższone ryzyko.* Gdy ludzie chcą coś kupić, ich działania przyjmują formę aukcji, na której wciąż podnosi się stawkę. Jeśli się nad tym zastanowić, podwyższenie ceny w licytacji za dane dobro oznacza zgodę, że za określoną kwotę dostanie się mniej towaru. Licytacja o kapitał to nic innego jak licytacja, kto zażąda mniejszych stóp zwrotu w stosunku do ryzyka, które jest w stanie ponieść.
- *Powszechne ignorowanie ryzyka prowadzi do powstania olbrzymiego ryzyka.* „Nic nie może pójść źle”. „Żadna cena nie jest zbyt wysoka”. „Ktoś zawsze zapłaci mi za to więcej”. „Jeśli szybko nie dokonam zakupu, ktoś inny mnie wyprzedzi”. Takie stwierdzenia jednoznacznie świadczą o tym, że w danym momencie ryzyko jest bagatelizowane. W fazie cyklu poprzedzającej kryzys kredytowy inwestorzy wierzyli, że kupują lepsze firmy lub zdobywają finansowanie na lepszych niż kiedyś warunkach i dzięki temu mogą w większym stopniu wspierać swoje inwestycje dźwignią finansową. Takie myślenie sprawiło jednak, że ignorowali ryzyko wystąpienia niekorzystnych zdarzeń i ogólne niebezpieczeństwo tkwiące w wysoko lewarowanych produktach finansowych.
- *Niedostateczne analizy inwestycji prowadzą do strat.* Najlepszą ochroną przed stratą jest dogłębna, wnikliwa analiza oraz domaganie się tego, co Warren Buffett nazywa „marginesem błędu”. Na rozgrzanych rynkach inwestorzy bardziej jednak martwią się, że umknie im jakaś okazja inwestycyjna, niż że stracą pieniądze. Poza tym panuje wtedy przekonanie, że sceptyczne analizy tylko pożerają czas i stanowią domenę przestarzałego sposobu myślenia.
- *W dobrych okresach kapitał lokuje się w innowacyjnych inwestycjach, z których większość nie jest w stanie przetrwać próby czasu.* Optymistycznie nastawieni inwestorzy skupiają się wtedy na tym, co może się udać, zamiast na tym, co może pójść źle. Gorliwość zastępująca ostrożność powoduje, że ludzie akceptują inwestycje, których nie rozumieją, a kiedy rzeczywistość bierze górę, nie potrafią wyjaśnić procesu myślowego, który skłonił ich do danego działania.

- *Niewidoczne czynniki mogą sprawić, że ceny pozornie niepowiązanych ze sobą aktywów będą poruszały się w tym samym kierunku.* Łatwiej ocenić stopę zwrotu i ryzyko określonej inwestycji, niż zrozumieć, jak będzie się ona zachowywać w stosunku do innych inwestycji. Korelacja jest często niedoceniana, co uwydatnia się zwłaszcza w okresach kryzysu. Niektóre portfele wydają się dobrze zdywersyfikowane, jeśli chodzi o klasę aktywów, branżę czy strukturę geograficzną, ale w ciężkich czasach niefundamentalne czynniki – takie jak wezwania do uzupełnienia depozytu, brak płynności na rynku lub ogólny wzrost awersji do ryzyka – mogą stać się dominujące i uderzyć w cały portfel.
- *Czynniki psychologiczne i techniczne mogą pograć fundamenty.* W długiej perspektywie czasowej wartość zależy od fundamentów – takich jak trendy ekonomiczne, wyniki finansowe, siła popytu czy umiejętności menedżerskie kierownictwa spółki – ale w krótkiej rynki są silnie wyczulone na psychologię i czynniki techniczne. Właściwie wydaje mi się, że wówczas owe czynniki liczą się bardziej niż cokolwiek innego. Pod tym względem może zdarzyć się wszystko – rezultaty często są nieprzewidywalne i irracjonalne.
- *Rynki nieustannie się zmieniają, co sprawia, że dotychczasowe modele inwestycyjne przestają poprawnie funkcjonować.* Raporty o trudnościach funduszy typu quant, czyli funduszy inwestujących głównie z wykorzystaniem algorytmów, przeważnie skupiają się na zawodności wykorzystywanych przez nie modeli oraz założeniach będących ich podstawą. Algorytmy odpowiadające za zarządzanie portfelami wykorzystują strategie, które sprawdzały się w przeszłości. Nie potrafią one jednak na bieżąco wprowadzać do nich zmian ani przewidywać okresów, kiedy ich wykorzystywanie przyniesie negatywny skutek, a w konsekwencji przeceniają wiarygodność historycznych wzorców, na których bazują.
- *Dźwignia finansowa potęguje wyniki, ale sama w sobie nie zwiększa wartości inwestycji.* Wykorzystanie dźwigni może mieć sens, gdy chce się zwiększyć stopień zaangażowania w nisko wyceniane aktywa, umożliwiające osiągnięcie wyższych stóp zwrotu i hojniejszych premii za ponoszone

