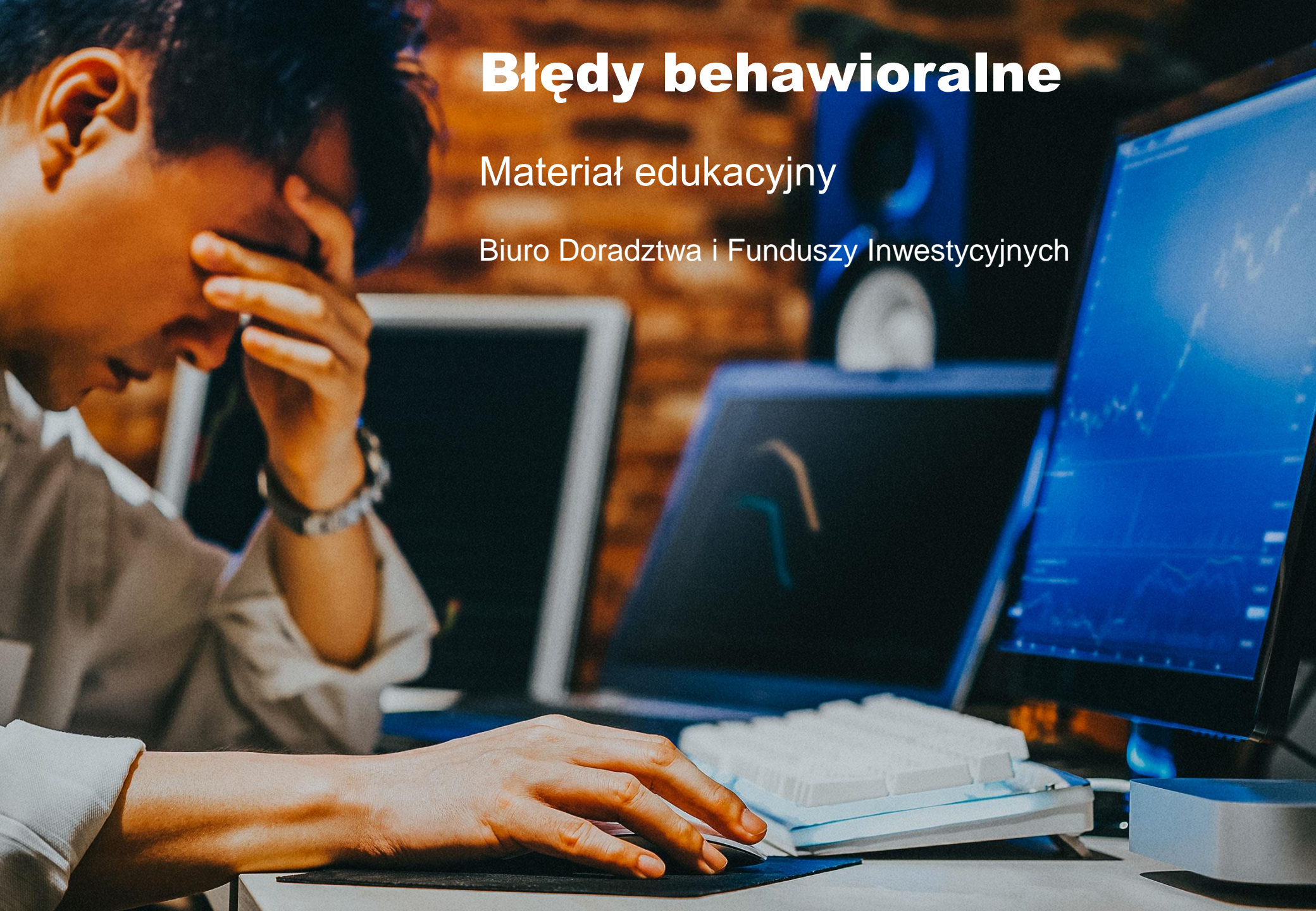


Błędy behawioralne

Materiał edukacyjny

Biuro Doradztwa i Funduszy Inwestycyjnych



Finanse behawioralne

Czy zawsze inwestorzy podejmują racjonalne decyzje?

Klasyczne, tradycyjne podejście do ekonomii zakłada, że inwestorzy działają racjonalnie. Posiadają oni pełen dostęp do informacji, ich działania cechuje awersja do ryzyka i dążą do maksymalizacji swoich korzyści.

Jak wygląda jednak praktyka? Czy nie jest tak, że czasami na decyzje inwestorów wpływają również silne emocje, które wiążą się z osiąganiem zysków, ponoszeniem strat, pragnieniem osiągnięcia sukcesu na rynku finansowym i strachem przed porażką? Czy każda nowa informacja poddawana jest obiektywnej analizie i przeszłe doświadczenia nie mają wpływu na jej interpretację? Na te, jak i inne pytania starają się odpowiedzieć **finanse behawioralne** - bardzo dynamicznie rozwijający się kierunek w ekonomii.

Aspekt behawioralny można rozpatrywać na płaszczyźnie:

1. Micro – podejście skupione na znajdowaniu i opisywaniu **indywidualnych błędów** podejmowanych w decyzjach finansowych. Błędy te dzielą się na dwie grupy:
 - A. Błędy poznawcze (kognitywne)
 - B. Błędy emocjonalnePowyższe błędy zostaną szczegółowo opisane w dalszej części niniejszej prezentacji
2. Makro – podejście, które opisuje nieefektywności i anomalie rynkowe

Mimo bardzo dobrej strategii inwestycyjnej, dużej wiedzy rynkowej i doświadczenia, inwestorom ciężko jest odnosić sukcesy na rynkach finansowych jeżeli systematycznie popełniają błędy behawioralne. Podstawowa wiedza z zakresu finansów behawioralnych i znajomość błędów jest zatem nie mniej istotna niż umiejętność budowy portfela czy też wyceny akcji i obligacji. Dość często emocje oraz błędy w procesie przetwarzania informacji sprawiają, że zupełnie odkładamy na bok nasze wcześniejsze założenia dotyczące danej inwestycji np. jaki był jej cel, akceptowalne ryzyko – a to oczywiście jest receptą na słabe wyniki w dłuższej perspektywie. Co więcej bardzo duża część inwestorów nie ma nawet świadomości istnienia tych błędów – a w takiej sytuacji naturalnie trudno o ich wyeliminowanie i poprawę osiągniętych stóp zwrotu.

