



5 X MARKET TIMING

czyli dlaczego opłaca się być pasywnym inwestorem?

Streszczenie

Market timing to w uproszczeniu strategia inwestowania polegająca na ciągłym kupowaniu i sprzedawaniu różnych instrumentów finansowych w oparciu o umiejętność przewidywania zmian cen (czyli umiejętność „wyczucia” rynku). W praktyce market timing w dłuższej perspektywie rzadko przynosi pożądane rezultaty a więcej zyskują przeciętnie ci inwestorzy, którzy... nic nie robią. Czy długoterminowo opłaca się zatem być pasywnym inwestorem?

Aby sprawdzić, jak wygląda market timing w praktyce, postanowiłem zbudować prosty model z pięcioma różnymi strategiami wchodzenia i wychodzenia z rynku. Jakie płyną z tego wnioski? Dosyć zaskakujące...

Czesław Martysz

Warszawa, marzec 2019 r.

1. Kilka słów wstępu o market timingu

Market timing to w uproszczeniu strategia inwestowania polegająca na nieustannym kupowaniu i sprzedawaniu różnych instrumentów finansowych, bazując na wiedzy i umiejętności przewidywania zmian cen (czyli kolokwialnie mówiąc na „wyczuciu” rynku). W praktyce market timing rzadko przynosi pożądane rezultaty, ponieważ długoterminowo niewielu inwestorów jest w stanie osiągnąć lepsze stopy zwrotu od określonego benchmarku (np. indeksu giełdowego).

Kiedyś usłyszałem dość zabawne powiedzenie: „Kim jest inwestor długoterminowy? Jest to inwestor krótkoterminowy, któremu coś nie wyszło”. Inwestor krótkoterminowy zwykle przemawia do swoich papierów wartościowych tak samo jak kiedyś król Henryk VIII zwracał się do swoich żon: „*Nie będę was trzymał długo*”. Z kolei John Templeton powiedział kiedyś, że cztery najbardziej kosztowne słowa w życiu inwestora giełdowego to: „*Tym razem będzie inaczej*”¹. Do kanonu giełdowych powiedzonek przeszło także „łapanie spadających noży”, czyli próba zakupu instrumentu tuż na dnie, które przeważnie tuż po transakcji... pogłębia się.

Przyczyną niepowodzeń inwestycyjnych są przeważnie nieudane próby "przebicia" rynku oparte o chaotyczny "timing" i niekonsekwentne decyzje wynikające z ludzkiej ułomności. Problem ten świetnie opisali Paweł Chylewski, Maciej Pietraszkiewicz i Jarosław Przybył w artykule opublikowanym na stronie Investthink². Warto przytoczyć najważniejsze wnioski z tej analizy:

- 1) Konstrukcja psychologiczna człowieka sprawia, że jest on niejako „zaprogramowany” na porażkę w obszarze timing-u rynkowego (aspekt behawioralny);
- 2) Market timing generuje koszty. Im większa aktywność, tym większe koszty;
- 3) Ponad 90% obrotu giełdowego generują inwestorzy instytucjonalni. Posiadający oni potężne zasoby analityczne, ultraszybkie komputery, specjalistyczne oprogramowanie. Mają także dostęp do informacji poufnych i wykorzystując w ten sposób asymetrię informacji (często w sposób nielegalny) mogą osiągać ponadprzeciętne stopy zwrotu z inwestycji.

Skoro market timing wydaje się nie przynosić w długim terminie pożądanych rezultatów, to czy opłaca się być pasywnym inwestorem, stosującym strategię „kup i trzymaj”? Aby sprawdzić, jak wygląda market timing w praktyce, postanowiłem zbudować prosty model z pięcioma różnymi strategiami wchodzenia i wychodzenia z rynku. Jaki był rezultat badań? Dość zaskakujący...