ryzyko. Użycie dźwigni do kupna większej ilości aktywów blisko ich wartości wewnętrznej, lub nawet przewartościowanych, które oferują niskie stopy zwrotu albo małe premie za podjęcie większego ryzyka, trzeba jednak uznać za niebezpieczne. Nierozsądne jest wykorzystanie dźwigni, aby niewłaściwe inwestycje przekuć na „właściwy” wynik.

- *Wszelkie ekscesy podlegają korektom.* Gdy inwestorzy patrzą na rynek przez różowe okulary, a rynki wycenione są na podstawie założenia, że przyszłość rozwinie się zgodnie z ich oczekiwaniami – scena jest przygotowana na destrukcję kapitału. Korekta lub załamanie nadchodzi, kiedy nastroje inwestorów okazują się zbyt optymistyczne, kiedy miejsce ma coś negatywnego albo kiedy wysokie ceny po prostu załamują się pod własnym ciężarem.

Większość z tych jedenastu lekcji można sprowadzić do jednej: bądź czujny na to, co dzieje się wokół ciebie w kontekście popytu/podaży dostępnego kapitału i zachłanności obecnej podczas jego lokowania. Wiemy, jak to jest, kiedy w obiegu krąży zbyt mało kapitału, a inwestorzy mają obawy, by go jakkolwiek zainwestować. W takim otoczeniu – wraz ze spowolnieniem w całej gospodarce – atrakcyjne inwestycje wręcz zebrzą o uwagę inwestorów, co określa się mianem zapaści kredytowej.

Istnieją też jednak odwrotne sytuacje, które zasługują na nie mniejszą uwagę. Nie ma dla nich oficjalnego terminu, więc na nasze potrzeby możemy użyć określenia „zbyt dużo kapitału goniącego za zbyt małą liczbą pomysłów inwestycyjnych”. Bez względu na nazwę nadmierna podaż kapitału oraz towarzyszący jej brak ostrożności, jaki widzieliśmy w latach 2004–2007, mogą się okazać bardzo niebezpieczne dla naszych finansów i powinny być możliwie szybko rozpoznawane.

*No Different This Time*, 17 grudnia 2007

Globalny kryzys stanowił doskonałą okazję do nauki, ponieważ uwytknił szereg poważnych błędów i umożliwił wyciągnięcie licznych trafnych wniosków, z których większość przedstawiłem w liście z grudnia 2007 roku. Gdziekolwiek spojrzeć, na uczestników rynku czyhały

wówczas rozliczne pułapki. W latach poprzedzających kryzys inwestorzy przejmowali się niewieloma rzeczami, a ich stan można było określić mianem beztroskiego. Wierzyli, że ryzyko zostało wyeliminowane i należy martwić się o to, by nie przegapić okazji, nie zaś o ewentualną utratę kapitału. Ryzykowne, nieprzetestowane innowacje powszechnie akceptowano na podstawie niepewnych założeń. Nadmierną popularność zyskiwały nieprzejrzyste modele inwestycyjne, „czarne skrzynki” i fundusze typu quant. Nie narzekali na nią również inżynierowie finansowi. Dopóki trwały dobre czasy, firmy odnotowywały rekordowe stopy zwrotu, a inwestorzy prześcigali się w wykorzystywaniu dźwigni.

