

NEJVĚTŠÍM NEPŘÍTELEM INVESTORA JE JEHO MOZEK

Netrpělivost, strach ze ztráty, stádní chování, ospravedlňování vlastních chyb. Emoce, které cloumají s náladou investorů, se dokážou pořádně podepsat na jejich výdělku. Behaviorální ekonomové ukazují, jak se nástrahám vlastního mozku vyhnout, a navíc na nich vydělat.

Text: Jan Sochor



Foto: Getty Images, archiv Tomáše Martince

MEZI MANAŽERY INVESTIČNÍCH FONDŮ působí jako zjevení. C. Thomas Howard z americké AthenaInvest má totiž velmi specifickou strategii. Tvrdí, že nezná jména firem, jejichž akcie nakupuje. „Proč bych si měl pamatovat jména akcií. Nepotřebuji to. Naopak věřím, že když jména známe, podléháme zbytečně emocím. Klidně můžu akcií pojmenovat 125 a dívat se jen na tvrdá data o tom, jak se firmě daří,“ řekl Indexu americký finančník, autor knihy Behavioral Portfolio Management. Může být nazván podivínem, jeho případ je ale ukázkou toho, jak behaviorální přístup funguje ve financích. Jednoduše shrnuto: pryč s emocemi, protože jak říkal otec hodnotového investování Ben Graham, největším nepřítelem investora je on sám.

To ostatně dokládají i statistiky. Společnost Dalbar vydává každoročně zprávu o investování ve Spojených státech. Její výsledky přitom nejsou pro drobné investory, kteří se rozhodli vzít své štěstí a finanční prostředky do vlastních rukou, vůbec lichotivé. Za posledních dvacet let rostl index americké burzy S&P 500 asi o deset procent ročně. Rozumného člověka napadne, že investoři do akcií tak průměrně získají podobný výnos. Jenže jejich výkonnost je ve skutečnosti oproti indexu zcela tragická. Jsou to jen necelá tři procenta ročně. S odpovědí na otázku, jak je to možné, přicházejí behaviorální finance, které se snaží osvětlit chování investorů. Investoři jsou lidé a dělají spoustu chyb, podléhají manipulaci, obelhávají sami sebe, nechají se strhnout davem. V investování je jako nikde jinde zcela zřejmé, že místo homo economicus se na trzích pohybuje homo errans, člověk chybný.

„K horším výsledkům v investování přispívají behaviorální předsudky, které máme od narození v sobě, jako přehnaný optimismus, stádní chování, averze ke ztrátám nebo iluze kontroly. Investoři jsou třeba často naštvaní a chtějí prodat své podílové listy, když akciový fond určený na stáří po jednom roce prodělává. Investoři by však měli myslet dlouhodobě, investiční horizont jsou desítky let,“ říká Michal Stupavský, člen CFA Society Czech Republic a spoluautor knihy o behaviorálním investování Investor 21. století. Klasickým příkladem toho, jak investoři nedokážou jed-

ČLOVĚK CHYBUJÍCÍ

Roční průměrný výnos mezi lety 1995 a 2014, průměrný investor má katastrofální výsledky

Typ aktiv Výnos v procentech

Nemovitostní cenné papíry (REIT) 11,5

Index S&P 500 9,9

Portfolio 60 procent akcií a 40 procent dluhopisů 8,7

Dluhopisy 6,2

Zlato 5,9

Ropa 5,7

Akcie na rozvíjejících se trzích 5,4

Domy 3,2

Průměrný investor 2,5

Inflace 2,4

Zdroj: JPMorgan

nat racionálně, jsou podle něj akcie uhelné společnosti NWR. Ty se před sedmi lety, když firma vstupovala na pražskou burzu, prodávaly za 425 korun, dnes stojí jedna akcie pouhých 17 haléřů. „Mám mnoho známých, kteří drží akcie NWR dodnes. Prostě si nedokážou připustit, že cena za akcie byla příliš vysoká už v době vstupu na burzu, společnost byla předlužená, a stále doufají, že se akcie ještě zvednou. Obelhávají ale jen sami sebe,“ říká Stupavský.