Grupy błędów behawioralnych

Błędy emocjonalne

Wynikają z emocji, intuicji i uczuć inwestora

- Awersja do strat
- Nadmierna pewność siebie
- Brak samokontroli
- Efekt braku zmian
- Efekt posiadania

Błędy emocjonalne są zazwyczaj trudne do wyeliminowania. Inwestor powinien przede wszystkim mieć świadomość ich istnienia i dążyć na ile to możliwe do ograniczenia ich wpływu na proces inwestycyjny. Z kolei jeżeli chodzi o **błędy poznawcze**, można zdecydowanie łatwiej (poprzez edukację, poradę) je wyeliminować.

Błędy poznawcze (kognitywne)

Wynikają z niewłaściwego toku rozumowania, procesu przetwarzania informacji, stosowanych heurystyk, założeń, czy też luk w pamięci

- Efekt konserwatyzmu
- Efekt potwierdzenia
- Reprezentatywność
- Iluzja kontroli
- Myślenie wsteczne
- Efekt zakotwiczenia
- Efekt ram

Awersja do strat (ang. Loss Aversion Bias)

- **Awersji do strat** jest to zjawisko polegające na preferowaniu unikania strat od osiągnięcia zysków.
- Jakiego są tego skutki?:
 - Utrzymywanie stratnych pozycji dłużej niż uzasadnia to fundamentalne podejście
 - Zbyt szybkie zamykanie zyskownych pozycji
 - Docelowo utrzymywanie portfela bardziej agresywnego niż wynikałoby to z profilu (zostają tylko stratne pozycje)

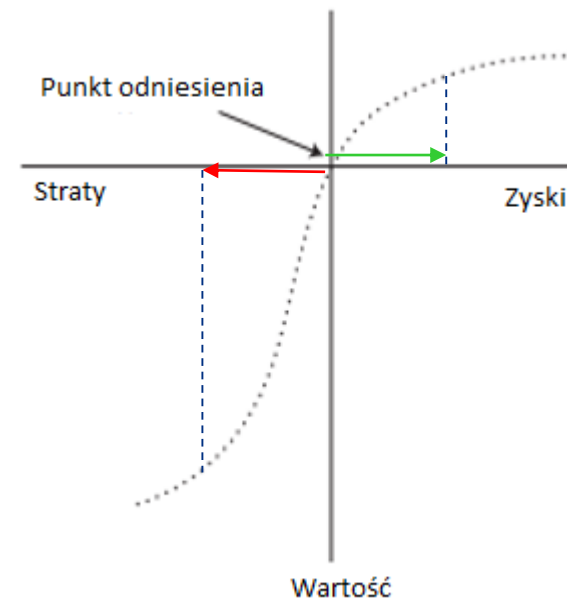
Przykład:

Inwestor po długim okresie obserwowania amerykańskich indeksów giełdowych podjął decyzję, że po silnych spadkach w 2018r, na początku 2019r zainwestuje w portfel akcji kilku wybranych spółek wchodzących w skład indeksu S&P500. Uwagę inwestora przykuło 5 spółek, w które zainwestował łącznie 50 tys. USD, w równych kwotach po 10 tys. USD. Po 2 miesiącach inwestor zdecydował, że przejrzy swój portfel inwestycyjny – jego wyniki wyglądały następująco:

Spółka A +3,5%, Spółka B +7,5%, Spółka C +0,8%, Spółka D -5,6%, Spółka E -9%.

Usatysfakcjonowany świetnymi zyskami osiągniętymi w krótkim czasie na trzech pierwszych spółkach (A,B,C) podjął on decyzję o zamknięciu tych pozycji. Pozostałe dwie pozycje pozostawił w portfelu „aż odrobą nieduże straty i wyjdą na plus”. Dwa miesiące później znów sprawdził notowania portfela. Niestety wynik przy spółce D pokazywał stratę 13% zaś przy spółce E aż - 19%. Inwestor zupełnie odrzucał możliwość zamknięcia pozycji na takich stratach. Akurat minionego popołudnia spotkał się z bardziej doświadczonym kolegą, który opowiedział mu o metodzie uśredniania kosztu zakupu i postanowił wykorzystać ten mechanizm w obecnej sytuacji. Za 30 tys. USD, którymi dysponował inwestor po zamknięciu trzech zyskownych pozycji, dokupił akcje spółek D i E, a cena zakupu była odpowiednio o 13% i 19% niższa. Teraz wystarczyłoby nieduży ruch ceny w górę i pozycje w portfelu wyszłyby „na zero”. Inwestor nie myślał już o zarobku, chciał teraz tylko zamknąć pozycje bez strat. Po kolejnych 2 miesiącach sytuacja wyglądała tak, że kurs spółki D był 31% poniżej początkowego poziomu, spółka E była 13% „pod kreską”. Co ciekawe spółki A, B i C które sprzedał inwestor były odpowiednio +29%, +19% oraz + 8,1% wyżej niż podczas pierwszych zakupów. Niestety nie partycypował on już w tych wzrostach, gdyż zbyt szybko pozbył się zyskownych pozycji

Mimo, iż błąd jest trudny do wyeliminowania należy starać się fundamentalnie oceniać pozycje posiadane w portfelu oraz analizować je pod kątem prawdopodobieństwa osiągnięcia zysków i strat.



Źródło: CFA Program Curriculum, Wiley 2019

Niechęć do poniesienia straty X będzie większa niż atrakcyjność zysku wynoszącego X.

