SKRÓTY MYŚLOWE W DECYZJACH INWESTYCYJNYCH

WPROWADZENIE DO FIANSÓW BEHAWIORALNYCH

WPROWADZENIE

Jednym z kluczowych zagadnień na rynku kapitałowym jest sposób podejmowania decyzji przez inwestorów. Czy jesteśmy racjonalni? Czy kierujemy się dokładną analizą i podejmujemy optymalne decyzje? Wiele modeli ekonomicznych zostało zbudowanych przy założeniu racjonalności uczestników rynku. Natomiast ekonomiści behawioralni oraz psycholodzy, między innymi: Richard Thaler, Daniel Kahnemanm, Amos Tversky sukcesywnie pokazywali, że taki stan rzeczy „delikatnie mówiąc", jest daleki od rzeczywistości. Jedno z większych zagrożeń na rynku kapitałowym, kryje się właśnie w naszym umyśle. Podlegamy instynktom stadnym, posiadamy tendencje do tworzenia baniek spekulacyjnych - od cebulek tulipanów w XVI wieku po eksplozję popularności kryptowalut w 2017 roku. Aktywa bazowe się zmieniają, lecz mechanizm psychologiczny pozostaje ten sam. Nasz umysł lubi podążać pewnymi skrótami myślowymi. Błędy behawioralne są obszernym tematem, który powinien być zgłębiany przez inwestorów indywidualnych, jak i profesjonalistów. Artykuł ten stanowi wstęp do cyklu opracowań dotyczących finansów behawioralnych.

Maciej Pietraszkiewicz CFA

Wrocław, kwiecień 2019 r.

Sposób podejmowania decyzji został przedstawiony przez Daniela Kahnemana w książce „Pułapki Myślenia". Autor podzielił umysł na dwa równolegle działające systemy. System 1 podejmujący decyzję szybko i odruchowo można powiedzieć intuicyjnie oraz System 2, który wymaga od nas podjęcia wysiłku mentalnego, uruchamiający złożone procesy myślowe. W ciągu każdego dnia podejmujemy mnóstwo decyzji od tych błahych po bardziej znaczące. Już zaraz po przebudzeniu naszego umysłu, pojawia się konieczność decydowania. Co zjeść na śniadanie? Jak długo myć zęby? Czy zamknąć drzwi na klucz przed wyjściem? W którą stronę skręcić na skrzyżowaniu w drodze do pracy? Nie ma czasu na dokładną analizę w tym zakresie - działamy, a rozwiązania przychodzą nam same do głowy. Nasz umysł reaguje automatycznie. Jak z odpowiedzią na pytanie ile to jest 2+2? Z drugiej strony są momenty, kiedy uruchamiamy nasz „arsenał analityczny". Przykładowo, szukamy rozwiązania na pojawiający się problem w firmie, tworzymy strategię na kolejne lata, twórzmy model wyceny spółki, itd. W tym miejscu nasz umysł działa podobnie jak przy znalezieniu odpowiedzi na bardziej „złożone" zadanie matematyczne. Przykładowo wynik działania 16*18 nie przychodzi automatycznie (jak 2+2). Do tego wymagane jest zaangażowanie „analityczne" naszego umysłu i chęć podjęcia wysiłku mentalnego. To właśnie koegzystencja tych dwóch systemów, z jednej strony ułatwia nam funkcjonowanie, ale z drugiej strony stwarza potencjalne pole do pomyłek. Jak już wspomnieliśmy nasz umysł lubi podążać pewnymi skrótami i wykorzystywać „System 1". W tym miejscu nasuwa się pojęcie heurystyki, czyli uproszczonej reguły wnioskowania. Zaczniemy przygodę z finansami behawioralnymi właśnie od przybliżenia trzech heurystyk reprezentatywności, dostępności oraz zakotwiczenia.

Heurystyka reprezentatywności polega na wnioskowaniu w oparciu o pierwsze skojarzenia, porównywanie do przykładu typowego. Tracimy szerszy kontekst i w niewłaściwy sposób szacujemy prawdopodobieństwo danego zdarzenia. Badanie przeprowadzone przez Daniela Kahnemana i Amosa Tversky wykazały, że tej tendencji podlegamy niezależnie od naszego wykształcenia. Słynny przykład dotyczy kasjerki Lindy. Linda została opisana, jako, niezamężna kobieta, która skończyła studia o profilu filozofii. W czasie studiów była aktywna społecznie, angażowała się w ruchy antydyskryminacyjne oraz uczestniczyła w różnych manifestacjach. Uczestnikom badania zostało zadane pytanie. Czy Linda jest kasjerką? Czy też Linda jest kasjerką feministką? Wśród doktorantów z zakładu teorii decyzji w Stanford Graduate School of Business aż 85% udzieliło odpowiedzi numer 2[1]. Zostały zanegowane zasady prawdopodobieństwa dzięki reprezentatywności. Ile jest kasjerek a ile kasjerek feministek? Druga sprawa odpowiedź numer dwa jest w podzbiorze pierwszej odpowiedzi.

