

Verjük meg a Benchmark-ot!

2006-12-21

Baltimore egy közepes méretű város az Egyesült Államok keleti partján, mindössze 1 órányi autózással a fővárostól. Külföldön kevesen ismerik, vagy ha mégis, nem sok jellegzetességet tudnak róla mondani. Pedig a település és lakói elképesztő teljesítményekre képesek. Baltimore a második leggazdagabb amerikai állam (Maryland) közepén található, a keleti part egyik legfontosabb kikötője tartozik hozzá, Super Bowl esélyes amerikai football csapata van (Baltimore Ravens), és itt dolgozik napjaink egyik legnépszerűbb és legeredményesebb érték-alapú stratégiát követő portfólió menedzsere, Bill Miller.

Miller fő célja az, hogy a legfontosabb benchmark-nak tekintett S&P 500 indexet túlteljesítse. Ez olyannyira jól sikerült neki, hogy 1991 óta eddig minden lezárt évben magasabb hozamot tudott felmutatni, mint a legszélesebb körben figyelt amerikai részvényindex. A keze alatt lévő befektetett 1000 dollár mára 11 070 dollárra nőtt, miközben ugyanez az összeg az S&P 500-ba részvényeibe arányosan elhelyezve (vagy 1997-től a SPY ETF-be téve), csak 5570 dollárra gyarapodott volna. Persze ne feledjük, a világtörténelemben is egyedinek számító felfutás volt tapasztalható 1990-től, ami ugyan megtört az ezredfordulón, de 2003 óta ismét komoly emelkedés volt tapasztalható a tengerentúli tőzsdéken. Bill Miller legjobb évében 49%-os hozamot produkált, ekkor az S&P 500 csak megközelítette a 29%-ot. A legrosszabb éve 18%-os veszteséget hozott, amikor is a benchmark 4%-kal csökkent nagyobb mértékben. A Miller által vezetett Legg Mason Value Trust alap éves szinten 13,7%-ot teljített a befektetőknek, ami kategóriájában a párját ritkítja. Ez az egyetlen olyan termék a befektetési termékek közül, amelyik 1991 óta minden évben legyőzte a benchmark-ot...

...Egészen mostanáig. Tavaly ugyan egy huszáros hajrával Miller az utolsó hónapokban visszaküzdötte alapját az S&P 500 hozama fölé, idén ebben már csak egy jókora karácsonyi csoda segíthet neki ebben, hiszen kövér 10%-kal van elmaradva a benchmark-tól. A sokéves hozam azonban így is lenyűgöző mértékben veri meg a passzív portfólió menedzsmentet folytató alapokat, vagy a SPY ETF-et. Ráadásul Miller-ék jelzik: céljuk nem az, hogy januárban az ő alapjuk újabb rekord döntésével legyen tele a sajtó, hanem hogy bármely 3 éves időszakot visszanezve teljesítsék felül az S&P 500-at.

Hogyan sikerülhetett, akkor ez mégis 15 éven keresztül minden évben? Különösen annak fényében, hogy Miller egyik leggyakrabban idézett mondása szerint, irodalmi fordításban: „Honnan tudom, hogy tévedtem egy részvényt illetően? Már nem közölnek árfolyamot róla!”. Vagyis addig tartja a szerinte alulértékelt cégek részvényeit, amíg ki nem derül, hogy igaza van. Márpedig az elmúlt 15 évben az esetek többségében ez történt. Ugyanakkor tudjuk jól, hogy egy-egy részvény vagy ágazat éveket is el tud térni az egyébként is nehezen megállapított reális értékétől, elsősorban pszichológiai okokból.

Valószínű tehát, hogy míg a Value Trust alap sok éves teljesítménye egy jó stratégia következetes végrehajtásának az eredménye, viszont önmagában a 15 éves rekord széria nem kis részben köszönhető a szerencsének. A jól kiválasztott részvények 15 évig szinte minden alkalommal 1

éven belül beértek, ami egy ilyen jellegű stratégiánál, még Miller és csapata saját bevallása szerint is ennél több időt szokott igénybe venni.