2. Model market timingu z pięcioma wariantami

Do budowy modelu wykorzystałem notowania indeksu SPXT (S&P 500 Total Return) w okresie 31 lat (styczeń 1988 – listopad 2018). Indeks ten uwzględnia reinwestowanie dywidend wypłacanych przez spółki ze słynnego amerykańskiego indeksu giełdowego S&P500. Na podstawie ponad 7800 sesji giełdowych postanowiłem sprawdzić różne strategie timingu opartego na replikacji indeksu w pięciu wariantach:

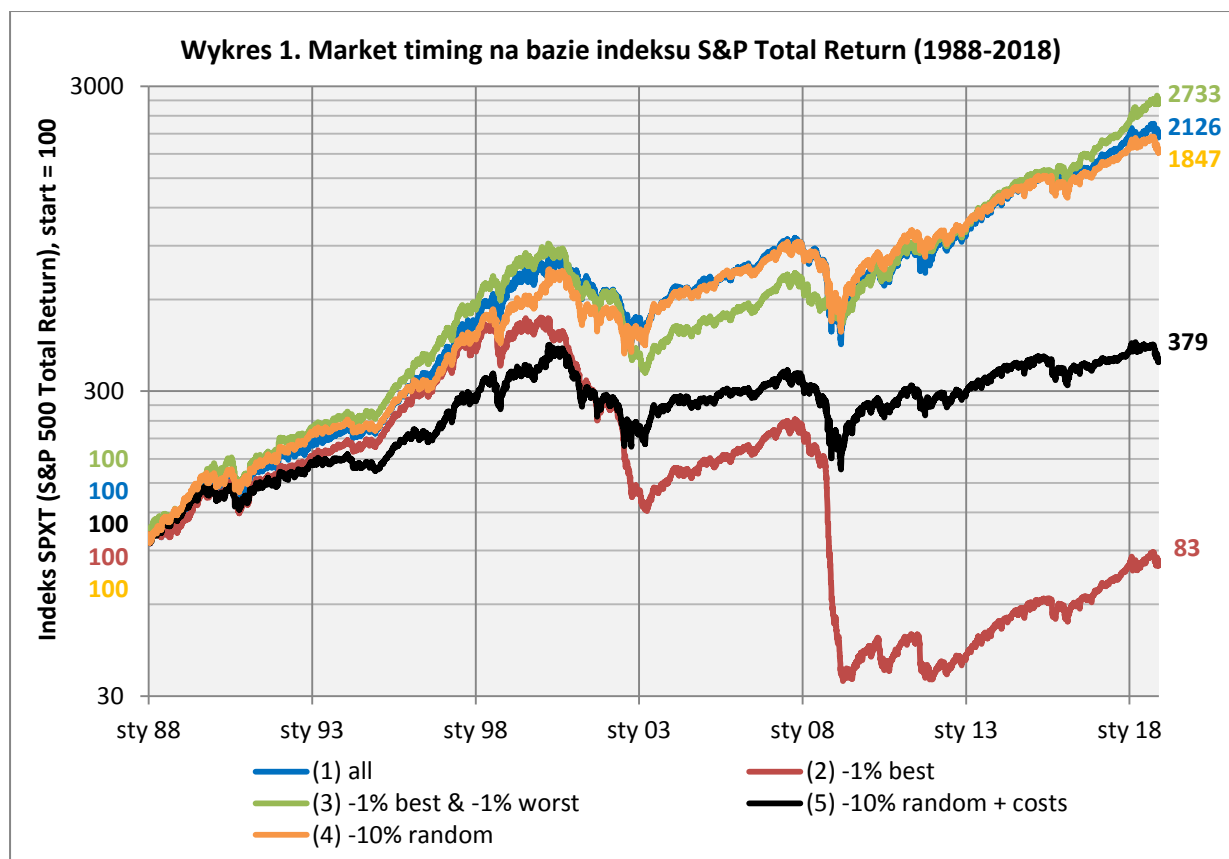
- 1) obecność inwestora na wszystkich sesjach;
- 2) nieobecność na 1% najlepszych sesji;
- 3) nieobecność na 1% najlepszych i najgorszych sesji;

¹ Cytaty zaczerpnąłem z A. Nartowski, *Powiedzonka z wdziękiem*, Parkiet, 22-26.12.2018.

² P. Chylewski, M. Pietraszkiewicz, J. Przybył, *Timing Rynkowy*, Investthink, 2019, <https://www.investthink.org/timing-rynkowy>.

- 4) nieobecność na 800 losowo wybranych sesjach (ok. 10%);
- 5) nieobecność na 800 losowo wybranych sesjach (ok. 10%), ale dodatkowo z uwzględnieniem kosztów transakcyjnych w wysokości 0,2% od każdej pominiętej sesji (przy takiej liczbie operacji koszty transakcyjne mają już spore znaczenie).

