

Ryzyko w portfelu inwestycyjnym

Finanse behawioralne

**Finanse behawioralne to dziedzina,
która bada, w jaki sposób czynniki
psychologiczne wpływają na decyzje
finansowe.**

Aksjomy Racjonalności

Jestem w stanie powiedzieć co wole lub powiedzieć że coś jest
dla mnie równoważne (Completeness)

Jeśli wolę A od B i B od C to muszę woleć A od C (Transitivity)

https://en.wikipedia.org/wiki/Rational_choice_model

Finanse behawioralne walczą z
dotychczasowymi koncepcjami
racjonalności - wyboru użytecznego.

Czy ludzie są racjonalni?



Ludwig Von Mises (1981-1973)

Lekarze, którzy sto lat temu stosowali zarzucone obecnie metody leczenia raka, mieli – z punktu widzenia współczesnej patologii – za mało wiedzy i dlatego ich metody były nieskuteczne. Nie postępowali jednak nieracjonalnie, lecz robili, co było w ich mocy. Prawdopodobnie za sto lat lekarze będą dysponowali znacznie skuteczniejszymi metodami leczenia tej choroby niż dziś. Będą działali skuteczniej, ale nie będą bardziej racjonalni niż dzisiejsi lekarze.

**Ludzkie działanie, Traktat o Ekonomii L. Von Miseses,
Instytut Ludwiga Von Misesa 2011**

Laureaci Nagród Nobla

Rok	Laureat	Uzasadnienie Nagrody Nobla	Znaczenie dla finansów behawioralnych
2002	Daniel Kahneman	Za zintegrowanie psychologii z ekonomią, zwłaszcza w zakresie osądu i podejmowania decyzji	Fundament teorii perspektywy i badań nad heurystykami i błędami
2013	Robert Shiller	Za empiryczną analizę cen aktywów	Wykazał nadmierną zmienność rynków, wspierając tezy ekonomii behawioralnej
2017	Richard Thaler	Za wkład w ekonomię behawioralną: ograniczona racjonalność, samokontrola, preferencje społeczne	Twórca pojęć takich jak mental accounting, efekt posiadania

Daniel Kahneman - Pułapki Myślenia, O myśleniu szybkim i wolnym

Definicje

Heurystyki (heuristic) - uproszczone skróty myślowe

Błędy poznawcze (cognitive bias) - systematyczne odchylenie od obiektywnego osądu

Heurystyki są neutralne i pozwalają podejmować szybko decyzje

Błędy poznawcze raczej są negatywne, bo prowadzą do niewłaściwej oceny. Na ogół wynikają z heurystyk.

Zakotwiczenie (anchoring)

Heurystyka zakotwiczenia polega na tym, że przy podejmowaniu decyzji zbyt silnie polegamy na pierwszej zasłyszanej informacji lub liczbie, jaka wpadnie nam w pamięć, traktując ją jako zakotwiczenie dla naszych osądów.

Przykład 1:

Słyszemy w mediach, że analitycy przewidują „dwucyfrowy wzrost zysków spółki X w przyszłym roku” – ta informacja zakotwicza nasze oczekiwania i nawet jeśli kolejne dane będą mniej optymistyczne, możemy nie dostosować wystarczająco swoich prognoz

Przykład 2:

Jeśli kupiliśmy akcje za 50 zł, to poziom ten staje się dla nas punktem odniesienia: ceny powyżej 50 zł traktujemy jako zysk, a poniżej – jako stratę

Zakotwiczenie (anchoring)

Jak sobie radzić?

Zakotwiczenie (anchoring)

Jak sobie radzić?

Warto świadomie spojrzeć na pełny zakres danych: zamiast polegać na jednej liczbie, analizować szeroki przedział wartości, scenariusze pesymistyczne i optymistyczne. Pomaga również przyjęcie procedur decyzyjnych – np. regularnego przeglądu portfela w oparciu o aktualne dane rynkowe, a nie historyczne punkty odniesienia

Ważne jest zadawanie sobie pytania: **„Czy moja obecna ocena nie jest przypadkiem pozostałością jakiejś starej informacji (kotwicy)?”**.

Reprezentatywność (representativeness)

Heurystyka reprezentatywności to skłonność do oceniania prawdopodobieństwa zdarzenia na podstawie tego, na ile reprezentuje ono pewien prototyp lub stereotyp, który już znamy.