Nadmierna pewność siebie (ang. Overconfidence Bias)

- Ten błąd behawioralny przejawia się tym, że inwestorzy wierzą, że są w stanie uzyskać stopy zwrotu wyższe niż przeciętne dla rynku. Tendencja do przeceniania swojej wiedzy i umiejętności jest nie tylko charakterystyczna dla działalności inwestycyjnej, ale też ujawnia się w innych obszarach. W przypadku inwestowania na rynkach finansowych zazwyczaj zjawisko to ujawnia się w momencie gdy zaliczamy serię udanych inwestycji, co przypisujemy oczywiście nie przypadkowi, ale naszym wyjątkowym umiejętnościom prognostycznym.
- **Skutki:**
 - Niedoświadczanie ryzyka, zbyt optymistyczne oczekiwania co do przyszłych stóp zwrotu
 - Trzymanie słabo zdywersyfikowanych portfeli
 - Zbyt duża aktywność na rynku (próba przewidzenia zmian na rynku w krótkiej perspektywie)

Przykład:

Inwestor po przeczytaniu najnowszej książki o analizie technicznej, za którą zapłacił ponad 399 zł (łącznie z kursem dla traderów w wersji online) postanowił, że spróbuje swoich sił na rynku kontraktów terminowych na WIG-u20. Wcześniej inwestował on w fundusze inwestycyjne, ale stwierdził, że 5-7% stopy zwrotu nie spełniają jego oczekiwań. Autor książki wskazywał na swoje sukcesy na rynku kontraktów i łatwą możliwość osiągnięcia stopy zwrotu na poziomie 40-50% dzięki wykorzystaniu dźwigni finansowej. Jeden z jego kolegów inwestujący na rynku od ponad 20 lat zasugerował mu aby również przygotował się pod kątem zarządzania ryzykiem oraz nie angażował zbyt dużych środków w ramach kontraktów, pamiętając o tym aby dywersyfikować swój portfel. Inwestor jednak postanowił, że w pierwszej kolejności zacznie analizować techniczne sygnały wejścia na rynek, skupiając się na wykorzystaniu poziomów wsparcia i oporu. Początek przygody z rynkiem kontraktów terminowych na WIG20 przypadł na 2018r i od samego początku inwestorowi udawało się zamykać transakcje na solidnych plusach. Wyznaczone przez niego poziomy wsparcia działały znakomicie i z każdą kolejną transakcją kupował on coraz większe ilości kontraktów zwiększając zaangażowanie kapitałowe. Pod koniec 2019r uświadomił sobie, że dysponuje kwotą 180 tys. zł podwajając w trakcie roku zainwestowany kapitał. Na początku 2020r inwestor zerwał lokaty, które posiadał w banku na kwotę 150 tys. – teraz dopiero dysponował naprawdę poważnym kapitałem, który umożliwiał mu zakup bardzo dużej ilości kontraktów i w konsekwencji osiągnięcie jeszcze większych zysków. Przestał edukować się, gdyż momenty wejścia na rynek i otwierania pozycji były niemal idealne. Nie używał również zleceń stop-loss, które ochroniłyby jego pozycję gdyby jednak kierunek rynku był odmienny niż prognozowany – prawdopodobieństwo takiego scenariusza było zdaniem inwestora bardzo małe. Przełomowy okazał się marzec, kiedy to przez światowe giełdy, w tym GPW, przetoczyła się niespodziewana i błyskawiczna fala wyprzedaży związana z obawami o skutki pandemii koronawirusa. Kontrakty na WIG20 runęły 30% w ciągu kilku tygodni, a inwestor nie mając planu działania, biernie przyglądał się sytuacji. Ostatecznie jego pozycja została zamknięta, a z zainwestowanego kapitału zostało zaledwie 25 tys. zł.

Należy analizować swoje zyskowe oraz stratne transakcje, kalkulować swój wynik inwestycyjny za dłuższy okres czasu, rozpatrywać alternatywne (również negatywne) scenariusze, które mogły się zdarzyć i ich możliwy wpływ na wyniki.



Wykres. Indeks WIG20 za ostatni 3 lata. Źródło: Stooq.pl

Brak samokontroli (ang. Self-control Bias)

- Ten błąd behawioralny przejawia się w tym, że większość ludzi ma tendencję do przedkładania bieżącej konsumpcji nad długoterminowe cele, które wymagałyby zwiększenia oszczędności.
- Skutki:
 - Brak planowania emerytalnego,
 - Rozpoczęcie odkładania środków na zabezpieczenie emerytalne zbyt późno, co może skutkować zbyt ryzykownym ułożeniem portfela, tak by nadrobić stracony czas.
 - Zbyt duży udział instrumentów w portfelu generujących bieżący dochód (obligacje rządowe, korporacyjne, fundusze akcyjne wypłacające systematycznie dywidendę). Takie rozwiązania powiększają dostępne bieżące środki, które można przeznaczyć na konsumpcję kosztem realizacji długoterminowych celów.

Przykład:

Inwestor jest 43-letnim programistą w dużej korporacji. W ciągu ostatnich 9 lat czterokrotnie awansował co zawsze wiązało się z dość znaczną podwyżką – obecnie zarabia 8900 zł netto. Nie posiada on znacznych oszczędności – fakt ten związany był z tym, że zawsze w ostatnich latach pojawiały się znaczne wydatki takie jak: wkład własny na zakup nowego mieszkania, wyposażenie nowego mieszkania, coroczne wyjazdy zagranicę z całą rodziną. Ma on świadomość, że jego emerytura będzie znacznie niższa niż obecna pensja, jednak decyzję o rozpoczęciu inwestowania środków odkłada ciągle „na później”, gdyż uważa, że 20 lat (do emerytury) to bardzo długi okres i póki co są ważniejsze kwestie niż oszczędzanie na „jesień życia”. Ostatnio znajomy, który pracuje w finansach wspominał mu o IKZE – dzięki wpłacie maksymalnej kwoty 6 272,40 zł rocznie* mógłby uzyskać już teraz korzyść podatkową w kwocie ponad 2000 zł, a zainwestowane środki mógłby dowolnie ulokować z myślą o wykorzystaniu ich na emeryturze. Inwestor twierdzi, że niestety nie jest w stanie jednak zamrozić takiej kwoty i obiecuje sobie, że w przyszłym roku poważnie pomyśli o planie emerytalnym. Kilka miesięcy później zwrócił on uwagę, że związku ze słabą koniunkturą gospodarczą oraz w sektorze motoryzacyjnym w 2020r, wielu dealerów samochodowych przygotowało dla klientów solidne rabaty (nawet 25%). Postanowił on w związku z tym wykorzystać tę wyjątkową sytuację i zakupił nowy samochód (mimo, że poprzedni miał zaledwie 4 lata) – do sfinansowania zakupu wykorzystał niewielkie oszczędności oraz kredyt samochodowy.

Należy opracować swój długoterminowy plan inwestycyjny, oparty na celach, potrzebach i dostosowywać do niego wszystkie codzienne decyzje związane z oszczędzaniem oraz konsumpcją.

*limit wpłat do IKZE ustalony na 2020r.

