



by Tomasz Trela | Listy do inwestorów

Motyl nadleciał z Seulu

O tym, dlaczego świat stał się jednym wielkim, połączonym rynkiem; i dlaczego dywersyfikacja dla samej dywersyfikacji przestała mieć jakikolwiek sens.

Daleko mi do katastrofisty, ale pozostajmy jeszcze na chwilę w tematyce spadkowej. Chcę ją wykorzystać jako punkt zaczepienia do postawienia dość karkołomnej tezy, która brzmi: dywersyfikacja to mit.

Punkt zaczepienia pojawił się w Seulu. Kilka dni temu indeks Kospi w ciągu jednej sesji spadał o 10%, Samsung i SK Hynix traciły po kilkanaście procent, a władze koreańskiej giełdy po raz czwarty już w tym roku musiały sięgnąć po awaryjne zawieszenie handlu, żeby powstrzymać dalszą wyprzedaż. Przez ostatnie lata użyto tego bezpiecznika zaledwie raz.

Najciekawsze było jednak nie samo tąpnięcie, ale jego pochodzenie. Wszystko bowiem odbyło się bez żadnego istotnego powodu, a zapoczątkowane zostało po drugiej stronie globu przez zadyszkę amerykańskich spółek technologicznych, wyprzedaż na SpaceX i niepokój przed wynikami Microna.

W ciągu jednej nocy iskra przeskoczyła z Doliny Krzemowej do Korei, a stamtąd kolejnego dnia wróciła rykoszetem na Wall Street, napędzając dalsze spadki na całym amerykańskim rynku, które błyskawicznie rozlały się na resztę świata.

Fizyk nazwałby to efektem motyla. Edward Lorenz, meteorolog z MIT, na początku lat sześćdziesiątych opisał układy tak czułe na warunki początkowe, że trzepot skrzydeł owada nad Brazylią może (w teorii przynajmniej) uruchomić ciąg zdarzeń kończący się tornadem nad Teksasem. Drobną przyczyna w jednym miejscu – ogromny skutek w zupełnie innym.

Ale rynki finansowe mało mają wspólnego z teorią chaosu. Wydarzenia w Seulu nie poruszają Nowym Jorkiem dlatego, że świat jest chaotyczny i nieprzewidywalny. Poruszają nim dlatego, że świat finansowy jest dziś jednym, ciasno splecionym organizmem, którego elementy są od siebie współzależne. To nie chaos, tylko korelacja.

A korelacja między rynkami całego świata jest dziś nieporównanie wyższa niż pół wieku temu. Analizy badaczy Goetzmana i Rouwenhorsta, obejmujące sto pięćdziesiąt lat danych, pokazują, że współzależność rynków rośnie nieprzerwanie od lat siedemdziesiątych, a korzyści z globalnej dywersyfikacji są dziś jednymi z najniższych w całej historii rynków kapitałowych.

Sama średnia korelacja głównych indeksów świata wzrosła w pierwszych kilkunastu latach tego stulecia o blisko jedną trzecią.

Co gorsza, korelacje nie tylko rosną w dłuższym horyzoncie, ale skaczą do jedynki dokładnie wtedy, gdy najbardziej liczylibyśmy na to, że ceny poszczególnych aktywów rozjadą się w różne strony. Chodzi o to, że nawet jeśli przez większość czasu aktywa są średnio skorelowane ze sobą na poziomie, powiedzmy, 0,65, to w czasach paniki na giełdzie wszystko spada razem i korelacja skacze w okolice 1,00, czyli do swojego maksymalnego poziomu.

Efekt ostatniego sprzężenia zwrotnego na linii Seul–Nowy Jork jest tego podręcznikowym przykładem. Dywersyfikacja zawiodła dokładnie w tej chwili, w której miała nas chronić.

Darmowy lunch, za który trzeba zapłacić

W dawnych podręcznikach do finansów autorzy opisywali dywersyfikację jako „jedyne darmowe lunch na giełdzie”. Trik polegał na tym, że dorzucamy kolejne, słabo skorelowane spółki do portfela i w ten sposób za darmo redukujemy ryzyko pozasystemowe, nie tracąc przy tym nic z oczekiwanego zysku. No ale ta teoria ma swoje granice.

Po pierwsze, klasyczne badanie Evansa i Archera dowiodło, że już 10–15 starannie dobranych spółek usuwa większość ryzyka, które w ogóle da się usunąć (mowa o ryzyku pozasystemowym). Zwróćmy tu jednak uwagę, że mówimy o „starannie dobranych spółkach”. Do tego jeszcze wrócimy.

Nawet Warren Buffett w liście z 1962 roku mówił o piętnastu, góra dwudziestu pozycjach. Każda kolejna spółka powyżej dwudziestu kilku obniża zmienność portfela już tylko symbolicznie. A pamiętajmy, że od czasów Buffetta korelacja na giełdzie wzrosła niebotycznie, co tylko wzmaga jego obserwację.