Przykład 1:

Inwestorzy często zakładają, że jeśli jakaś spółka ma cechy „typowej spółki wzrostowej” (np. jest z branży technologicznej, jej założyciel jest charyzmatyczny, a przychody rosną o 50% rocznie), to automatycznie jej akcje muszą być dobrą inwestycją.

Przykład 2:

Gdy widzimy ciąg wzrostów cen akcji, możemy uwierzyć, że „pasuje to do schematu hossy, więc będzie dalej rosnać”

Reprezentatywność (representativeness)

Gamblers fallacy (złudzenie hazardzisty)

Wyobraź sobie, że rzucasz monetą i pięć razy z rzędu wypada orzeł.

Co wypadnie dalej? Czy szansa że wypadnie reszka jest większa?

Reprezentatywność (representativeness)

Jak sobie radzić?

Należy świadomie uwzględniać statystyki i dane bazowe przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W analizie inwestycji warto wykorzystywać probabilistyczne podejście: np. sprawdzić, jak historycznie zachowywały się podobne spółki czy fundusze (czy faktycznie każda „spółka wzrostowa” dawała zarobić inwestorom?) – często okaże się, że nasz prototyp może być mylący.

Ważne jest zadawanie sobie pytania: **„Czy wierzę w ten scenariusz tylko dlatego, że jest podobny do czegoś znanego, czy mam twarde dowody?”**

Nadmierna pewność siebie (overconfidence)

Ten błąd poznawczy polega na przecenianiu własnej wiedzy, umiejętności i możliwości przewidywania przyszłości. Większość ludzi ma tendencję do myślenia o sobie lepiej niż wskazuje obiektywna rzeczywistość – jest to tzw. efekt ponadprzeciętności. 64% inwestorów indywidualnych uważa, że posiada wysoki poziom wiedzy inwestycyjnej, mimo że statystyki wyników przeczą tej samoocenie

Przykład 1:

Inwestorzy, którzy handlują najaktywniej, uzyskują najniższe stopy zwrotu netto

<https://www.umass.edu/preferen/You%20Must%20Read%20This/Barber-Odean%202011.pdf#:~:text=theoretical%20models,than%20women%2C%20trade%20more%20and>

Przykład 2:

Mężczyźni inwestujący na własną rękę byli bardziej skłonni do nadmiernej pewności siebie niż kobiety: panowie handlowali średnio o 45% częściej, a ich wyniki były o ok. 1,4 punktu procentowego rocznie gorsze (po uwzględnieniu ryzyka) od wyników pań

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=139415#:~:text=,than%20those%20earned%20by%20women

Nadmierna pewność siebie (overconfidence)

Przykład 3:

Poproszeni o oszacowanie jakiejś wielkości z podaniem przedziału, w którym jesteśmy na 90% pewni prawdziwej wartości, ludzie często podają przedziały zbyt wąskie. Np. nadmierne przekonanie analityków co do prognoz zysków spółek czy cen akcji – ich przedziały prawdopodobnych scenariuszy są zbyt wąskie, przez co niespodzianki rynkowe wydają się „nieoczekiwane”, choć statystycznie zdarzają się częściej, niż przewidywali eksperci.

Przykład 4:

Przekonani o swojej wiedzy inwestorzy często lokują większość środków w kilka „pewniaków” (np. ulubione krajowe spółki, branżę, którą dobrze znają, lub – w przypadku pracowników – akcje własnej firmy). Bagatelizują ryzyko specyficzne, wierząc że „wiedzą lepiej”.

Nadmierna pewność siebie (overconfidence)

Jak sobie radzić?

Warto regularnie sprawdzać swoje wyniki inwestycyjne i porównywać je z benchmarkami rynkowymi. Często zimna analiza pokaże, że nasze sukcesy nie są tak spektakularne, jak sądziliśmy – co może ostudzić zapał

Wskazane jest również szukanie niezależnej opinii – np. konsultacja z doradcą finansowym lub choćby dyskusja z innym doświadczonym inwestorem, który może wypunktować słabe strony naszego planu.