Nikt nie mógł dokładnie przewidzieć, jakie będą tego konsekwencje, ale można było mieć przecucie, że zmierzamy ku przepaści. Nawet jeśli nie dało się zidentyfikować konkretnych pułapek i ich uniknąć, był to dobry moment na rozpoznanie niebezpieczeństw czekających, by się dopiero ujawnić, i w rezultacie na przyjęcie postawy obronnej. Nieumiejętność postąpienia w ten sposób okazała się wielkim błędem.

Co w takiej sytuacji powinni zrobić inwestorzy? Odpowiedź brzmi:

- zauważyć beztroskie, nieostrożne zachowanie innych inwestorów,
- przygotować się mentalnie na wystąpienie punktu zwrotnego,
- upłynnić aktywa, a już na pewno te, które były najbardziej narażone na ryzyko,
- zredukować stopień wykorzystania dźwigni finansowej,
- w miarę możliwości zebrać z rynku gotówkę, a jeśli zarządzali kapitałem innych, wypłacić ją swoim klientom,
- przebudować portfele, tak aby stały się bardziej defensywne.

Każde z tych działań okazało się wtedy pożyteczne. Chociaż prawie nic nie dawało dobrych wyników podczas krachu z końca 2008 roku, zwiększona czujność przekładała się na straty mniejsze niż u większości inwestorów. Całkowite uniknięcie strat było niemożliwe, niemniej relatywnie lepsze wyniki w trakcie spadków pozwalały na wyjście z kryzysu obronną ręką i zwielokrotniały zyski, kiedy w końcu doszło do odbicia.

Okres kryzysowy był pełen potencjalnych pułapek, związanych przede wszystkim ze ślepych podążaniem za tłumem i wynikającymi z tego stratami, a następnie ze schronieniem się poza rynkiem i zignorowaniem okazji, które nadeszły później. W okresach hossy, kiedy straty są rzadkością,

inwestorzy mają tendencję do myślenia o ryzyku jako zmienności i dochodzą do przekonania, że ryzyko w takiej postaci w pełni akceptują. Ale gdyby rzeczywiście tak było, podczas spadków zwiększaliby oni swoje zaangażowanie, zwielokrotniając tym samym swoje zyski podczas odbicia, które zawsze później występuje, i w długiej perspektywie osiągaliby przyzwoite wyniki. Najczęściej jednak ludzie przeceniają własną zdolność radzenia sobie ze zmiennością oraz zachowywania zimnej krwi, a błąd ten ujawnia się najbardziej wtedy, kiedy rynek znajduje się w najniższym punkcie. Utrata pewności siebie i niemożliwość zmiany zapatrywań często powodują, że inwestorzy sprzedają na dołkach, a spadki wartości ich portfela zmieniają się w zaksięgowane straty, co potem utrudnia całkowite wykorzystanie nadchodzącego odbicia. Jest to tak zwane zachowanie procykliczne, które z powodu swojej stałości i wpływu na tak dużą liczbę portfeli należy do największych błędów w inwestowaniu.