Na rynku kapitałowym ten mechanizm działa podobnie. Dobra firma równa się dobrej inwestycji. Jest to mit związany właśnie z reprezentatywnością. Orędownicy analizy fundamentalnej i metod wyceny spółek doskonale zdają sobie z tego sprawę. Istnieją na rynku „doskonałe" firmy, których potencjał jest już zdyskontowany, a nawet więcej rynek przestrzelił z optymizmem. W drugą stronę działa to podobnie. Znajdziemy przykłady firm, które na skutek złego zarządzania popadły w kłopoty, jednak spadek wartości akcji mógł być zbyt surowy, a przyszła restrukturyzacja przyczyni się do znacznej poprawy biznesu. W takim wypadku paradoksalnie „zła" spółka może okazać się świetną inwestycją. Inwestorzy indywidualni, zapytani o powód zakupu danych akcji lub obligacji często wskazują na takie aspekty jak: korzystam z produktów tej firmy, znam managerów tam pracujących, moja firma jest jednym z kontrahentów tej spółki. Przykłady możemy mnożyć, wspólnym mianownikiem podjęcia decyzji jest jednak uproszczona wersja wnioskowania - nabywamy papiery wartościowe danej firmy przez nasze skojarzenie na innym polu. Łatwo możemy sobie wyobrazić, jak taka reguła potrafi zwieść na manowce. Przykładowo kupiliśmy akcje Tesli, ponieważ jesteśmy szczęśliwym posiadaczem modelu S a ostatnio przeczytana przez nas książka o Elonie Musku utwierdziła nas w przekonaniu, że jest to

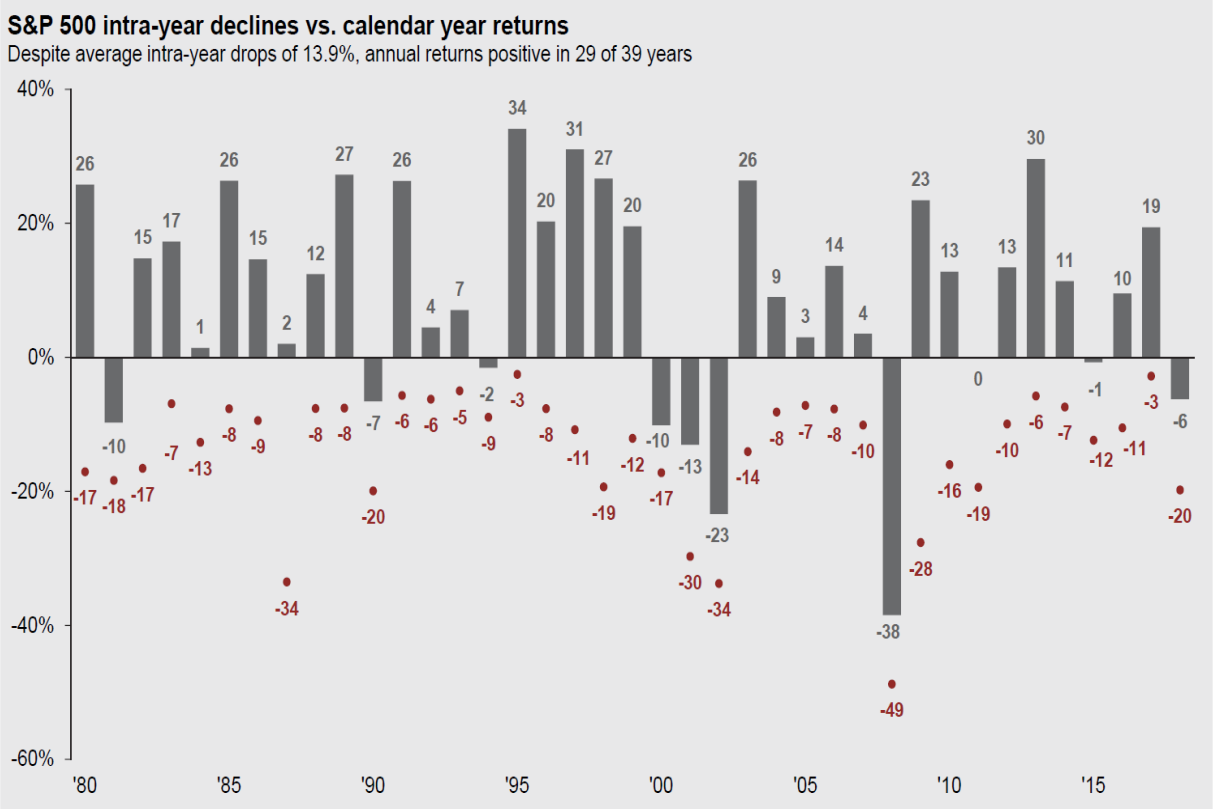
[1] D. Kahneman, Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym, Media Rodzina, Warszawa, 2012, s 214

