

Burzovní bubliny dokážeme rozeznat až zpětně

Jaroslav Krejčí
jaroslav.krejci@economia.cz

Burzovní investoři jsou při svém rozhodování zatíženi řadou předpokladů, což pak vede k chybám při výběru investic. Tvrdí to v rozhovoru pro HN hlavní investiční stratég investiční společnosti Conseq Michal Stupavský. Právě on se zabývá oblastí takzvaných behaviorálních financí – tedy zkoumáním chování lidí v oblasti finančních trhů. Na toto téma vydal před několika lety i knihu nazvanou Investor 21. století.

HN: Proč by podle vás měli investoři něco vědět o psychologii investování?

Podíval bych se na to z jiného úhlu. Tradiční finanční teorie je zcela odtržena od reality. Například dává rovnítko mezi rizikem a kolísáním cen cenných papírů, což je hodně teoretické a s realitou to nemá nic společného. Podle mě většina investorů spojuje riziko s nějakou pravděpodobností trvalé ztráty kapitálu.

HN: A tak to není?

Moderní teorie zdůrazňuje, že by se investoři měli dívat na portfolio jako na celek, a ne na jednotlivé finanční nástroje odděleně. Přičemž v realitě se ukazuje, že investoři si vytváří v hlavě takzvané mentální účty. Jde o mentální účetnictví, kdy každý individuální cenný papír má v hlavě investora vlastní provozní skóre. A hodnotí se zisky, ztráty na konkrétním cenném papíru.

Důležité také je, že tradiční finanční teorie je hodně založená na teorii efektivních trhů, kterou zpopularizoval Eugene Fama. Ta říká, že finanční trhy a cenné papíry jsou vždy správně oceněné. Takže investoři v podstatě nemají šanci na dlouhodobě bázi překonávat zhodnocení burzovních indexů.

HN: Proč se tedy zabýváte zkoumáním chování investorů?

Když začali Daniel Kahneman, nositel Nobelovy ceny za ekonomii za rok 2002, s Amosem Tverským v 70. letech dělat svůj výzkum v oblasti kognitivní psychologie, který položil základy behaviorálních financí a obecně behaviorální ekonomie, přišli na to, že lidské uvažování a rozhodování je rozděleno na dvě zcela odlišné části. Jeden typ uvažování je rychlý, intuitivní a prakticky nevědomý. Lidé jej používají neustále, v průběhu celého dne. V drtivé většině případů nese tento typ uvažování své ovoce. Nicméně co se investování týče, vzhledem k tomu, že lidské uvažování je zatíženo takzvanými behaviorálními předpoklady, tento typ uvažování často vede u analytickyjších rozhodovacích problémů k zásadním chybám.

Druhý typ uvažování a rozhodování je pomalý, logický a racionální. Ten ovšem lidé nedokážou používat nevědomky a automaticky. Lidé kvůli němu musí vyvinout určité úsilí.

HN: K čemu jako investiční stratég využíváte tyto poznatky?

Aktuálně se hodně zabývám takzvanými kreditními analýzami firemních dluhopisů, v rámci kterých hodnotím finanční zdraví korporací. A tam se snažím aplikovat dvoufázový rozhodovací proces. Jedná se o to, že většina investorů si při výběru investice odpovídá pouze na otázku, proč by měli do dané akcie či dluhopisu inves-

tovat. Já se naopak snažím pravděpodobnost investičního úspěchu zvýšit tím, že nejdříve hledám důvody, proč do dané akcie či dluhopisu neinvestovat. Jedná se o takzvané kontra potvrzení. To přímo souvisí s důležitým behaviorálním předpokladem – předpokladem potvrzení. Ten říká, že investoři mají silnou vrozenou tendenci vyhledávat a brát v potaz pouze data a informace, které potvrzují správnost jejich minulých rozhodnutí.

A naopak zpochybňovat či zcela ignorovat informace a data, která naznačují, že jejich minulá investiční rozhodnutí správná nebyla. Často se mi proto v praxi stane, že najdu dva tři důležité důvody, které mě od investice odradí. Pokud se to nestane, tak v druhé fázi hledám důvody, proč do konkrétního dluhopisu investovat. Tím se snažím přiklonit pravděpodobnost investičního úspěchu více na svoji stranu.

HN: Nemůže ale váš přístup vést až k přílišné opatrnosti, tedy opaku přehnaného optimismu?

Určitě platí, že můj přístup je enormně opatrný. Já se ale vždy snažím aplikovat důležité pravidlo hodnotového investování, kdy by se investoři měli snažit především neztratit svůj kapitál, zabránit trvalé ztrátě úspor.

HN: Co nám dokážou behaviorální finance říci k tvorbě bublin na finančních trzích? Je vůbec možné rozeznat, že se na trhu právě tvoří bublina?

Prakticky vždy to dokážeme říci až zpětně. Zde je důležité zmínit další behaviorální psychologický předpoklad. Do češtiny se překládá jako předpoklad zpětného pohledu (hindsight bias). Ten říká, že investoři, analytici a koneckonců i lidé obecně mají tendenci vysvětlovat veškerý minulý vývoj jako určitou sekvenci událostí, které na sebe logicky navazovaly. A snad i šly předvídat. Ale tohle platí jen ze zpětného pohledu.

Když se nyní díváme na nejbližší budoucnost, například libanonsko-americký investor, esejista a expert na finanční matematiku Nassim Taleb říká, že svět je daleko chaotičtější, daleko více náhodný, než si většina investorů a analytiků myslí. Takže to, že je na nějakých akciových titulech nebo celých trzích bublina, můžeme v aktuální chvíli akorát spekulovat. Ale to, že to bublina skutečně byla, se případně dozvíme až zpětně, až když splaskne.