Chování investorů, ale i manažerů investičních fondů pozoruje a zkoumá i Tomáš Martinec, manažer hedgeového fondu Metatron, který spravuje peníze investiční banky J&T a dalších klientů. Podle jeho zkušeností lidé často nedokážou sledovat dlouhodobé strategie a jednájí zbrkle. „Kolik investorů, kteří měli dlouhodobou strategii, v průběhu krize v roce 2009 nevydrželo a prodávalo? Teď se diví, že kvůli tomu zmeškali růst,“ říká Martinec. Nejde přitom jenom o amatérské investory, ale i profesionály. „Problém s finančním odvětvím je, že se těžko dělá kontrola kvality



investičního procesu. V jiném podnikání je to snadné. Když jdete do restaurace a nechutná vám, už tam příště nejedete, ihned poznáte, jestli tam dobře vaří. Jenže ve správě financí je těžké rozpoznat, jestli je manažer fondu nebo investor úspěšný, nebo měl jen prostě štěstí. Třeba kdo nakoupil ČEZ mezi roky 2004 a 2008, určitě vydělal. Je to však úspěch jeho know-how, nebo náhoda? Každý manažer i investor by si proto měl pečlivě zaznamenávat všechny okolnosti své investice a vyhodnocovat je, aby poznal, jestli nepodléhá iluzi ohledně svých investičních schopností," říká Martinec.

Síla těchto investičních iluzí a předsudků totiž může velice lehce skončit katastrofou. Záludností, které investorům připravil jejich vlastní mozek, je podle behaviorálních ekonomů hned několik.

Jít spolu s davem neboli

Letos v létě se CFA Institute, který sdružuje investiční profesionály, zeptal 724 investorů, které behaviorální předsudky podle nich ovlivňují nejvíce jejich vlastní investiční rozhodování. Více než jedna třetina z nich odpověděla, že chování kolegů. Na trzích je tedy velmi běžné, že se investoři nechají strhnout davem a dělají to samé co ostatní, aniž by věděli proč. Když trh padá, prodávají, když roste, nakupují, když je nějaká akcie v módě, chtějí ji mít. „Na tomto principu fungují celé firmy. Apple je typický příklad. Fanoušci Applu musí mít od něj vše nové bez ohledu na kvalitu a ostatní se přidávají," říká Martinec.

Stádní chování je problematické hned z několika důvodů. Investor logicky nikdy nemůže porážet konkurenci, protože dělá to samé co ona, a navíc vytváří na trhu neefektivní ceny. Jenže lidé jako společenští tvorové tíhnou k tomu, násle-

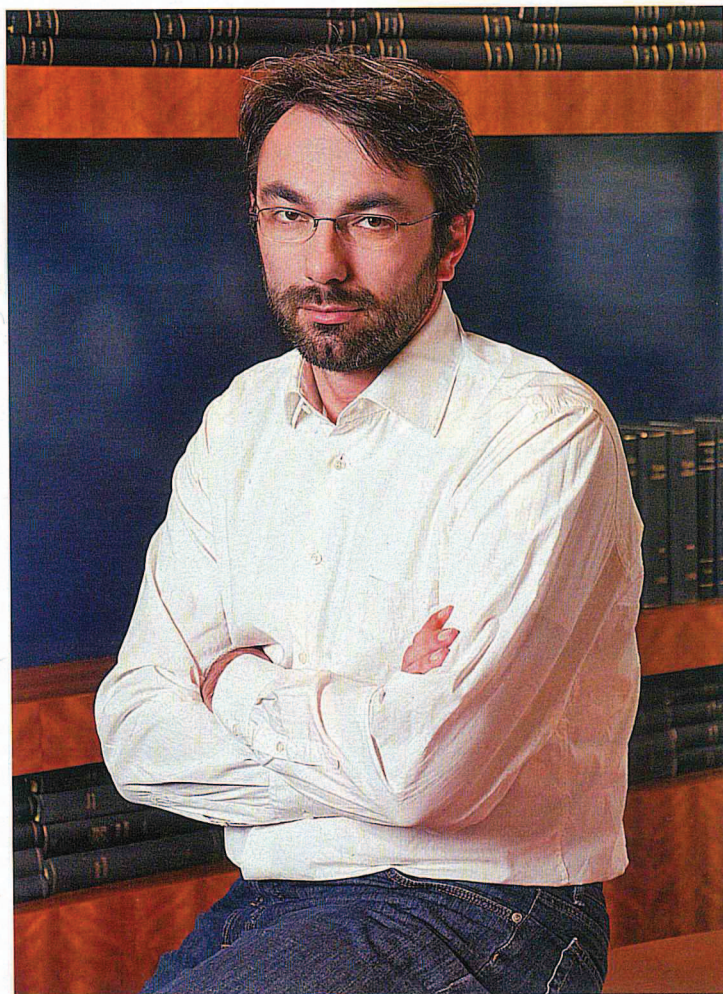
dovat skupinu a myslet si, že když něco dělá většina, musí to být správně. I když není.