geniusz biznesu. Taka decyzja może mieć opłakane skutki. Po pierwsze pominęliśmy całkowicie aspekt bieżącej wyceny i ewentualnego zdyskontowania przez rynek potencjalnego sukcesu biznesowego Tesli. Po drugie możemy być nieprzygotowani na zmienność, jaką mogą dostarczać akcje spółki wzrostowej, która nie osiągnęła jeszcze progu rentowności. Ryzyka biznesowe na tym etapie mają znacznie większe prawdopodobieństwo materializacji. Kolejnym przykładem mogą być akcje firmy VW Group. Przed aferą dot. emisji spalinowych, koncern ten był traktowany jako przykład niemieckiej rzetelności i niezawodność. Minus 28% w tydzień, w końcówce września 2015 roku dla wielu mógł być sporym zaskoczeniem oraz ważną lekcją reprezentatywności. Zawodowi analitycy również są narażeni na działanie tego schematu. Jeśli spółka przez wiele lat zaskakiwała ich pozytywnie, pokazując wyniki netto wyższe od prognoz, pojawia się nadmierna łatwość w ekstrapolowaniu w przyszłość ponadprzeciętnej dynamiki wzrostu. Została przyklejona łatka lidera.

Heurystyka dostępności polega na przypisywaniu większego prawdopodobieństwa do zdarzeń, które łatwiej przywołujemy do naszej świadomości, są to sytuacje nacechowane silnym komponentem emocjonalnym. Przykładowo, jeśli ulegniemy wypadkowi samochodowemu, będziemy przypisywać znacznie większe prawdopodobieństwo do powtórki tego przykrego zdarzenia. Po ataku terrorystycznym, zaczynanym obawiać się, czy nie padniemy ofiarą kolejnego zamachu i dla świętego spokoju unikamy podróżowania w miejsca, gdzie miała miejsce tragedia. Ten sam mechanizm działa również na rynku kapitałowy. Osoby, które doświadczyły spadków na giełdach (utrzymując znaczącą pozycję w ryzykownych aktywach) w okresie kryzysu, będą miały tendencje do przeszacowania prawdopodobieństwa powtórki tych wydarzeń. Korekty, występujące na rynku mogą skłaniać do katastroficznego myślenia i przedwczesnego ucinania pozycji. Warto tu przytoczyć analizę z raportu JP Morgan Guide to the Markets, która została przeprowadzona na podstawie rocznych stóp zwrotu z indeksu S&P500 od lat 80 (wykres 1). Pomimo średniorocznego obsunięcia na poziomie 13,9% w 29 przypadkach na 39, cały rok kończył się zyskiem[2]. Oczywiście rozkład stóp zwrotu na rynkach akcyjnych posiada tak zwane grube ogony. Co w wielkim skrócie oznacza, że mało prawdopodobne scenariusze zdarzają się częściej, niż wynikałoby to z rozkładu normalnego. Zasadniczym błędem jest jednak dostrzeganie kryzysu w każdej przydarzającej się korekcie. Media biznesowe również podlegają pod ten mechanizm lub celowo z niego korzystają – nadchodzący kryzys jest nośnym hasłem. Warto dla przećwiczenie spojrzeć w przeszłość i zobaczyć jak często po 2008 roku słowo kryzys przejawiało się w gazetach i telewizji biznesowej. Silne emocjonalne doświadczenie spadków z tamtego okresu zapewne pozostawiło swoje piętno.

[2] JP Morgan; Guide to the Markets 1Q2019 r.

Wykres 1 Spadki w ciągu roku kalendarzowego wobec stopa zwrotu z danego roku (S&P500)



Źródło: JP Morgan, Guide to the Markets 1Q2019 r.