Po drugie (i to jest sedno, które mało kto rozumie), teza o skuteczności dywersyfikacji jest prawdziwa wyłącznie dla losowego koszyka spółek(!). Badania rzeczywiście pokazują, że dokładanie kolejnych losowych spółek do portfela faktycznie obniża jego zmienność, nie wpływając znacząco na wyniki, ale... jeśli do portfela zaczniemy wkładać nie spółki losowe, tylko firmy dobre fundamentalnie, to powyższa teza przestaje być prawdziwa.

Dzieje się tak dlatego, że każda kolejna spółka, którą dokładamy do listy już posiadanych, jest z definicji pomysłem gorszym od poprzedniej. Trzydziesta piąta spółka w portfelu nie będzie naszym najlepszym pomysłem, ani nawet nie będzie pomysłem tak dobrym jak spółka numer dwadzieścia. Ona będzie trzydziestym piątym najlepszym pomysłem. W imię dywersyfikacji dopuszczamy zatem do tego, aby posiadać w portfelu spółki kiepskie.

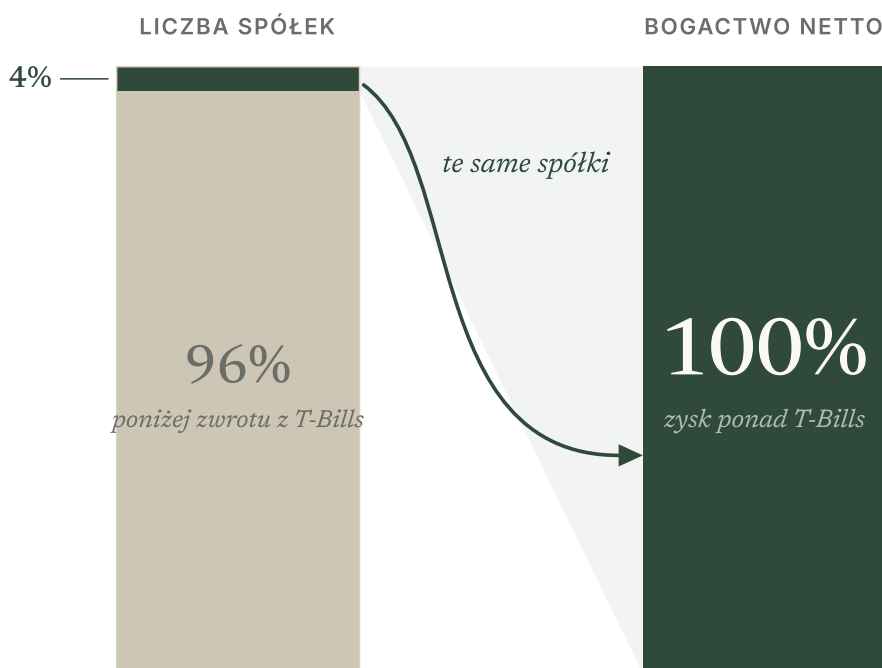
Dlaczego to takie istotne?

Profesor Hendrik Bessembinder przeanalizował niemal 26 tysięcy amerykańskich spółek notowanych na giełdzie od 1926 roku i odkrył coś, co powinno wisieć nad biurkiem każdego inwestora. Całe zyski netto, jakie przez blisko sto lat wytworzyła amerykańska giełda ponad zwykłą stopę wolną od ryzyka... pochodzą od zaledwie 4% spółek. Pozostałe 96% jako grupa nie pobiło nawet obligacji rządowych. Na rynkach globalnych obraz jest bliźniaczy: w 57 badanych krajach mniej niż połowa spółek zdołała w swoim życiu pobić wyniki obligacji.

WYKRES WYDANIA

Za zyski giełdy odpowiada cztery procent spółek

Niemal 26 000 amerykańskich spółek, 1926–2016. Zaledwie 4% z nich odpowiada za całość zysków netto wytworzonych przez giełdę ponad stopę wolną od ryzyka. Pozostałe 96% jako grupa ledwie dorównało obligacjom rządowym.



Mediana spółki: strata w całym okresie notowań.

ZALEDWIE 4% SPÓŁEK WYTWORZYŁO 100% BOGACTWA NETTO RYNKU

Źródło: H. Bessembinder, „Do Stocks Outperform Treasury Bills?”, *Journal of Financial Economics* (2018); baza CRSP, 1926–2016. Bogactwo netto liczone ponad miesięczne obligacje skarbowe USA (T-Bills). Analogiczny wynik dla rynków globalnych (57 krajów) – Bessembinder i in. (2019).

Wniosek jest brutalny w swojej prostocie. Szeroka dywersyfikacja nie podnosi naszych szans na pokonanie średniej rynkowej. Ona w tym przeszkadza. Im więcej spółek trzymamy w portfolio, tym większe prawdopodobieństwo, że znajdą się wśród nich te, które wchodzą w skład owych niechlubnych 96% firm niedodających żadnej wartości do wyników rynku.