Skoro podejście antycykliczne było warunkiem uniknięcia negatywnych konsekwencji ostatniego kryzysu, podążanie za zachowaniem procyklicznym stanowiło największą potencjalną pułapkę. Inwestorzy, którzy utrzymywali długie pozycje podczas wydłużania się ruchu wzrostowego (lub jeszcze je rozbudowywali), byli najmniej przygotowani na załamanie i późniejszą odnowę. Z ich punktu widzenia spadki miały bardzo silne i negatywne skutki. Wezwania do uzupełnienia depozytu oraz zajęcia zabezpieczeń ustanowionych pod realizowane zlecenia zdziesiątkowały strategie i instrumenty bazujące na dźwigni finansowej. Problemy na rynku wymagały działań zaradczych, które absorbowały menedżerów, a utrata pewności siebie, jak to najczęściej bywa, powstrzymywała ich od robienia właściwych rzeczy we właściwym czasie.

Chociaż prawdą jest, że w trudnych czasach niezwykle trudno o dobre wyniki, inwestorzy nastawieni defensywnie (i ich klienci) mają poczucie względnego komfortu, kiedy widzą, że na rynku spadkowym ich straty są mniejsze niż u innych. Takie podejście ma więc dwa bardzo poważne skutki. Po pierwsze, inwestorom myślącym w ten sposób łatwiej utrzymać spokój ducha i oprzeć się presji, w wyniku której inni inwestorzy sprzedają na dołkach. Po drugie, będąc w lepszej kondycji psychicznej i finansowej, potrafią oni bardziej skorzystać z pozytywnych aspektów załamania rynkowego, czyli z szansy kupowania po niskich cenach.

Dokładnie to działo się w ciągu ostatnich pięciu lat. Rynki kredytowe doświadczyły mocnego uderzenia w latach 2007–2008 z powodu stosowania nowatorskich, niesprawdzonych rozwiązań inwestycyjnych,

nieświadomego podejmowania nadmiernego ryzyka oraz zbytniego wykorzystywania dźwigni finansowej. Niemniej w efekcie tych działań zyski dla dobrze zorientowanych inwestorów w 2009 roku okazały się najwyższe w historii. Przetrwanie spadków i kupowanie na dołkach stanowiło doskonały przepis na sukces, co było jednak możliwe tylko w przypadku wcześniejszego uniknięcia czyhających pułapek.



Przepis na popełnianie błędów na giełdzie jest prosty, przy czym sposoby, w jakie się one przejawiają, są niezliczone – a w każdym razie zbyt liczne, aby je wszystkie wymienić. Dlatego prezentuję tylko najpowszechniejsze z nich:

- wykonywanie analiz opartych na złych danych lub przeprowadzanie ich w nieprawidłowy sposób, co skutkuje błędnymi szacunkami dotyczącymi wartości,
- nieuwzględnianie pełnego spektrum możliwych scenariuszy rozwoju sytuacji,
- irracjonalne zachowania wynikające z chciwości, strachu, zazdrości, ego, konformizmu, kapitulacji lub niedopuszczania zwątpienia albo z kombinacji wszystkich tych czynników,
- przesadna skłonność do podejmowania ryzyka lub jego całkowite unikanie, co sprawia, że ceny aktywów znacząco odchylają się od swojej wartości wewnętrznej,
- nieumiejętność zauważenia rozbieżności między ceną rynkową a wartością wewnętrzną, co wpływa na pogłębianie się anomalii.

W idealnej sytuacji przenikliwi i ostrożni inwestorzy wykazujący się myśleniem drugiego poziomu zauważają błędy analityczne oraz porażki innych graczy i odpowiednio reagują. Dostrzegają oni aktywa o zawyżonych lub zaniżonych cenach w kontekście rynków rozgrzanych i tych zapomnianych. Realizują swoje strategie w taki sposób, aby unikać pomyłek, które popełniają inni, mając jednocześnie nadzieję, że zdołają odnieść dzięki nim wymierne korzyści. To, jakich sytuacji wypatrują, łatwo określić: aktywów, których ceny rynkowe znacznie odbiegają od wartości wewnętrznej. Dostrzeżenie takich przypadków, a następnie ich wykorzystanie w praktyce do łatwych jednak nie należy.