Pytanie: „Gdyby moja inwestycja zakończyła się porażką za 5 czy 10 lat to co może być jej przyczyną?” (Pre-mortem)

Błąd potwierdzenia (confirmation bias)

Błąd potwierdzenia polega na selektywnym wyszukiwaniu, interpretowaniu i zapamiętywaniu informacji w taki sposób, by potwierdzały one nasze wcześniejsze poglądy lub decyzje. Odrzucamy informacje niezgodne z naszym punktem widzenia.

Przykład 1:

Jeśli inwestor uwierzy, że jakaś spółka jest świetną inwestycją, zaczyna podświadomie filtrować napływające dane: chętnie czyta analizy wychwalające tę spółkę, zwraca uwagę na pozytywne wiadomości (np. dobra kwartalna sprzedaż, rekomendacje „kupuj”), natomiast ignoruje lub umniejsza negatywne sygnały (np. rosnące zadłużenie spółki, pogarszające się marże, krytyczne raporty

Przykład 2:

Inwestor przekonany, że nadchodzi kryzys, będzie „polować” na artykuły i prognozy zapowiadające biesę, ignorując kontrargumenty pokazujące dobrą kondycję gospodarki

Błąd potwierdzenia (confirmation bias)

Przykład 3:

Jeśli analityk intuicyjnie wierzy, że spółka X jest niedowartościowana, to w prognozach przyjmie optymistyczne założenia wzrostu, a dla konkurencyjnych spółek może przyjmować bardziej konserwatywne, tak by wyniki potwierdziły tezę o atrakcyjności spółki X.

Błąd potwierdzenia (confirmation bias)

Jak sobie radzić?

Trzeba działać proaktywnie w poszukiwaniu informacji sprzecznych. Jeśli jesteś pozytywnie nastawiony do rynku, zapoznaj się z argumentami negatywnymi i vice versa.

Pomocne bywa również prowadzenie dziennika inwestora – zapisywanie powodów, dla których kupiliśmy daną inwestycję, a następnie co jakiś czas przeglądanie, czy te powody są nadal aktualne.

Pytania: „Co mogłem przeoczyć? Jaki jest najsilniejszy argument przeciw mojej tezie?”

Heurystyka dostępności (availability heuristic)

Heurystyka dostępności polega na ocenianiu prawdopodobieństwa zdarzeń na podstawie tego, jak łatwo potrafimy przywołać z pamięci przykłady takich zdarzeń.

Przykład 1:

Gdy przez pewien czas ceny dynamicznie rosną (np. spółek technologicznych w latach 90., nieruchomości w połowie lat 2000., kryptowalut w 2017 czy 2021), świeże w pamięci sukcesy innych ludzi wciągają nowych uczestników rynku

Przykład 2:

Kiedy giełda notuje gwałtowne spadki i jest to na czołówkach serwisów informacyjnych, przeciętny człowiek zaczyna przypominać sobie najgorsze kryzysy, które pamięta i reaguje bardzo gorąco.

Heurystyka dostępności (availability heuristic)

Jak sobie radzić?

Warto zdystansować się od szumu informacyjnego. Zamiast reagować na ostatni nagłówek w gazecie, dobrze jest spojrzeć na dłuższe szeregi danych i statystyki. Jeśli obawiamy się krachu – czy wynika to z faktycznych wskaźników ekonomicznych, czy tylko z tego, że media straszą i „coś nam się obito o uszy”? Inwestor powinien zdawać sobie sprawę, że media finansowe mają skłonność do eksponowania wyjątkowych zdarzeń (bo takie przyciągają uwagę), co zaburza percepcję częstotliwości.

Ważne jest zadawanie sobie pytania: „Czy historycznie takie zdarzenia miały miejsce, jeśli tak to jaki był ich wpływ oraz jak długo trwał?”

Home bias

Tendencja do nadmiernego inwestowania w krajowe aktywa kosztem inwestycji w akcje spółek zagranicznych. To powoduje często niedostatecznie zdywersyfikowany portfel.

Przykład 1:

Inwestor pochodzący z Polski będzie szukał polskich spółek ponieważ, wydaje mu się że ryzyko z inwestycji jest niższe w przypadku spółek z którymi spotyka się na co dzień.

Home bias

Jak sobie radzić?

Inwestor powinien sprawdzić, jaki procent jego portfela stanowią aktywa z rodzimego rynku, i porównać to np. z udziałem tego rynku w globalnym indeksie akcji

Stopniowe wprowadzanie do portfela zagranicznych instrumentów finansowych, np. poprzez fundusze indeksowe, ETF-y globalne lub inwestycje sektorowe w skali światowej

Pytania: „Czy unikałem inwestowania zagranicznie ze względu na język, walutę lub brak wiedzy o przepisach?”