Nieobecność traktowana jest tutaj jako przebywanie poza rynkiem, po wcześniejszej sprzedaży całej pozycji. Dla uproszczenia obliczeń wszystkie wartości podzieliłem przez kurs indeksu SPXT z dnia 4 stycznia 1988 r. (tj. 256,01), dzięki czemu wszystkie strategie rozpoczynają się z poziomu 100 jednostek. Na podstawie kolejnych dziennych stóp zwrotu indeksu SPXT stworzyłem mnożniki³. Ostateczna wartość strategii jest równa iloczynowi wszystkich mnożników oraz początkowej wartości równej 100 jednostek.



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.stooq.pl

Wyniki poszczególnych strategii są interesujące. Pokazałem je na wykresie 1 w skali logarymicznej:

- 1) Jest to strategia wybitnie pasywna i prosta w realizacji. Gdyby inwestor przez 31 lat nieustannie replikował indeks, mógłby zarobić 10,4% średniorocznie. Oznacza to, że ze 100 zainwestowanych jednostek jego majątek powiększyłby się do ponad 2126 jednostek, czyli urósłby ponad 21 razy. Inwestor musiałby wykonać przy tym teoretycznie zaledwie dwie transakcje – kupić indeks 2 stycznia 1988 r. i sprzedać go pod koniec listopada 2018 r. Jedyny

³ Mnożniki otrzymałem dzieląc kurs z danego dnia (D) przez kurs z dnia poprzedniego (D-1). Przykładowo, jeśli indeks wzrósł w ciągu dnia ze 100 do 102 (2%), to mnożnik wynosił 1,02. Dla "pominiętych" sesji (czyli tych, na których inwestor był poza rynkiem i posiadał de facto tylko gotówkę) stosowałem mnożnik stopy zwrotu wynoszący 1,0.

potencjalny problem w tym wariancie to... utrzymanie konsekwencji i uodpornienie się na odruchy owczego pędu („Oj coś mocno spada kurs i wszyscy sprzedają, to ja też!”).

- 2) Jest to dosyć często spotykana sytuacja, ponieważ zwykle inwestorzy reagują z opóźnieniem na wzrosty kursów i wchodzą w rynek za późno, gdy fala wzrostów zaczyna gasnąć. Ponadto inwestorzy częściej przetrzymują taniejące akcje w nadziei na rychłe odbicie kursu niż „pozwalają zyskom rosnąć” (zgodnie z teorią perspektywy). Zakładając nieobecność inwestora tylko w czasie 1% najlepszych sesji giełdowych (tj. w czasie 78 sesji o najwyższych stopach zwrotu spośród wszystkich 7800 sesji) średnioroczna stopa zwrotu drastycznie spadłaby z +10,4% do -0,6%, co po trzydziestu latach oznacza spadek ze 100 do 83,4. Inwestor musiałby wykonać łącznie 158 transakcji.
- 3) Ta strategia paradoksalnie wymaga od inwestora „nosa” i wybitnego wyczucia rynku – wprawdzie nie załapie się on na największe wzrosty, ale uda mu się za to uniknąć największych spadków (zgodnie z dewizą Johna Templetona, że „*czas na sprzedaż nastaje PRZED krachem, nie później!*”). Z uwagi na fakt, że statystycznie to właśnie spadki są bardziej gwałtowne niż wzrosty, w takiej strategii przewidywana stopa zwrotu powinna być wyższa niż w wariancie pasywnym (1). Eliminacja zarówno 1% najlepszych oraz 1% najgorszych sesji rzeczywiście poprawiła średnioroczną stopę zwrotu z inwestycji, choć zaledwie o 0,9% do 11,3%. Tym samym po 31 latach inwestor pomnożyłby swój początkowy kapitał ponad 27 razy, osiągając poziom indeksu 2733. Inwestor musiałby w tym czasie wykonać łącznie co najmniej 314 transakcji. Uważam jednak, że ta strategia jest mało realna, gdyż wymaga od inwestora mądrości i przewidywania przyszłości na poziomie delfickiej pytii.
- 4) To jest strategia „zapominalskiego” albo „błądzącego” inwestora, który często chaotycznie wchodzi i wychodzi z rynku, bo coś mu się wydaje, bo zobaczył dziwną formację świecową⁴, bo przeczytał wpisy na forum internetowym albo poradził się swojej ciotki jak inwestować na NewConnect itp. Eliminując ok. 10% losowo wybranych sesji⁵ inwestor zarobiłby średniorocznie... 9,90%, czyli po 31 latach i zawarciu ok. 1600 transakcji otrzymałby 1847 jednostek indeksu. To całkiem niezły wynik i to osiągnięty niewielkim wysiłkiem (możnaby rzecz, że wręcz przypadkowo). Ale czy to wynik możliwy do osiągnięcia w rzeczywistości? Niestety nie do końca...
- 5) ... dlaczego? Spójrzmy na ostatni wariant, uwzględniający koszty transakcyjne. Postępując analogicznie jak w wariancie nr 4, ale z uwzględnieniem kosztów w wysokości 0,2% na sesję, średnioroczna stopa zwrotu obniżyłaby się do 4,41% (379 jednostek na koniec inwestycji). Przy inwestowaniu w obligacje⁶ to niezły wynik, ale dla rynku akcji już niekoniecznie. Niestety ostatni wariant jest chyba najbardziej prawdopodobny w omawianej grupie (bardziej niż wariant nr 2).