Ve 40. a 50. letech provedl Solomon Asch nejznámější experiment, který dokazuje společenskou konformitu. Lidem ve skupinách po sedmi až devíti ukázal dvě karty. Na první byla nakreslená obyčejná čára. Na druhé byly tři čáry různé délky. Lidé měli poznat, která čára na druhé kartě je stejně dlouhá jako čára na kartě první. Na pohled jednoduchý úkol. Když se Asch ptal respondentů pěkně popořadě, také se skoro nikdo nespletl. Jenže pak z každé skupiny vybral jednoho člověka a ostatním řekl, aby ve dvou třetinách případů záměrně lhali. I když vybraný respondent na vlastní oči viděl pravdu, v jedné třetině případů se nechal zmást lidmi, kteří lhali, a označil špatnou odpověď.

Podle Martince tak investor může udělat jediné to, že když má nějakou strategii, má se jí držet a nepodléhat masovému šílenství. Jít proti proudu je však velmi těžké. Podle psychologů to působí stejnou bolest jako fyzická újma. „Dá se na tom ale i vydělat. My v našem makrofondu sledujeme dlouhodobé trendy. Existuje tu přitom takový efekt, že většina investorů reaguje, až se problém objeví na titulní stránce novin. Takovou zkušenost jsme třeba v roce 2014 zažili s dluhopisy ve Španělsku: věděli jsme, že tam bude problém, ale až když o tom psaly Financial Times, strhla se najednou na trhu panika a my na to byli připraveni," říká. Člověk se prostě nesmí bát jít proti hlavnímu proudu, pokud má k tomu skutečný důvod.

Všechno bude fajn

Další past, která lapila už nejednoho investora, je přehnaný optimismus a sebejistota. Lidé mají tendenci přeceňovat své schopnosti. Autor Little



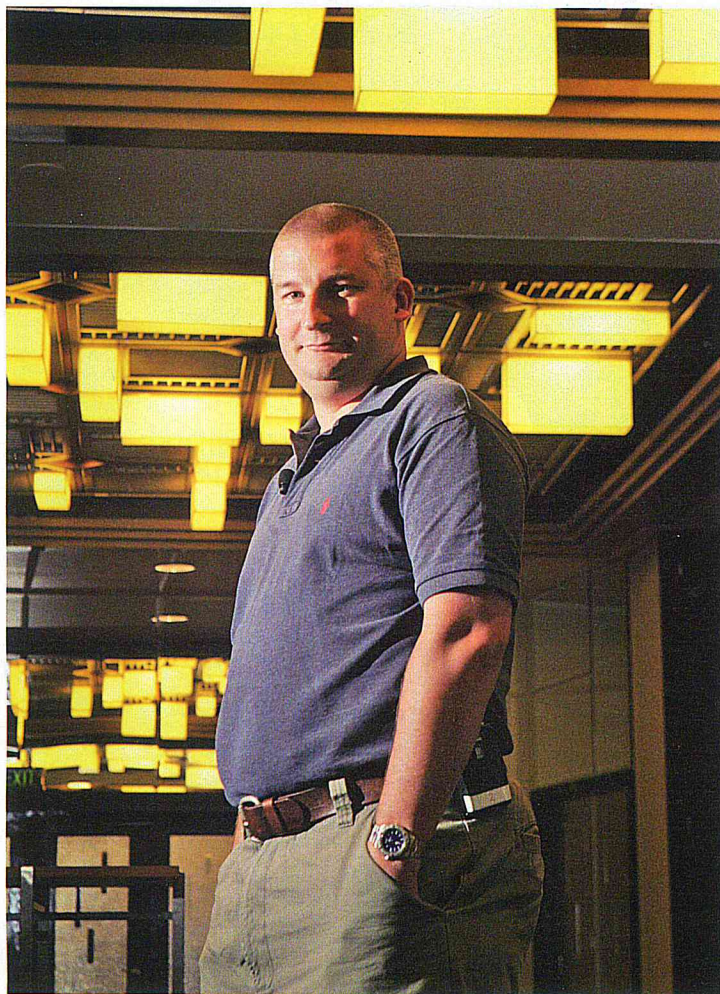
Podle Tomáše Martince z Metatronu je nejdůležitější oprostit se od emocí a sledovat dlouhodobý plán.