Efekt Posiadania (Endowment effect)

Efekt posiadania to specyficzny przejaw awersji do strat, polegający na tym, że przypisujemy wyższą wartość przedmiotom, które już posiadamy, niż takim samym przedmiotom, których nie mamy. Innymi słowy, sam fakt bycia właścicielem dobra sprawia, że trudno nam się z nim rozstać za cenę, za jaką nie bylibyśmy skłonni go kupić od kogoś innego

Przykład 1:

Inwestorzy często oceniają „swoje” spółki jako lepsze niż reszta rynku, bo są do nich emocjonalnie przywiązani. Bywa to widoczne przy akcjach pracowniczych – pracownik posiadający akcje własnej firmy może uważać, że są one niedoszacowane, choć obiektywne analizy temu przeczą

Przykład 2:

“To kiedyś była moja pierwsza inwestycja i nie sprzedam, bo jeszcze się odbije”

Efekt Posiadania (Endowment effect)

Jak sobie radzić?

Inwestor powinien odpowiedzieć sobie na poniższe pytanie. Jeśli odpowiedź jest twierdząca to powinien to znaczyć, że być może trzyma ją tylko z przywiązania.

Pytania: „Czy chciałbym posiadać tą inwestycję gdybym miał kupić po bieżącej cenie”

Mentalne księgowanie (mental accounting)

Polega na subiektywnym podziale pieniędzy na różne „konta mentalne”, mimo że z ekonomicznego punktu widzenia pieniądze są zamienne. Ludzie traktują te konta inaczej i podejmują decyzje zależnie od tego, z którego „konta” pieniądze pochodzą lub na które mają trafić.

Przykład 1:

Inwestor kupił akcje za 10 000 zł, po wzroście do 15 000 zł mówi: „Te 5 000 zł to darmowy zysk, mogę teraz zaryzykować – kupię kryptowaluty”.

Przykład 2:

Inwestor mówi: „ETF-y to na emeryturę, więc ich nie ruszam. Ale spekuluję na koncie do 'zabawy' – to oddzielne pieniądze”.

Mentalne księgowanie (mental accounting)

Jak sobie radzić?

Inwestor powinien spoglądać na portfel jako całość. Powinien zastanowić się, czy pozycja zwiększa ryzyko całego portfela. Należy uświadomić sobie, że nie ma różnicy między pieniędzmi z premii, pieniędzmi z inwestycji, pieniędzmi na wakacje czy pieniędzmi znalezionymi na ulicy.

Pytania: „Czy podział moich inwestycji ma sens z punktu widzenia całkowitego ryzyka i zwrotu?”

Teoria Perspektywy

Daniel Kahneman - Pułapki Myślenia, O myśleniu szybkim i wolnym

Problem 1: Co wybierasz?

Dostajesz \$900 na pewno.

LUB

Masz 90% szans, że wygrasz \$1 000.

Problem 2: Co wybierasz?

Tracisz \$900 na pewno.

LUB

Istnieje prawdopodobieństwo wynoszące 90%, że stracisz \$1 000.

Daniel Kahneman - Pułapki Myślenia, O myśleniu szybkim i wolnym

Problem 3: Oprócz tego, co już masz, dostajesz dodatkowo \$1 000.

Teraz możesz wybierać:

ALBO zakład, który daje ci 50% szans na wygranę kolejnego \$1 000,

ALBO dodatkowe \$500 na pewno.

Problem 4: Oprócz tego, co już masz, dostajesz dodatkowo \$2 000.

Teraz możesz wybierać:

ALBO zakład, który daje 50% szans, że stracisz \$1 000,

ALBO utrata \$500 na pewno.