Heurystyka zakotwiczenia i dostosowania. Szukając odpowiedzi na dany problem, możemy koncentrować się na pojawiającej się pierwszej informacji, jaką otrzymaliśmy. Tak zwanej kotwicy, a następnie wykorzystujemy ją do rozwiązania danego zadania. Ponownie w tym wypadku idziemy na skróty. Badaniem potwierdzającym istnienie tej zależności, była próba oszacowania wyniku działania matematycznego. Jedna grupa otrzymała działanie w postaci 1x2x3x4x5x6x7x8, drugiej grupie ten sam problem został przedstawiony w inny sposób 8x7x6x5x4x3x2x1. Mediana odpowiedzi dla pierwszej grupy wyniosła 512, wobec mediany dla grupy drugiej 2250[3]. Mniejsze liczby z początku pierwszego ciągu, wyraźnie wpłynęły na zakotwiczenie niższego wyniku (prawidłowa odpowiedź powyższego działania to 40320). Na rynku finansowym w naturalny sposób taką kotwicą może być cena. Stosując skrót myślowy określenie, czy jest tanio, czy drogo odnosimy właśnie do ceny. Przykładowo szczyt na indeksie S&P500 z 2007 roku wynosił okolice 1600 pkt a na indeksie Eurostoxx 50 ponad 4400 punktów. Gdy S&P500 we wrześniu 2013 roku zbliżał się do osiągnięcia szczytu, dla wielu to właśnie poziom z 2007 roku stanowił ową kotwicę. Jednym słowem w USA było „drogo". Eurostoxx 50 przebywał wtedy zaś w okolicach 2900 punktów, „tanio" w porównaniu do 2007 roku. Zadziałał prosty efekt kotwiczenia. Paradoksalnie od tego momentu to akcje w USA zyskały ponad 75% (2800 pkt), a „tania" Europa przyniosła zaledwie 17% (3400 pkt) stopę zwrotu. Kotwica może mieć wyjątkowo silne znaczenie, jeśli dotyczy ceny transakcyjnej. Szczególnie niebezpieczne jest korzystanie z tego skrótu myślowego i

[3] D. Kahneman, Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym, Media Rodzina, Warszawa, 2012, s 572

dokupowanie przecenionych „tanich" akcji. Jeśli tak zwane ślepe uśrednianie ceny w dół dotyczy pojedynczej spółki, może przynieść katastroficzne skutki. Materializacja ryzyka specyficznego może doprowadzić do upadłości danej firmy lub znaczącej trwałej utraty jej wartości. Jak pokazują badania, trafienie na taką spółkę nie jest szczególnie trudne. Analitycy JP Morgan przeanalizowali wszystkie firmy, które wchodziły w skład indeksu Russell 3000 od 1980 do 2014 roku. Wśród 13 000 spółek, aż 40% z nich zanotowało spadek większy lub równy 70% od swojego szczytu a ich kurs nigdy nie powrócił na nowe maksima[4].

Tabela 1. Procent spółek, które zanotowały znaczącą permanentną stratę w podziale na poszczególne sektory (Russell 3000, 1980-2014 r.).

Sector	Total % of companies experiencing "catastrophic loss", 1980 - 2014
All sectors	40%
Consumer Discretionary	43%
Consumer Staples	26%
Energy	47%
Materials	34%
Industrials	35%
Health Care	42%
Financials	25%
Information Technology	57%
Telecommunication Services	51%
Utilities	13%

Source: FactSet, J.P. Morgan Asset Management.

Źródło: M. Cembalest, JP Morgan, Eye on the Market, Special edition "the Agony and the Ecstasy" the risk and rewords of a concentrated stock position

W jaki sposób unikać błędu reprezentatywności, dostępności i zakotwiczenia? Jak się przednimi bronić? Nie jest to łatwe zadanie, stosowanie skrótów myślowych wpisane jest w nasz wewnętrzny proces decyzyjny. Pierwszym zasadniczym mechanizmem obronnym jest edukacja oraz świadomość sposobu funkcjonowania naszego umysłu. Kolejny ważny aspekt to odpowiednie przygotowanie do inwestowania, ustalenie spójnego planu i konsekwentne podążanie wyznaczonym szklakiem. Warto również zwrócić uwagę na powód podejmowanego działania. Czy czasem nie stosujemy uproszczonej metody wnioskowania? Skróty myślowe tak naturalne dla naszego umysłu, oszczędzają nasz czas oraz energię, z drugiej jednak strony potrafią przyczynić się do sporych błędów inwestycyjnych.

[4] M. Cembalest, JP Morgan, Eye on the Market, Special edition "the Agony and the Ecstasy" the risk and rewords of a concentrated stock position

Bibliografia

1) R. Thaler, Misbehaving: The Making of Behavioral Economics, W.W. Norton&Company, USA Inc 2015
2) D. Kahneman, Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym, Media Rodzina, Warszawa, 2012
3) CFA Institute, Behavioral Finance, Individual Investors, and Institutional Investors, Wiley 2014
4) M. Cembalest, JP Morgan, Eye on the Market, Special edition “the Agony and the Ecstasy” the risk and rewords of a concentrated stock position
5) JP Morgan, Guide to the Markets 1Q2019 r.