Book of Behavioral Investing James Montier popisuje, jak si investoři často myslí příliš o svých schopnostech a úsudcích. „Když jsem se zeptal 600 manažerů fondů, zda jsou nadprůměrní v tom, co dělají, 74 procent odpovědělo, že ano. Většinou říkali, že si to sice o sobě myslí každý, oni však že skutečně nadprůměrní jsou. Ti samí manažeři přitom měli v 91 procentech nákupní doporučení v roce 2008, kdy přišla krize," popisuje Montier.

Jde o takzvanou iluzi kontroly, tedy představu, že člověk má budoucnost ve svých rukou a může ji ovlivnit. Je například dokázáno, že lidé jsou ochotni zaplatit za lístek v lo-

terii čtyřnásobnou cenu, pokud mohou sami vybrat čísla, na která vsadí, než když jsou čísla vybraná náhodně. Pravděpodobnost výhry je přitom v obou případech stejná.

To neznamená, že optimismus a sebejistota jsou vždycky špatné. Psychologové nepochybují o tom, že nemocný optimistický člověk se snáze uzdraví. Lionel Tiger ve své knize Optimism: The Biology of Hope dokazuje, že optimismus je v lidské podstatě už od pravěku. Když se lidé snažili ulovit mamuta, museli být optimisty, aby se o něco takového vůbec pokusili. Když je člověk zraněn, vylučuje jeho tělo endorfíny, které jednak



Investor a spisovatel James Montier věří, že největší chyby, které lidé na trzích dělají, jsou averze k riziku a stádní chování.

tlumí bolest, jednak způsobí pocit euforie. Ta zapříčiňuje, že lidé si i ze zranění odnášeli dobré pocity a byli motivováni lovit znovu a znovu.

Jenže pro investování to dobré není. Ben Graham si byl vědom nebezpečí přehnaného optimismu, když prohlásil: „Mnoho let pozorování mě naučilo, že investoři mají největší ztráty z nákupu nekvalitních akcií v době, kdy jsou podmínky pro podnikání příznivé. Ti, kdo je kupovali, ale zaměnili současné dobré výsledky se schopností firmy vydělávat dlouhodobě.“

Ruku v ruce s přehnaným optimismem ohledně vlastního úsudku jde i další nešvar způsobený naším mozkiem. Snaha ujišťovat se, že jsme se rozhodli správně. Lidé mají totiž tendenci vyhledávat právě ty informace, které podporují jejich teorii o tom, že se právě jimi vybrané akcii bude dařit, a zároveň přehlížet negativní zprávy.

Ostatně analytici a manažeři fondů tento optimismus a snahu se ujišťovat o správnosti investice sami podporují. Jak říká Warren Buffett: „Nikdy se neptejte holiče, zda potřebujete ostříhat.“ Podle Montiera analytici na Wall Street běžně používají tři principy, které k tomu investory svádí. „Pravidlo jedna zní: Všechny zprávy jsou dobré zprávy. Pokud to tak není, dá se to

vždycky jako dobrá zpráva prezentovat. Pravidlo dva: Všechno je vždycky levné, a pokud ne, použijete novou oceňovací metodologii tak, aby bylo. Pravidlo tři: Nenechte nikdy fakta, aby vám zničila dobrý příběh,“ píše Montier. Příklad toho v praxi máme z finanční krize a nejen u analytiků brokerských domů, ale i u ratingových agentur, které hledaly všemožné způsoby, jak toxickým aktivům dát nejlepší rating AAA, aby se investiční příběh balíčků špatných hypoték dobře prodával. „Proto se mi v praxi manažera fondu vyplatilo investovat proti doporučením analytiků. Čím víc doporučení k nákupu, tím je to pro mě negativnější signál,“ říká Stupavský z CFA Society.

Včera už bylo pozdě

Stupavský upozorňuje, že vina není jen na straně analytiků, kteří cílové ceny, tedy ceny, ke kterým by se akcie měla za rok přiblížit, stanovují. „Správná cílová cena by měla být stanovena v horizontu tří až pěti let. Roční období je moc krátké na to, aby se projevila skutečná síla firmy. Během roku trhem hýbou spíš emoce než to, jak na tom společnost je,“ říká. Naráží tak na významný model chování investorů, který behaviorální finance popisují jako krátkozrakost. Jedním ze základních chování na trzích, který psychologové vyzpozovali, je, že lidé preferují nižší zisk dnes před vyšším ziskem v budoucnu.