Efekt braku zmian (ang. Status Quo Bias)

- **Efekt braku zmian** - z tym błędem behawioralnym mamy do czynienia gdy inwestorzy preferują zachowanie stanu obecnego i niedokonywanie żadnych zmian nawet jeżeli wydają się one uzasadnione.
- Skutki:
 - Niewłaściwie zbudowany portfel (alokacja niedostosowana do profilu ryzyka, celów finansowych)
 - Niewykorzystywanie możliwości inwestycyjnych na rynku

Ten efekt może dotyczyć ruchów i zmian na portfelu inwestycyjnym jak i innych zachowań inwestora, takich jak chociażby w poniższym **przykładzie**:

Inwestor 15 lat temu zaczął swoją przygodę z rynkiem kapitałowym i wtedy też założył swoje pierwsze konto w Domu Maklerskim „Przyszłość”. Do dziś pozostaje aktywnym inwestorem i dokonuje zmian w alokacji swoich aktywów zgodnie z własnym „view” rynkowym. Ostatnio w pewnym portalu internetowym zauważył ranking, z którego wynika, że jego Dom Maklerski znajduje się na jednym z ostatnich miejsc pod kątem kosztów transakcyjnych i jakości dostępnego serwisu analitycznego. Inwestor płaci o 0,15 pkt procentowego wyższą prowizję za nabycie i sprzedaż niż pięć pierwszych domów maklerskich w rankingu. Co więcej inne domy maklerskie dają dostęp do rynków zagranicznych (a nie tylko lokalnej GPW) i świadczą profesjonalną usługę doradztwa, o czym w swoim domu maklerskim inwestor może tylko pomarzyć. Mimo to po bardzo krótkiej i pobieżnej analizie postanawia, że pozostanie nadal klientem Domu Maklerskiego „Przyszłość”.

Należy spróbować w obiektywny sposób oszacować wpływ potencjalnej zmiany na ograniczenie ryzyka oraz możliwą poprawę stóp zwrotu na portfelu inwestycyjnym.

Efekt posiadania (ang. Endowment Bias)

Efekt posiadania - jest to błąd behawioralny, który przejawia się w tym, że ludzie przypisują większą wartość aktywom, które posiadają w portfelu, niż w sytuacji gdyby nie byli ich właścicielami.

- Skutki:
 - Brak decyzji o sprzedaży danych aktywów i zastąpieniu ich innymi pozycjami
 - Utrzymywanie niewłaściwej alokacji (zbyt duża koncentracja, alokacja niedostosowana do profilu ryzyka, celów finansowych)
 - Utrzymywanie pozycji w portfelu, które inwestorowi wydają się znane i które jest w stanie ocenić i przeanalizować (niechęć do zastąpienia tych pozycji innymi, o których nie ma większej wiedzy)

Przykład:

Inwestor posiadał znaczne oszczędności, które lokował na giełdzie. Zawsze interesował się szczególnie sektorem ochrony zdrowia i sporą część portfela zainwestował w spółki związane z tą branżą. Wynikało to z tego, że jego rodzina posiadała 25% pakiet akcji spółki farmaceutycznej notowanej na giełdzie. Po śmierci ojca, inwestor oraz jego 3 siostry otrzymali w spadku akcje. Wartość pakietu akcji, w posiadanie którego wszedł, wynosiła ponad 8 mln zł, co stanowiło prawie 70% jego aktywów. Ponad 50%-owy pakiet akcji spółki posiadał pewien duży fundusz private equity, a inwestor i jego siostry byli inwestorami mniejszościowymi. Opiekun w banku, wielokrotnie zwracał mu uwagę, na zbyt dużą koncentrację tej pozycji w jego portfelu i zbyt dużą ekspozycję na jeden sektor. Był on jednak mocno przywiązany do posiadanych akcji, gdyż wiedział jak duże znaczenie miał ten biznes dla jego ojca, nie mógł sobie pozwolić na sprzedaż tych walorów, tym bardziej, że notowania spółki zachowywały się nieco lepiej od innych spółek z branży. Przez kolejnych kilkanaście lat inwestor nadal utrzymywał to samo zaangażowanie w spółkę i mimo, że powoli zbliżał się do wieku emerytalnego nie potrafił pozbyć się spółki i ograniczyć zaangażowania w akcje.

Inwestor powinien zadać sobie pytanie czy gdyby dysponował sumą pieniędzy stanowiącą równowartość jego całego portfela inwestycyjnego, ulokowałby środki w identyczny sposób jak jego obecna alokacja.

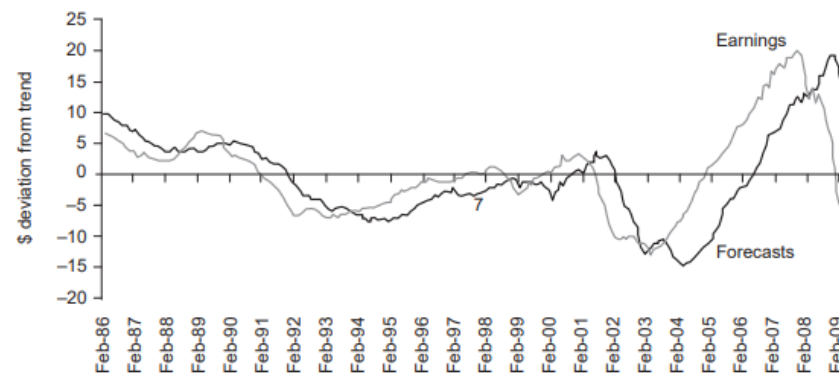
Efekt konserwatyzmu (ang. Conservatism Bias)

- Błąd związany z **konserwatyzmem** pojawia się gdy inwestor pozostaje przy swojej opinii, prognozie i nie reaguje na nowo pojawiające się informacje.