Daniel Kahneman - Pułapki Myślenia, O myśleniu szybkim i wolnym

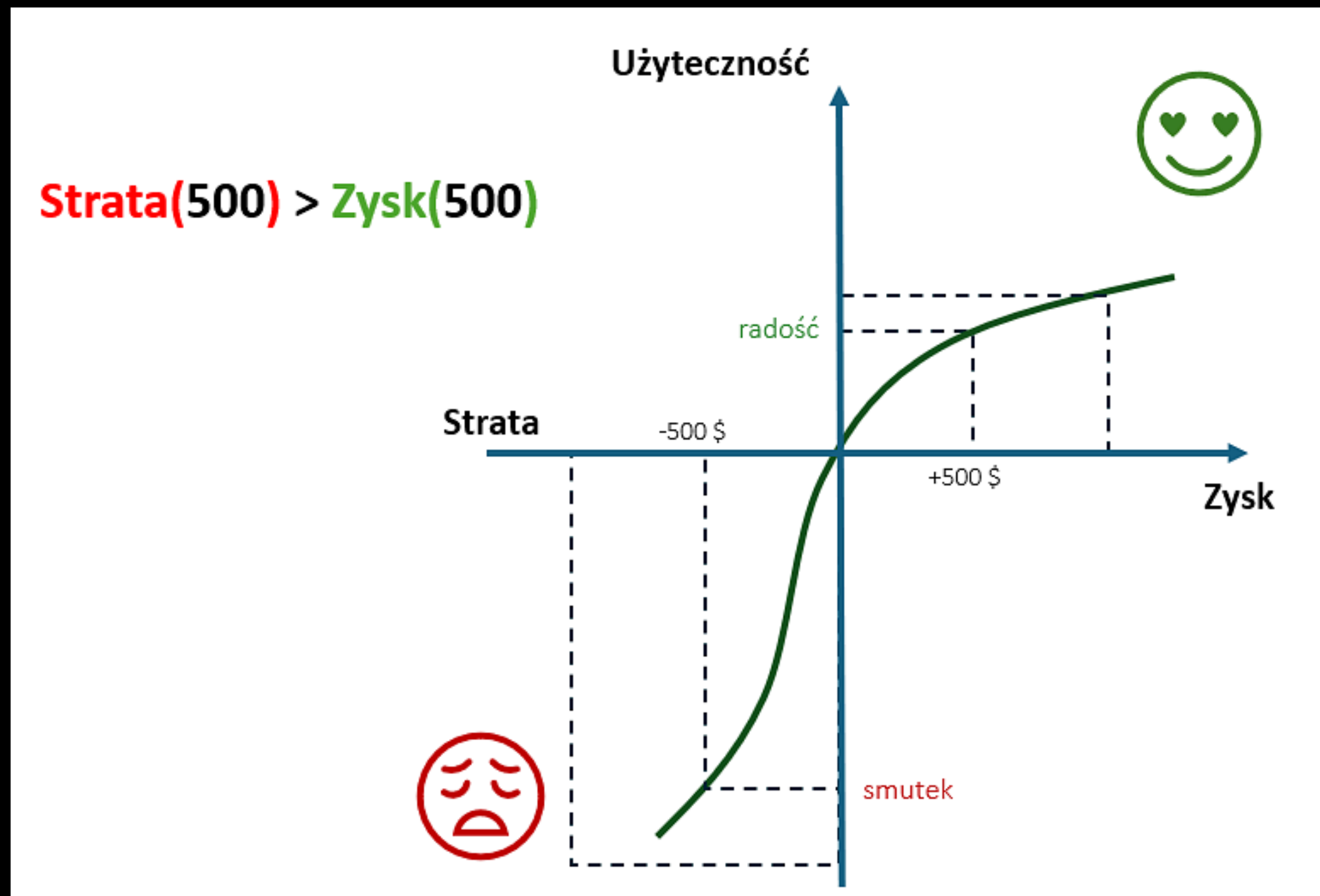
Problem 5: Zaproponowano ci zakład w formie rzutu monetą.

Reszka oznacza stratę \$100.

Orzeł oznacza wygraną \$150.

Czy taki zakład jest atrakcyjny? Czy zgodzisz się na niego?

Daniel Kahneman - Pułapki Myślenia, O myśleniu szybkim i wolnym



Jak rozmawiać o teorii perspektywy

„Ma skrajną niechęć do ponoszenia strat, przez co odrzuca bardzo korzystne okazje”.

„Biorąc pod uwagę tylko jej zamożność, jej reakcje emocjonalne na drobne wygrane i przegrane nie mają sensu”.

„Straty waży sobie mniej więcej dwa razy bardziej niż zyski, czyli w normie”.

Daniel Kahneman - Pułapki Myślenia, O myśleniu szybkim i wolnym