Piąty przykład dobitnie uzmysławia nam, jak bardzo istotne są koszty transakcyjne w rachunku ekonomicznym. Niestety w wielu modelach są one wręcz (o zgrozo!) celowo pomijane. Realizując strategię nr 1 inwestor musiałby zawrzeć tylko 2 transakcje, natomiast przy wariantach 2-4 inwestor musiałby dokonać odpowiednio 158, 314 i aż 1600 transakcji. Liczba transakcji wynika z faktu, że

⁴ Dostrzeżeniu formacji świecowych sprzyja lektura książki J. Murphiego pt. *Analiza techniczna rynków finansowych*, będącej nieomal „biblią” analityków technicznych.

⁵ Korzystałem z funkcji „los()” w excelu, za wartość graniczną przyjmując 0,1.

⁶ Oczywiście nie mówimy tutaj o obligacjach podwyższonego ryzyka „junk bonds”.

„opuszczenie” jednej sesji to dwie transakcje⁷. Jako średni koszt jednej transakcji przyjąłem wartość 0,1%, co w rzeczywistości i tak jest stawką „promocyjną”, ponieważ większość biur maklerskich pobiera ok. 0,3%-0,4% prowizji od każdej transakcji akcjami⁸.

Podsumowanie wszystkich strategii zawiera tabela 1. Biorąc pod uwagę nakład pracy, koszty transakcyjne, skuteczność strategii a także spokój ducha, bezapelacyjnie wygrywa wariant nr 1, czyli strategia pasywna.

Tabela 1

Wariant strategii		Wartość początkowa	Wartość końcowa	Średnioroczna stopa zwrotu
1	Wszystkie sesje	100	2126,53	+10,40%
2	Bez 1% najlepszych sesji	100	84,49	-0,58%
3	Bez 1% najlepszych i najgorszych sesji	100	2733,15	+11,30%
4	Bez 800 losowo wybranych sesji (ok. 10%)	100	1847,24	+9,90%
5	j.w. plus koszt 0,2% od każdej pominiętej sesji	100	379,12	+4,41%

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.stooq.pl

3. Podsumowanie

Po przeanalizowaniu pięciu różnych wariantów inwestowania (tj. z pominięciem wybranych sesji giełdowych) wyraźnie widać, że market timing, rozumiany jako selektywne wchodzenie i wychodzenie z rynku, nie przynosi długoterminowo najlepszych rezultatów. Najbardziej opłacalna okazała się strategia pasywna, która pozwoliła osiągnąć stopę zwrotu w wysokości ponad 10,4% średniorocznie. Strategia pasywna wymaga jednak od inwestora żelaznej konsekwencji w działaniu. Najczęściej spotykana strategia chaotycznego wychodzenia i wchodzenia z rynku (z pominięciem ok. 10% losowo wybranych sesji) przyniosła (z uwzględnieniem kosztów transakcyjnych) co najwyżej zadowalający wynik – 4,4% średniorocznie.

Jak mawiał Jacek Socha „Grać to można na skrzypcach. Na giełdzie się inwestuje!”. Inwestujmy zatem z głową 😊. **Investhink!**

⁷ Wyjście i ponowne wejście na rynek, czyli sprzedanie wszystkiego i ponowny zakup, to dwie transakcje.

⁸ Alternatywnie można zbudować strategię oparte na funduszach inwestycyjnych. Choć nabywanie jednostek uczestnictwa bywa bezkosztowe, to z drugiej strony występują powszechnie opłaty za zarządzanie. Ponadto timing z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych jest trudny z uwagi na swoistą „inercję”, tj. kilkudniową różnicę między złożeniem zlecenia nabycia a faktycznym nabyciem jednostek uczestnictwa.