Ryzyko, którego nie warto unikać

Owszem, skoncentrowany portfel 15–20 spółek będzie bardziej zmienny niż szeroki indeks. Badania to potwierdzają i nie ma sensu temu zaprzeczać. Ale dla inwestora z długim horyzontem zmienność w czasie trwania inwestycji nie jest tym samym, co trwała utrata kapitału. Wahania portfela to nie zagrożenie, tylko szansa na pobicie benchmarku, bo kosztem większych wahań kupujemy wyższy oczekiwany zysk. Pod warunkiem oczywiście, że wiemy, co robimy.

Najsłynniejsze zdanie Warrena Buffetta na ten temat brzmi (mniej więcej):

„Dywersyfikacja to ochrona przed ignorancją dla tych, którzy nie wiedzą, co kupują”.

Cały kult dywersyfikacji wziął się z tzw. Modern Portfolio Theory Harry’ego Markowitza z 1952 roku, która udowadniała, że im mniejsza zmienność w portfelu, tym lepiej. Markowitz utożsamiał ryzyko ze zmiennością, bo zmienność dawała się policzyć ołówkiem i suwakiem logarytmicznym tamtych lat. I ta nagrodzona Noblem teoria z 1952 roku do dzisiaj stosowana jest jako fundament zarządzania ryzykiem, pomimo tego, że...

Kilka lat później, w 1959 roku, w swojej innej pracy sam Markowitz przyznał, że jego teoria jest kiepska, bo za synonim ryzyka przyjmuje zmienność (w tym zmienność od średniej w górę); a przecież taka zmienność dla inwestora nie jest niczym strasznym.

Markowitz stwierdził, że osobiście wolałby mierzyć jedynie ryzyko spadków (tzw. semiwariancję), ale w tamtych czasach byłoby to ekstremalnie drogie i wymagało ogromnej mocy obliczeniowej, aby dało się stosować dynamicznie w realnych portfelach, dlatego... pozostał przy modelu gorszym, ale prostszym.

W dodatku model Markowitza zakładał, że korelacje są stabilne przez cały czas, a w rzeczywistości to nie jest prawda. W słabo skorelowanym teoretycznym świecie Markowitza trzymanie 40–50 spółek z różnych krajów i branż miało sens, bo każda nowa spółka dorzucała realną porcję niezależnego ryzyka do rozproszenia.

W świecie dzisiejszym, ciasno splecionym, pięćdziesiąta spółka nie zapewnia nam już właściwie żadnej redukcji ryzyka, a gwarantuje wyłącznie rozcieńczenie zysku. Dlatego dziś rozsądną liczbą jest raczej 20–25 niż 30–50.

Celem inwestora na giełdzie nigdy nie była dywersyfikacja. Celem było, jest i będzie znaleźć i posiadać najlepsze spółki na świecie. A jeśli te najlepsze należą akurat do tego samego rynku albo sektora – trudno. Nie dokłada się słabszej spółki tylko po to, by zapewnić dywersyfikację sektorową czy geograficzną, bo nie to jest celem.

Concentrate to get rich, diversify to stay rich.

To stare giełdowe porzekadło mówi właściwie wszystko. Koncentracja to sposób, w jaki buduje się majątek. Dywersyfikacja to sposób, w jaki się go potem broni. Dwa różne zadania, na dwa różne etapy życia. Najdroższy błąd ostrożnego inwestora polega na ich pomyleniu – na dywersyfikowaniu w celu ochrony majątku, zanim jeszcze ten majątek w ogóle powstał.

Wbrew temu, co napisałem na początku, dywersyfikacja nie jest więc mitem, tylko narzędziem – znakomitym do ochrony bogactwa... i kiepskim do jego tworzenia. Mitem jest tylko przekonanie, że dywersyfikacja służy obu celom naraz.

Dążenie do zabezpieczania się przed ryzykiem jest zresztą często sprzeczne z naszym celem, bo tam, gdzie nie ma ryzyka, tam nie ma zysku. Pisałem o tym więcej w ostatnim traktacie, więc tego wątku nie będę już rozwijał, ale zdecydowanie polecam przeczytać cały artykuł od deski do deski. Mam nadzieję, że to pomoże Państwu docenić rolę ryzyka, nie tylko na giełdzie.

Do usłyszenia,

Tomasz Trele

– Warszawa, 24 czerwca 2026

P.S. W ramach wakacyjnego wyzwania mam dla Państwa tzw. July Challenge, które bez stresu pozwoli przetrwać zamieszanie na rynku. Od przyszłego tygodnia, na cały lipiec, przechodzimy w tryb „stealth” i robimy przerwę od sprawdzania notowań oraz czytania newsów giełdowych, a platformę brokerską otwieramy dopiero w poniedziałek 3 sierpnia. Co Państwo na to? Ktoś ma odwagę, żeby się podjąć? Ja sam zamierzam skorzystać ze swojej rady i do komputera usiądę dopiero w sierpniu. Wtedy też pojawi się kolejne Memo. Udanych wakacji!

Wersja online: www.tradingforaliving.pl/newsletters/memo-5