Co fascynujące, ale co zarazem stanowi duże wyzwanie, błędy w wycenach trudno uchwycić. Czasami ceny są zbyt wysokie, czasami zbyt niskie. Czasami różnice między ceną a wartością pojawiają się tylko w przypadku pojedynczych aktywów, czasami zaś obejmują całe rynki. Nieraz błąd polega na zrobieniu czegoś, a nieraz wręcz przeciwnie – na braku konkretnego działania. Czasami błędem jest posiadanie długich pozycji, czasami gra na spadki.

I teraz oczywista puenta – większość ludzi przystaje na zachowania nieadekwatne do danej sytuacji rynkowej. Gdyby tak nie było, błędy w wycenach po prostu nie mogłyby się rozwinąć. Działanie w przeciwnym kierunku wymaga przyjęcia postawy kontrariańskiej, której towarzyszą samotność i poczucie bycia w błędzie, co może trwać bardzo długo.

Podobnie jak reszty zagadnień omówionych w tej książce unikania pułapek i dostrzegania błędów nie da się opisać za pomocą żadnych ostatecznych reguł, algorytmów czy innych gotowych rozwiązań. Dlatego jedynym, co mogę zalecić, jest ciągle utrzymywanie czujności, elastyczności i zdolności przystosowywania się oraz baczne wypatrywanie wskazówek płynących z otoczenia rynkowego.

Sposobem na poprawę wyników inwestycyjnych, który staramy się stosować w Oaktree, jest identyfikacja „błędu dnia dzisiejszego”, a następnie próba jego uniknięcia.

Są okresy na rynkach, kiedy pomyłki dotyczą:

- pozostania poza rynkiem,
- niedostatecznego zaangażowania kapitału na rynku,
- braku zdecydowanego wejścia na rynek (zaoferowania wyższej oferty kupna), gdy ceny powoli zaczynają nam uciekać,
- trzymania zbyt dużej ilości gotówki,
- niezastosowania wystarczająco wysokiej dźwigni finansowej,
- niepodjęcia wystarczająco dużego ryzyka.

Nie wydaje mi się jednak, aby to był dobry opis tego, co należy robić w 2004 roku. Mówi się, że wśród pacjentów czekających na operację serca nie ma takiego, który twierdzi: „Żałuję, że nie siedziałem więcej w biurze”. Podobnie nie sądzę, by ktokolwiek



w ciągu następnych paru lat obejrzał się i powiedział: „Żałuję, że nie zainwestowałem więcej w 2004 roku”. Moim zdaniem w tym okresie błędem jest:

- nadmierne kupowanie,
- robienie tego w sposób zbyt agresywny,
- nadmierna pogoń za rynkiem,
- nadużywanie dźwigni finansowej,
- podejmowanie przesadnego ryzyka w pogoni za wyższymi stopami zwrotu.

Istnieją momenty, kiedy błędy inwestycyjne wynikają z zaniechania działania, na przykład pozostania poza rynkiem. Dziś błąd polega jednak raczej na zrobieniu tego, czego robić się nie powinno. Są czasy na agresywne działanie, ale teraz lepiej skupić się na zachowaniu należytej ostrożności.

*Risk and Return Today*, 27 października 2004

Ważne, aby pamiętać, że poza okresami, kiedy błędy stanowią konsekwencję podjęcia określonego działania (na przykład kupowania) lub zaniechania aktywności (na przykład braku kupowania), spotykamy też sytuacje, kiedy na rynku nie zdarzają się żadne rażące błędy w wycenach. Gdy nastroje inwestorów się równoważą, a strach i zachłanność współistnieją w harmonii, ceny aktywów są raczej godziwie wyceniane w stosunku do ich rzeczywistej wartości. W takich okolicznościach nie istnieją działania, które warto byłoby podjąć. Kiedy na rynku nie ma niczego mądrego do zrobienia, potencjalna pułapka tkwi w usilnych próbach poszukiwania mądrych działań, co jednak ostatecznie skutkuje tym, że podejmujemy działania niemądre.

