

“Selling out” Howard Marks



Howard Marks

Poniższa nota jest oparta na notatce opracowanej przez Howarda Marksa, amerykańskiego inwestora i pisarza, znanego współzałożyciela Oaktree Capital Management (AUMs 161 mln USD na koniec 2021 r.). Oryginał dokumentu jest dostępny w całości pod adresem: https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/selling-out.pdf?sfvrsn=5a4f7166_11

Wstęp

Wszyscy inwestorzy znają prostą logikę inwestycji: „Kup tanio, Sprzedaj drogo”. To stwierdzenie to nic innego jak banalna charakterystyka sposobu, w jaki większość inwestorów ukierunkowuje swoją strategię. Nie ma nauki ścisłej, która wskazywałaby idealny moment na sprzedaż aktywów, jednak są pytania, które możemy zadać, które pomogą nam zbliżyć się do tego tematu.

Howard Marks uważa, że istnieją dwa główne powody, które skłaniają inwestora do sprzedaży swoich aktywów: "ponieważ ich wartość wzrosła i ponieważ ich wartość spadła".

▲ Sprzedaj, ponieważ wartość aktywów wzrosła:

"Realizacja zysków" to popularny sposób na sprzedaż aktywów, ponieważ zyskały one na wartości. Aby zrozumieć, dlaczego inwestorzy kierują się takim rozumowaniem, należy przeanalizować ludzkie zachowanie, ponieważ dla wielu sprzedaż jest motywowana psychologicznie.

Krótko mówiąc, duża część sprzedaży ma miejsce, ponieważ inwestorzy doceniają fakt, że ich aktywa przynoszą zyski i nie chcą, aby te zyski zniknęły. Sprzedając aktywa, które zyskały na wartości, umieszcza się zyski w "księdze" i nigdy nie można ich odwrócić. Ktoś może twierdzić, że papiery wartościowe, które zyskały na wartości, są bardziej podatne na spadki niż nowe inwestycje w atrakcyjnie wycenione aktywa, ale jest to dalekie od prawdy.

Analizując wykres aktywów, które zyskiwały na wartości w ciągu 20 lat, w celu realizacji zysku inwestor był zmuszony do ciągłego przekonywania siebie, że nie jest to jeszcze idealny moment, aby sprzedać dane akcje. Bardziej natychmiastowa reakcja mogłaby skłonić go do sprzedaży w różnych momentach ze względu na fakt, że już akcje znacznie zyskały na wartości. Pomimo gwałtownego wzrostu wartości, potencjał spółki stojącej za akcjami również mógł ewoluować do punktu, w którym inwestycja pozostaje w dalszym ciągu atrakcyjna. Dlatego też niezwykle ważne jest, aby inwestor znał fundamenty aktywów, w które inwestuje, aby uniknąć podejmowania nieracjonalnych decyzji w okresach wysokiej zmienności.

Marks nie twierdzi, że inwestor nie powinien sprzedać aktywów, które zyskały na wartości, ale uważa, że nie ma sensu sprzedawać ich tylko z tego powodu.

NOTA TEMATYCZNA - KIEDY SPRZEDAWAĆ?

LUTY 2022

▲ Sprzedaj, ponieważ wartość aktywów spadła:

Jakkolwiek niewłaściwe jest sprzedawanie aktywów tylko dlatego, że zyskały na wartości, sprzedaż tylko dlatego, że straciła na wartości, jest zdaniem amerykańskiego inwestora jeszcze gorsza.

Chociaż zasada brzmi „Kupuj tanio, Sprzedawaj drogo”, wielu inwestorów ma większą skłonność do sprzedaży, gdy inwestycja ulega spadkom. Tak jak ciągłe kupowanie przewartościowanych aktywów może prowadzić do bańki, tak hurtowa sprzedaż niedowartościowanych aktywów może prowadzić do przesadnego spadku wartości na rynku. Te dwa ruchy zachodzą, udowadniając, że inwestorzy mogą przyczyniać się do nadwyżki w obu kierunkach.

Doskonała umiejętność inwestowania polega głównie na wykorzystywaniu błędów popełnianych przez innych inwestorów. *„Oczywiście, sprzedaż aktywów tylko dlatego, że zostały zdewaluowane, jest błędem, który może stworzyć wspiane możliwości dla kupujących”*, mówi Howard Marks.

▲ Powody do sprzedaży

Powody do sprzedaży są różne, ale nie powinny być one związane z obawą przed popełnieniem błędu.

Sprzedaż aktywów to decyzja, która nie powinna być rozpatrywana w oderwaniu od innych, ale raczej jako porównanie wyborów/szans. Każda sprzedaż przenosi określony kapitał. Co zrobisz z tą kwotą? Czy istnieje inna inwestycja, która może przynieść wyższy zysk? Co traci się przechodząc na inną inwestycję? A co traci się nie dokonując zmiany? Być może inwestor nie chciałby reinwestować, ale w takim przypadku musi się zastanowić, czy gotówka jest bardziej atrakcyjna niż utrzymanie inwestycji. Pytania tego typu odnoszą się do **"kosztu alternatywnego"**, jednego z najważniejszych pojęć w decyzjach finansowych.