HN: Jakých chyb se investoři dopouštějí, když se rozhodují, kam investovat?

Akademičtí zdokumentovali několik desítek psychologických předpokladů. Jedním z nich je také přehnaný optimismus. Ten ukazuje, že se většina investorů a analytiků dívá na trhy růžovými brýlemi. Že vidí budoucnost, například vývoj zisků, velice optimisticky. Z toho pak vyplývají negativní překvapení v budoucnu, když je skutečný vývoj horší, než zněly předpovědi.

Důležitým problémem je i takzvané informační přetížení, kdy se investoři snaží získat a analyzovat o dané firmě až příliš mnoho informací. Akademické studie ale ukázaly, že když se dostaneme za určitý pomyslný bod množství znalostí, dat a informací, tak další znalosti a další data už jsou spíše ke škodě. Takže je dobré najít zdravý kompromis.

Mezi další mylná očekávání investorů patří také takzvaný dispoziční efekt. Ten říká, že investoři



Michal Stupavský (34)

Působí jako hlavní investiční stratég společnosti Conseq. Vystudoval finance a oceňování podniku na VŠE v Praze. Je držitelem mezinárodního titulu CFA. Je spoluautorem první knihy o behaviorálních financích v češtině Investor 21. století.

Foto: Conseq

Inzerce

Odpovědné investování s NN Fondy

Udržitelnost nebo atraktivní výnos? Nedělejte kompromisy

V NN Investment Partners jsme získali nejvyšší rating A+ od OSN za náš přístup k společensky odpovědnému investování. Zároveň máme dlouholetou tradici odpovědných fondů již od roku 1999. Konkrétním příkladem je fond **NN (L) Global Sustainable Equity**, který dosahuje od založení průměrného ročního zhodnocení 12,53 %.

mají velmi silnou tendenci prodávat ziskové pozice příliš brzy a naopak držet ztrátové pozice příliš dlouho.

Mezi zjištěné jevy patří i averze k lítosti, kdy si investoři nechtějí přiznat, že udělali chybu. Mají také velice silnou tendenci k tomu, že nechtějí žádnou investici uzavřít se ztrátou. Jedná se o takzvanou averzi ke ztrátám. To souvisí s dispozičním efektem. Takže pokud se investor těchto chyb vyvaruje, měl by dosahovat lepších výsledků.

Zmínil bych také efekt vlastnictví. Ten říká, že jakmile investoři nakoupí nějakou akcii, často si kni vytvoří silné pouto. To znamená, že pokud se taková pozice dostane do ztráty, vlastní ji následně příliš dlouho, místo aby ji odprodali.

HN: Jak lze těmto chybám předcházet? Například předčasnému odprodeji ziskových obchodů?

Z mé vlastní zkušenosti si většina investorů nedělá u akcií oceňovací neboli valuační modely. Jen díky nim si přitom dokážeme udělat představu, jaká je přibližně základní vnitřní hodnota dané akcie.

Když jsme nějakou akcii před lety nakoupili a její kurz vzrostl například o 20 procent, nikdo neříká, že by cena nemohla jít ještě výš. A právě tady by si dlouhodobí investoři měli dát důkladnou práci a udělat si ocenění, stanovit si odhad fundamentální vnitřní hod-

noty a rozhodovat se podle toho. Pokud mi vyjde, že cena je na burze výše než vypočítané ocenění, je to náznak, že je dobrá akcie prodat. Pokud je naopak ocenění vyšší než aktuální kurz, je dobrá akcie dál držet. Z mé zkušenosti se potvrzuje, že v jednoduchosti valuačních modelů je elegance a skrytá síla, přičemž platí, že kvalitní valuační model se dá vytvořit za jedno odpoledne.

HN: Říká nám psychologie něco o tom, že řada lidí si vybírá investice podle toho, zda jde o akcie domácích firem? Například kvůli představě, že když je to česká firma, tak o ní víc vědí?

Tomu se říká domácí předpoklad. Tady ekonomové v empirických studiích ukázali, že investoři velice silně preferují investice z domácího prostředí. Kvůli tomu ovšem přicházejí o zajímavější příležitosti, které nabízejí zahraniční trhy. Tady působí to, že čím je nám daná firma regionálně blíže, tím jsme psychologicky s investicí více v pohodě. Máme pocit, že ji více známe, a že je tak třeba méně riziková.

Zde existuje i předpoklad, který se nazývá averze k nejasnosti. Ten říká, že investoři mají strach z neznámého a preferují domácí akciové tituly. Ale samozřejmě pokud investoři nediverzifikují po celém světě, přicházejí o řadu potenciálně zajímavých příležitostí.



NN investment partners

Čistá roční výkonnost CZK třídy od založení 18. 5. 2017 do 31. 8. 2020, zdroj: NN Investment Partners. Tento dokument má pouze informační charakter, nejedná se o nabídku ke koupi cenných papírů. S investováním jsou spojena některá rizika. **Minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích. Hodnota investice může kolísat a není zaručena návratnost investované částky.** Upozorňujeme také na možné kolísání výnosů z důvodu výkyvů měnového kurzu. Všechny důležité informace a dokumenty týkající se zmiňovaných fondů, včetně souvisejících rizik a nákladů, jsou k dispozici na www.nnfondy.cz.

www.nnfondy.cz

HN058341-1