Przykład:

Inwestor od 5 lat zajmuje się selekcją małych i średnich spółek z rynku polskiego. Robi to na potrzeby własnego portfela inwestycyjnego i jest przekonany, że potrafi wygenerować w dłuższej perspektywie zwroty lepsze niż „rynek”. Ostatnio jego uwagę przykuła jedna ze spółek farmaceutycznych z rynku NewConnect, która ogłosiła, że podpisała z dużym amerykańskim koncernem farmaceutycznym umowę o współpracy i planuje wspólnie wypuścić jesienią na rynek nowy, przełomowy lek stosowany w onkologii. W reakcji na informację spółka urosła o 8%, a inwestor postanowił kupić znaczny pakiet akcji spółki licząc, że zrealizowanie się scenariusza opisanego w komunikacie do inwestorów może sprawić, że kapitalizacja spółki wzrośnie co najmniej kilkukrotnie. Tydzień później amerykańska firma doprecyzowała, że umowa o współpracy dotyczy póki co tylko wymiany pracowników i ma umożliwić zdobycie polskim pracownikom doświadczenia, zaś Amerykanie będą mogli poznać realia rynku Europy Środkowowschodniej. Docelowo możliwa jest dalsza współpraca (w tym również nad nowymi lekami). Mimo, iż informacja ta była dla inwestora mocno rozczarowująca, pozostawił on spółkę w portfelu, ani nie zmniejszył procentowego zaangażowania. Miesiąc później dwóch członków zarządu sprzedało znaczne pakiety akcji na rynku, jednak inwestor nieco zaniepokojony nadal trzymał akcje spółki. W ciągu kolejnego roku spółka ani razu nie odniosła się do planów wprowadzenia leku, a umowa o współpracy została zerwana. To wszystko nadal nie przekonywało inwestora by pomyśleć o sprzedaży chociażby części posiadanych akcji spółki.

Exhibit 1 Analysts Lag Reality



Źródło: CFA Curriculum 2020, BEHAVIORAL FINANCE AND CAPITAL MARKET EXPECTATIONS.

Analitycy rynkowi często w swych prognozach ulegają błędowi związanemu z konserwatyzmem. Powyższy wykres dobitnie pokazuje, że w kluczowych punktach zwrotnych, mimo wyraźnych sygnałów zmiany trendu dynamiki zysków spółek, zakładają oni utrzymanie poprzedniej tendencji.

Należy analizować wszystkie nowe informacje i oceniać je w kontekście tego czy mają one wpływ na poprzednią prognozę.

Efekt potwierdzenia (ang. Confirmation Bias)

- Błąd, który sprowadza się do tego, że inwestorzy szukają informacji, które zgadzają się z ich poglądami i przekonaniem i jednocześnie niedoszacowują kontrargumenty i fakty, które przemawiają za odmiennym scenariuszem.
- Skutkiem tego błędu może być zbyt długie utrzymywanie w portfelu pozycji, która w przypadku obiektywnej, fundamentalnej oceny powinna być zamknięta.

Przykład:

Inwestor od 2019r posiadał bardzo niewielki udział akcji w portfelu – trend wzrostowy obserwowany na Wall Street wydawał mu się nie do utrzymania i głęboko wierzył, że trwająca hossa niebawem się skończy. Początek 2020r był czasem wyczekiwania na zajęcie krótkiej pozycji (czyli takiej, która umożliwia zarabianie na spadkach). Obawy o skutki pandemii koronawirusa spowodowały olbrzymie i dynamiczne spadki na światowych rynkach, które początkowo zaskoczyły inwestora. Uważnie analizując jednak sytuację, doszedł on do wniosku, że mimo spadków, które już się zadziały, na rynku rysuje się perspektywa dalszej przeceny, gdyż skala recesji, która nas czeka będzie niespotykana w historii. W drugim tygodniu marca zajął więc on krótką pozycję (sprzedając kontrakty na S&P500) i od samego początku jego pozycja zaczęła przynosić solidne zyski. Jego spokój nie trwał jednak długo, gdyż pod koniec marca zaczęło dziać się coś dziwnego – indeks S&P500 zaczął powoli zawracać, a dla inwestora wiązało się to z coraz mniejszymi zyskami na otwartej pozycji. Widząc dane dotyczące nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA, które były publikowane każdego tygodnia w czwartek – uspokojał się. Co tydzień za oceanem przybywało kilka milionów nowych bezrobotnych – „to musi wpłynąć negatywnie na rynek akcji” wnioskował inwestor. Potem przyszły dane dotyczące bezrobocia w USA (14,7%), światowe instytucje zaczęły podawać katastroficzne prognozy spadku PKB globalnej gospodarki, wskaźniki PMI notowały rekordowo niskie poziomy – inwestor z uwagą każdego dnia wyszukiwał i analizował te odczyty szukając potwierdzenia dla słuszności swojej tezy, że indeks S&P500 zaraz ponownie zacznie tracić na wartości, co pozwoli mu zarobić na jego otwartej pozycji. Jednocześnie nie uwzględniał pozytywnych dla rynku informacji, takich jak choćby danych wskazujących na wygaszanie epidemii w wielu krajach. Indeksy akcji zyskiwały w związku z tym z tygodnia na tydzień i na początku maja pozycja inwestora była już „pod kreską”. On nadal z niedowierzaniem szukał argumentów za dalszymi spadkami.

Należy skupiać się również na wyszukiwaniu informacji, argumentów, które są sprzeczne z naszą pierwotną prognozą, tak aby mieć pełen obraz sytuacji przy ewentualnej zmianie, korekcie naszej prognozy.



Wykres. Indeks S&P500 za ostatnie 5 miesięcy. Źródło: Stooq.pl

Reprezentatywność (ang. Representativeness Bias)

- Błąd ten polega na klasyfikowaniu nowych informacji na podstawie przeszłych doświadczeń. Inwestorzy przykładają zbyt dużą wagę do klasyfikacji, które wypracowali i przeceniają ich użyteczność. Kiedy pojawia się nowa informacja starają się oni zaklasyfikować ją i zinterpretować w możliwie najlepszy i najprostszy sposób. Przykładem może być przekonanie konsumentów o tym, że „niemieckie produkty mają wysoką jakość”.