Tak więc przy podejmowaniu decyzji o sprzedaży istniejących inwestycji kluczową rolę powinny odgrywać przesłanki:

- Jeśli teza inwestycyjna jest mniej zasadna niż poprzednio i/lub jeśli prawdopodobieństwo jej realizacji zmalało, sprzedaż części lub całości inwestycji może być właściwą decyzją;
- Podobnie, jeśli inna inwestycja wydaje się bardziej atrakcyjna - oferując wyższy stosunek ryzyka do zysku - sensowne może być zmniejszenie zaangażowania lub całkowita sprzedaż istniejącej inwestycji na rzecz alternatywy.

NOTA TEMATYCZNA - KIEDY SPRZEDAWAĆ?

LUTY 2022

▲ Końcowe słowa o sprzedaży

"Dla mnie jest jasne, że najważniejszą rzeczą jest ekspozycja na rynek. Moim zdaniem inwestowanie oznacza alokację kapitału w oparciu o rzetelne oszacowany potencjał aktywów i czerpanie korzyści z wyników w długim okresie" - przekonuje amerykański inwestor.

Według JPMorgan Asset Management, w ciągu 20-letniego okresu od 1999 do 2018 roku roczna stopa zwrotu z amerykańskiego indeksu S&P wyniosła 5,6%. Jednak zwrot wyniósłby tylko 2%, gdyby inwestor nie był obecny na rynku w ciągu 10 najlepszych dni, a także ledwo zyskałby, gdyby ominął 20 najlepszych dni!

Howard Marks korzysta również z okazji, by zacytować Billa Millerai:

*„W okresie powojennym giełda w USA wrosła o około 70%. Znacznie mniej korzystne kursy, niż obecne uczyniły właścicieli kasyn bardzo bogatymi, ale większość inwestorów próbuje rozwikłać 30% przypadków, w których akcje spadają lub, co gorsza, poświęcają czas próbując przewidzieć wzrosty i upadki rynku. Większość zysków z akcji koncentruje się w krótkich okresach po wielkim pesymizmie lub strachu, jak widzieliśmy ostatnio po spadkach po wybuchu pandemii w 2020 roku. **Wierzę, że czas, a nie wyczucie chwili, jest kluczem do budowania bogactwa na giełdzie.**”*

NOTA TEMATYCZNA - KIEDY SPRZEDAWAĆ?

LUTY 2022

DISCLOSURES

- Banco de Investimento Global, S.A. is an institution registered on and regulated by the Bank of Portugal and by the Portuguese Securities Market Commission, the two main entities that regulate financial activities in Portugal.
- BiG has a Code of Conduct, applicable to all its employees that carry out activities as financial analysts, with the aim to ensure the continuation of the accuracy, competence and excellence that characterize its institutional image. This document is available for external consultation, if required.
- The analysts in BiG's Research Team do not, and will not, receive any kind of compensation in the scope of the regular carrying out of its recommendations, which reflect strictly personal opinions.
- There isn't a predefined coverage policy in regards to the selection of stocks that are subject to investment recommendations.
- Clarification of the qualitative terms implied in the recommendations:
 - Buy, expected absolute return above 15%;
 - Accumulate, expected absolute return between +5% and +15%;
 - Hold/Neutral, expected absolute return between -5% and +5%;
 - Reduce, expected absolute return between -5% and -15%;
 - Sell, expected absolute return below -15%;
 The investment framework aforementioned is merely indicative and not globally strict.
- Unless otherwise specified, the price-targets of the investment recommendations issued by BiG's Research Team are valid for 12 months.
- The update of the investment recommendations models and respective price-targets will occur, usually, in a period of 6 to 12 months.
- For more information please see our Disclaimer document online in this link, <https://big.pt/InformacaoMercados/AnalisesBig/Outros>, or please contact research@big.pt.

DISCLAIMER

This document has been prepared exclusively for informative purposes, and is based on publicly available information, retrieved from sources deemed trustworthy. BiG does not assume any responsibility for the full correction of the information provided, and the information here provided should not be interpreted as an indicator that any results will be achieved. We emphasize that the projected results are susceptible to alterations due to changes in the assumptions that have served as basis to the information here provided. We forewarn that the previous performance of a security is not a guarantee of identical performance in the future. Changes in exchange rates of securities denominated in a currency different from that of the investor may lead to a negative impact on the value, price or return of such securities. BiG may provide additional information, if so is requested. This document is not a sale proposal, nor a purchase solicitation for the subscription of any securities.

BiG ensures independence in investment recommendations under the terms of points 7.23 and 7.24 of BiG's Conflict of Interest Management Policy. BiG continuously monitors the recommendations issued by analysts under the terms of the Code of Conduct and Personal Transactions Policy.