A Legg Mason alapjának egyik jellegzetessége, hogy agresszívan eltér a benchmark szektor súlyaitól. Például idén, a harmadik negyedév végén egyetlen energia szektorból származó részvény sem volt a portfólióban, míg az S&P 500-ban a szektor aránya meghaladja a 9%-ot. Ezen a bátor mentalitáson csúszott el idén az alap. Az alap tekintélyes részben rendelkezik internet részvényekkel, mint például az Amazon, eBay, vagy a Yahoo, amelyek sokat szenvedtek idén, de nem járt jól jó pár egészségbiztosítóval sem. A szokásosnál drasztikusabb súlyok miatt elég egy vagy két szektor 20% körüli relatív gyengesége a többiekkel szemben, és az alap máris beesett az S&P 500 alá. Ez 15 év alatt egyetlen alkalommal sem fordult elő, de még Miller sem tévedhetetlen, idén bekövetkezett az, amire a konkurensok régóta vártak.

A benchmark legyőzésének ezen kívül is lehetnek hátulütői. Ha valaki a Value Trust-ba fektette pénzét 1999 végén, három év múlva annak közel harmadát elveszítette, és valószínűleg nem vigasztalta a tudat, hogy Miller 10-11-12 éve folyamatosan megveri a benchmark-ot. A 70-es években, amikor a piacok az olaj, deviza és társadalmi válság miatt keveset mozdultak el, az S&P 500 pár százalékpontos felülmúlása senkit nem tett volna gazdaggá. 2000 és 2006 között az alap éves teljesítménye az említett 30% feletti drawdown mellett éves szinten alig haladta meg a 6%-ot, míg egy jól diverzifikált hedge-fund portfólió ezt 4%-kal múlta volna felül és a drawdown mindössze 13% lett volna. Ha mindezt kölcsön mellett teszi hozamát az alacsony kamatok miatt majdnem meg tudta volna duplázni, és még mindig kisebb lett volna a maximális visszaesése. Nem mindegy tehát, hogy milyen időszakban próbáljuk megverni a benchmark-ot.

Amennyiben nemcsak emelkedésre spekulálunk, és aktív stratégiával, jó időzítéssel megpróbálunk minden évben pozitív eredményt elérni, teljesen függetleníteni magunkat az esésektől, sőt akár nyerni rajta, nem kell többé a benchmark-okkal törődnünk. Ehhez gyakori pozícióváltásokra van szükség, néha el kell viselni hogy aluteljesítjük a piacot, és természetesen amúgy is nehéz dolgunk van, mert pokolian nehéz olyan stratégiát találni, ami rendszeresen szállítja nekünk a kiugró eredményeket.

Persze ne feledjük el, hogy a Value Trust eszközértéke 20 milliárd dollár felett van, de Miller stratégiája alapján a kezelt összeg 45 milliárd dollárt is meghaladja. Ilyen méretű befektetés mellett Miller teljesítménye olyan, mint egy olajszállító hajóval szlalom versenyt nyerni a jéghegyek között. Ekkora tőke mellett szinte lehetetlen a fent említett módon kiugró eredményt elérni, mert képtelenség gyorsan ki-be ugrálni a piacra, és az egyes részvényekbe, pláne lehetetlen ha tőkeáttételt is igénybe venne. Aki viszont teheti, próbáljon aktívan reagálni az egyes piaci szituációkra, akár jól szabályozott kockázatkezelés mellett tőkeáttételt is felhasználva, sőt az esésre is spekulálva. Ezt megteheti a piaci pszichológia vizsgálata alapján, a technikai elemzés segítségével, vagy abszolút hozamú alapokba való fektetéssel.

Bill Miller lenyűgöző sorozatának végével talán jelzésértékűen zárul le egy korszak, az alulárazott részvények keresésével emelkedésre való spekuláció időszaka, amelynek a vége a többség számára már 2000-ben elérkezett. Abban az évben Baltimore amerikai football csapata lett az Egyesült Államok legjobbjá. Jövőre valószínűleg ismét nem Miller, hanem a Baltimore Ravens-nek van esélye gondoskodni arról, hogy a város szerepeljen a címlapon.

Faluvégi Balázs
Bridge Wealth Management