Przykład:

Inwestor zakupił 3-letnie obligacje korporacyjne pewnej firmy. Oprocentowanie (wypłacane co 6 miesięcy) wydawało mu się bardzo atrakcyjne, a sytuacja spółki stabilna. Nie preferował on inwestycji na rynku akcji, gdyż nie potrafił zaakceptować sporej zmienności – co więcej zawsze kupował drogo i sprzedawał po silniejszej korekcie. Dodatkowo inwestor był już na takim etapie życia, że zależało mu na tym aby jego portfel inwestycyjny generował dla niego stałe przepływy pieniężne. Po roku utrzymywania obligacji zdecydował się on zwiększyć zaangażowanie w emitenta – zerwał swoje lokaty w banku i za wszystko kupił obligacje wcześniej już posiadanej emisji. Był dodatkowo zadowolony z faktu, że tym razem „szczęście się do niego uśmiechnęło” – kupił obligacje na rynku wtórnym po 97%. Rok później pojawiły się pierwsze problemy bo emitent nie wypłacił należnych odsetek. Kilka miesięcy później spółka opublikowała komunikat z którego jasno wynikało, że zaprzestaje działalności operacyjnej i nie wypłacić należności z tytułu obligacji. Dla inwestora była to katastrofa – stracił on 30% swoich oszczędności życia. Gdy później jego doradca w banku przedstawiał mu profesjonalną usługę doradztwa na obligacjach skarbowych i korporacyjnych, w ramach której mógłby zbudować zdywersyfikowany portfel o umiarkowanym ryzyku – inwestor od razu ucinął temat i stanowczo deklарował, że nigdy nie zainwestuje więcej w żadne obligacje korporacyjne i interesują go tylko depozyty bankowe. „Wszystkie firmy, które emitują obligacje nie mają dobrych zamiarów, chcą tylko wykorzystać pozyskany kapitał na własne nieetyczne cele” – powtarzał na każdym spotkaniu.

Przy analizie prognoz, pomysłów inwestycyjnych, należy obiektywnie oceniać wszystkie dostępne informacje, oceniając właściwie prawdopodobieństwo wystąpienia konkretnych zdarzeń (tak aby na naszą ocenę nie wpływały np. nasze doświadczenia).

Iluzja kontroli (ang. Illusion of Control Bias)

- Błąd, który przejawia się w tym, że inwestorzy uważają, że mogą wpływać na wyniki zdarzeń, podczas gdy te w zupełności od nich nie zależą.
- Jako przykład dość często przywołuje się badania, które wskazują, że ludzie są w stanie zapłacić więcej za wybór wytypowanych przez siebie numerów loterii niż za losowo wybrane numery, mimo, że prawdopodobieństwo wygranej jest takie samo.
- Dość często ten błąd behawioralny ujawnia się gdy przeceniamy prawdopodobieństwo osiągnięcia osobistego sukcesu, podczas gdy obiektywnie jest ono zdecydowanie niższe.

Przykład:

Inwestor jest dobrze zarabiającym dyrektorem sprzedaży w dużej firmie deweloperskiej notowanej na GPW. Doskonale zna realia i zasady funkcjonowania rynku nieruchomości w Polsce. Posiada 5 mieszkań, które wynajmuje, a dodatkowo często okazjnie kupuje nieruchomości na rynku i odsprzedaje je drożej w krótkim czasie. Za premię, którą otrzymuje zawsze w styczniu kupuje akcje swojej spółki, którą zna „od podszewki”. Robi tak od 8 lat i jest zadowolony ze swojej strategii inwestycyjnej. Jego opiekun w banku kilkakrotnie zwracał mu uwagę, że akcje deweloperskiej spółki, w której pracuje stanowią aż 70% jego aktywów i jest to zdecydowanie nadmierna koncentracja. Inwestor nie przejmuje się jednak sugestiami opiekuna – twierdzi, że gdyby zaczęło dziać się coś złego ze spółką, on będzie wiedział o tym pierwszy. Niestety koniunktura na rynku nieruchomości zaczyna się pogarszać, spółka notuje coraz słabsze wyniki sprzedaży, a ceny mieszkań w całym kraju spadają. Dodatkowo Rada Polityki Pieniężnej w związku z obawami o inflację podnosi stopy procentowe, co wpływa na wzrostu kosztu kredytowania. Cała ta sytuacja przekłada się na notowania spółki, która od szczytu traci już 35%. Dodatkowo perspektywy rynku są raczej negatywne w związku z tym zarząd spółki decyduje się na ograniczenie sieci sprzedaży – niestety inwestor traci swoją posiadłość i zostaje bez pracy. Notowania spółki spadają już 60% od szczytu i nic nie wskazują, że sytuacja w sektorze deweloperskim szybko się poprawi.

Należy mieć świadomość, iż mechanizmy funkcjonowania gospodarki i rynków finansowych są bardzo złożone i wpływ danego inwestora na konkretne wyniki zdarzeń i jest bardzo mocno ograniczony.

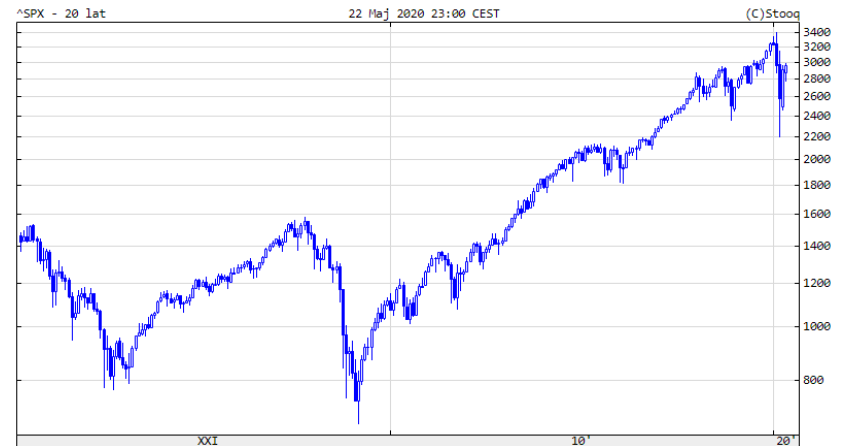
Myślenie wsteczne (ang. Hindsight bias)

Ten błąd wiąże się z tym, że przeszłe wydarzenia oceniamy jako łatwe do przewidzenia. Inwestorzy mają tendencję do zapamiętywania swoich prognoz jako bardziej dokładne i szczegółowe niż były w rzeczywistości.

Przecenianie swoich umiejętności prognostycznych może prowadzić do akceptowania zbyt dużego ryzyka na portfelu. Jeżeli inwestor kupił do portfela spółkę, której notowania rosną z miesiąca na miesiąc, będzie on dzisiaj wymieniał szereg argumentów za takim scenariuszem, mimo że w momencie zakupu tak naprawdę nie miał o nich pojęcia. Dodatkowo wzrosty na spółce mogą być związane przede wszystkim z dobrą koniunkturą na szerokim rynku.

Przykład:

Inwestor działa na rynku od 15 lat, ale jego aktywa skupione są głównie na depozytach bankowych i funduszach rynku pieniężnego. Posiada niedużą część akcyjną, którą stara się aktywnie zarządzać. Często spotyka się ze swoimi znajomymi (również inwestorami) i opowiada o ostatnich kilkunastu latach na rynku kapitałowym. Przywołuje 2007r kiedy to był przekonany o rychłym nadejściu załamania na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych i o tym, że był to idealny moment do sprzedania akcji. Wspomina również 2009r kiedy to wszyscy dookoła byli przepełnieni pesymizmem a on przeczuwał, że rozpoczyna się właśnie hossa i warto kupować akcje – wskazuje, że łatwo było przewidzieć pozytywny wpływ programów luzowania ilościowego prowadzonych przez Fed na rynek akcji. Prawda jest jednak taka, że gdybyśmy cofnęli się do 2007r, inwestor nie miał pojęcia o tym co dzieje się na rynku nieruchomości i był równie zaskoczony spadkami jak inni inwestorzy. Z kolei skup aktywów (QE) przez Fed był w tamtych czasach operacją niestandardową i nie było do końca jasne jak pozytywne skutki może przynieść.



Wykres. Indeks S&P500 za ostatnie 20 lat. Źródło: Stooq.pl

Inwestor powinien zadawać sobie pytanie czy odnosząc się do swoich przeszłych decyzji, nie pisze on na nowo historii. Dobrym sposobem na radzenie sobie z tym błędem jest szczegółowe zapisywanie swoich decyzji inwestycyjnych i późniejsza ich analiza.

Efekt zakotwiczenia (ang. Anchoring Bias)

- Jest to przykład heurystyki polegającej na przywiązaniu się do pewnej wartości np. ceny. Mimo pojawiających się nowych informacji, inwestorzy nie potrafią oderwać się od tej „kotwicy” i obiektywnie przeanalizować całej sytuacji.

Przykład:

Inwestor uwielbia gry komputerowe – jego pasja ma również wpływ na skład jego portfela inwestycyjnego i od dłuższego czasu kupuje on spółki, których przedmiotem działalności jest tworzenie gier. Pół roku temu nabył on (po kursie 13 zł) akcje pewnej spółki, która lada moment ma wypuścić na rynek długo oczekiwaną grę. Prognozy sprzedaży oczekiwane przez analityków są dość wygórowane, ale poprzednie tytuły sprzedawały się wyśmienicie więc jest szansa, że będzie też tak i tym razem. Inwestor właśnie spotyka się ze znajomym i opowiada mu, że dzisiaj cena wynosi aż **20 zł** a on kupował spółkę 7 zł taniej. Znajomy jest pełen podziwu umiejętności analitycznych inwestora. Gra jednak rozczarowuje i sprzedaż jest wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych. To wszystko przekłada się na kurs, który spada do 16 zł. Inwestor jest zaniepokojony i obiecuje sobie, że jeżeli spółka tylko wróci do poziomu **20 zł**, sprzeda akcje. Tydzień później spółka publikuje komunikat w którym informuje, że właśnie rozpoczyna pracę nad kolejnym tytułem, który będzie wydany już w przyszłym roku i że stworzyła właśnie nowy dział w firmie, który będzie specjalizował się produkcją gier mobilnych przeznaczonych na Androida. Inwestor nie wie jak oceniać tą sytuację i zastanawia się czy w takiej sytuacji poziom **20 zł** wydaje się być właściwą wyceną czy też nie.

Nie należy „zakotwiczać” swoich ocen, prognoz, opinii, a raczej dostosowywać je i urealniać do zmieniającego się otoczenia i nowych informacji, które do nas napływają.

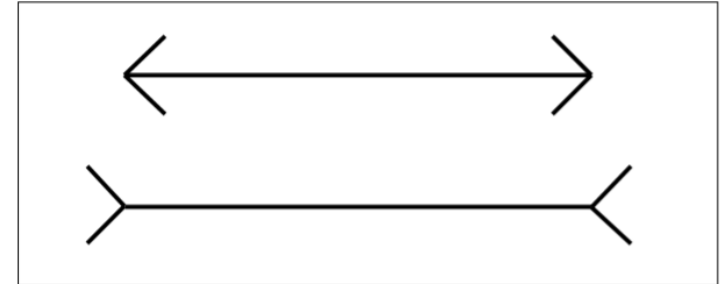
Efekt ram (ang. Framing Bias)

- Ten błąd sprowadza się do tego, że inwestor reaguje inaczej na problem w zależności od tego jak zostanie on przedstawiony.
- Przykładem może być określenie parametrów inwestycji:
 - a) Prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku wynosi 85%
 - b) Prawdopodobieństwo zrealizowania straty wynosi 15%W zdecydowanej większości przypadków opis pierwszy (a) wydaje się dla inwestorów bardziej atrakcyjny.
- Skutkiem tego błędu może być nieprawidłowa ocena ryzyka danej pozycji inwestycyjnej, która może zależeć od sposobu przedstawienia pozytywnych bądź negatywnych informacji.

Przykład:

Dwóch inwestorów spotkało się by omówić swoje ostatnie zmiany na portfelu inwestycyjnym. Inwestor A pochwalił, że sprzedał właśnie akcje spółki którą obaj mieli w portfelu. Jak to argumentował? „Spółka zarobiła w III kwartale 12 mln zł, gorzej od oczekiwań rynkowych na poziomie 15 mln zł”. Rynek jest rozczarowany, trend wzrostowy się kończy – tłumaczył. Inwestor B był totalnie zaskoczony, gdyż właśnie dokupił 1000 akcji spółki a jego tłumaczenie było zupełnie odmienne – „Spółka zarobiła w III kwartale 12 mln zł, o 1 mln zł więcej niż kwartał temu kiedy to zysk wyniósł 11 mln zł”. Uświadomili sobie, że obaj mieli rację w swoich stwierdzeniach, jednak oceniali wyniki z innej perspektywy. Po krótkiej wymianie zdań wrócili do dyskusji na temat wpływu pandemii koronawirusa na rynek akcyjny.

Wszelkie informacje, które mają wpływ na nasze decyzje powinny być rozpatrywane w szerszej perspektywie, sposób ich przedstawienia, kontekst, nie powinny mieć wpływu na decyzyjność, inwestor powinien być otwarty na różne podejścia do interpretacji pojawiających się informacji.



Ten błąd behawioralny adresuje również dobrze znany diagram przedstawiający linie o tej samej długości, jednak odmienny sposób ich zaprezentowania wpływa na naszą ocenę.

Ważne informacje

Niniejszy materiał edukacyjny został przygotowany na podstawie publikacji:

1. Behavioral Finance and Capital Market Expectations, Volume 2, CFA Program Curriculum 2020, Level III.
2. Behavioral Finance and Wealth Management, How to Built Optimal Portfolios That Account for Investor Biases, Michael M. Pompian, Wiley 2006.

Autorem opracowania oraz zamieszczonych przykładów jest Dariusz Zalewski, Dyrektor Inwestycyjny, Portfolio Counselor w Biurze Doradztwa i Funduszy Inwestycyjnych.

Ważne informacje

Przed przystąpieniem przez Państwa do analizy materiału przygotowanego przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. informujemy, że:

Niniejszy komentarz został sporządzony przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. (dalej Bank). Sporządzanie i udostępnianie komentarzy rynkowych nie stanowi działalności maklerskiej w rozumieniu art. 69 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Niniejszy materiał i wszelkie prezentowane w nim dane, informacje, komentarze, opinie i prognozy zostały przygotowane przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. i wydane jedynie w celach informacyjnych. Nie jest to oferta ani zachęta do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Komentarz został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych, z zastrzeżeniem, że Bank nie jest uprawniony do oceny wiarygodności lub rzetelności danych, na podstawie, których komentarz został sporządzony. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

Informacje zawarte w komentarzu mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Komentarz ani informacje zawarte w komentarzu nie mogą być rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Opinie oraz wnioski zawarte w niniejszym komentarzu ważne są na dzień jego opublikowania. Informacje podane w komentarzach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Komentarze Banku nie powinny stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Klient podejmując decyzję o zakupie lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych powinien wziąć pod uwagę fakt występowania ryzyka, które wiąże się z podjęciem decyzji inwestycyjnej, a w szczególności możliwość zmiany ceny instrumentów finansowych będących przedmiotem tej decyzji wbrew oczekiwaniom Klienta i w związku z tym nie uzyskania założonych przez Klienta zysków, a nawet utraty zainwestowanego kapitału. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Produkty inwestycyjne są dostępne wyłącznie dla posiadaczy rachunku bankowego w Banku.

Produkty ubezpieczeniowe z elementem inwestycyjnym i oszczędnościowym są dostępne wyłącznie dla posiadaczy rachunku bankowego w Banku, a wybrane produkty także dla posiadaczy głównej karty kredytowej Citibank. Nabywane przez Klienta za pośrednictwem Banku produkty ubezpieczeniowe, produkty inwestycyjne, w tym fundusze inwestycyjne, nie są depozytem, zobowiązaniem ani nie są gwarantowane przez Bank, ani żaden z podmiotów zależnych od i powiązanych z Citigroup, z wyłączeniem produktów inwestycyjnych, gdzie emitentem jest Bank albo podmiot powiązany z Citigroup. W przypadku produktów inwestycyjnych ochrona kapitału i/lub gwarancja odsetek, jeśli dotyczy, są zobowiązaniem emitenta produktu inwestycyjnego. Znajdujące się w ofercie Banku produkty inwestycyjne oraz produkty ubezpieczeniowe nie są gwarantowane przez Skarb Państwa, Bankowy Fundusz Gwarancyjny (z wyjątkiem należności z certyfikatów depozytowych oraz inwestycji dwuwalutowej objętych obowiązkowym systemem gwarantowania środków pieniężnych stosownie do treści ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji), ani jakiegokolwiek inne instytucje rządowe. Produkty inwestycyjne są obciążone ryzykiem inwestycyjnym włącznie z możliwością utraty zainwestowanego kapitału. Klient podejmując decyzję o zakupie lub sprzedaży produktu inwestycyjnego lub ubezpieczeniowego z elementem inwestycyjnym powinien wziąć pod uwagę fakt występowania ryzyka, które wiąże się z podjęciem decyzji inwestycyjnej, a w szczególności możliwość zmiany ceny instrumentów finansowych będących przedmiotem tej decyzji, wbrew oczekiwaniom Klienta i w związku z tym nieuzyskania założonych przez Klienta zysków.

Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Produkty ubezpieczeniowe z elementem inwestycyjnym są obciążone ryzykiem inwestycyjnym włącznie z możliwością utraty części zainwestowanego kapitału. Wierzytelności z umowy ubezpieczenia są zabezpieczone przez Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny w zakresie określonym przez Ustawę o Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym. Oznacza to, że gdy Ubezpieczyciel stanie się niewypłacalny w przypadkach określonych przez Ustawę o UFG, Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny zaszkodzi w części roszczenia osób uprawnionych z Umów ubezpieczenia na życie, w wysokości 50% wierzytelności, do kwoty nie większej niż równowartość 30 000 EUR w złotych.

Dotychczasowe wyniki produktów inwestycyjnych, portfeli inwestycyjnych, indeksów giełdowych, kursów walutowych oraz ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, od których zależy rentowność inwestycji, nie stanowią gwarancji ich przyszłych wyników. Podejmując decyzje inwestycyjne w Banku lub w innej instytucji Klienti powinni wziąć pod uwagę koncentrację aktywów. Koncentracja aktywów oznacza duży udział produktu inwestycyjnego danego podmiotu lub emitenta, bądź danej klasy aktywów w portfelu inwestycyjnym. Nie jest możliwe dokładne wskazanie konkretnego poziomu lub maksymalnego udziału procentowego poszczególnych produktów inwestycyjnych lub klas aktywów odpowiednich dla każdego Klienta. Koncentracja aktywów może generować większe ryzyko niż zdywersyfikowane podejście do instrumentów finansowych i ich emitentów. Klient powinien dążyć do dywersyfikacji polegającej na odpowiednim zróżnicowaniu portfela instrumentów finansowych celem zmniejszenia globalnego poziomu ryzyka.

Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Komentarz nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości.

Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Autor niniejszego opracowania zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. W niniejszej publikacji, w miejscach gdzie wykresy lub tabele wskazują, że osoba trzecia (strony) jest źródłem, należy pamiętać, że prezentowane za ich pomocą informacje mogą odnosić się do nieprzetworzonych danych otrzymanych od tych podmiotów. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Niniejszy materiał odzwierciedla opinie i wiedzę jego autorów na dzień sporządzenia materiału. Dodatkowych informacji udziela Biuro Doradztwa Inwestycyjnego Banku. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KR 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.