„Krátkozrakost je jednou z překážek, která brání investorům v tom, aby zamezili vzniku bublin na trzích. Honbu za okamžitým ziskem vidíme dnes všude. Dnes drží investoři na newyorské burze akcie v průměru šest měsíců, v 50. letech to bylo osm let. A je jasné, že pokud máte akcie jen šest měsíců, nestaráte

se o nějaký dlouhodobý obrázek, ale o příští kvartální výsledky,“ říká James Montier.

Podle Stupavského to je přitom další behavioralistický předsudek, na kterém se dá vydělat. „Kvartální výsledky jsou spíše ze zákona nutná show pro investory, než že by skutečně ukazovaly, jak se změnila pozice firmy. Investoři se přesto podle nich často řídí a cenu přestřelí, časem se ale tento pohyb zase vrátí zpátky. Proto je chytré po dobrých kvartálních výsledcích a růstu ceny akcií čekat následný krátkodobý pokles a naopak,“ říká.

U většiny investorů navíc nejde jen o to, aby vydělali co nejrychleji. Jak podotýká Montier, lidé mají prostě potřebu neustále něco dělat. Když investoři vykazují nějakou činnost, mají potom pocit, že pro své peníze udělali to nejlepší. „Tuto lidskou vlastnost ilustruje chování fotbalových brankářů,“ říká. Když dojde na penalty, stává se z brankáře nejakkčnější člen mužstva.

Vědci podrobili pozornému zkoumání 311 zásahů brankářů v předních evropských ligách a mezinárodních šampionátech. Zjistili, že v 94 procentech případů se brankář pohne doleva nebo doprava. Čistě statisticky je přitom nejlepší zůstat stát uprostřed, protože zde je úspěšnost zásahů 60 procent. Udělal to ale jen zlomek z nich. Když se jich zeptali, proč nezůstali raději stát na místě, nejčastější odpověď byla, alespoň mám pocit, že pro úspěch něco dělám. „A stejně přemýšlí i investoři – a to je chyba. Obchodovat co nejčastěji je dobré pro brokery, kteří mají za každý obchod poplatek. Pro samotné investory je to však většinou nevýhodné,“ říká Montier.

To souvisí i s odporem ke ztrátám, který je podle be-



haviorálních ekonomů vlastní všem investorům. Lidé se prostě bojí ztráty a to je nutí být neustále aktivní. Právě odpor ke ztrátám je jednou z hlavních myšlenek Teorie vyhlídek Daniela Kahnemana a Amose Tverského, jež je považována za jeden ze základních kamenů celých behaviorálních financí.

„Jednou z velkých hádanek ve financích je skutečnost, že jsou rizikové premie u investic do akcií velmi vysoké. A až behaviorální přístup na to dává odpověď,“ napsal nedávno investorům analytik Credit Suisse Michael J. Mauboussin. Riziková premie je vlastně odměna, kterou dostává investor za to, že peníze svěřil „rizikovější“ akcií oproti „bezpečně-

šimu“ dluhopisu. Jenže podle řady studií je tato přírážka příliš vysoká.

Shlomo Benartzi a Richard Thaler, další dvě velké postavy behaviorální ekonomie, mají pro záhadu rizikových přírážek vysvětlení. Podle nich jde o krátkodobý odpor ke ztrátám. Pokud se podíváte na akciovém trhu na období s délkou deset až dvacet let, vždycky totiž uvidíte zisky. Jenže v kratších intervalech týdnů, měsíců a let burzy střídavě rostou a zase se propadají. Podle Thalera a Benartziho tak o investičním chování rozhoduje to, jak často investoři sledují své portfolio. Pokud to dělají průběžně v krátkých časových úsecích, častěji vidí ztráty. No a jelikož mají ke

ztrátám odpor, požadují vyšší rizikovou premii.

„Z toho vidíme, že averze ke ztrátám ovlivňuje naše chování. Někteří investoři se jí snaží vyhnout tak, že akcie, které ztrácí, hned prodají, někteří se snaží naopak vydělat na rizikových přírážkách a nedívat se na minulou výkonnost. Nejlépe se tomu investoři ale vyhnou prostě tak, že se nebudou na vývoj portfolia tak často dívat,“ říká Mauboussin.

Sedm p

„Behaviorální finance nejsou nějaká ucelená teorie o fungování trhů, spíš soubor jednotlivých případů, kde investorovu mysl ovládají emoce,“ říká Stupavský. Aby uspěli na trhu, nemusí

investoři podle behaviorálních ekonomů samozřejmě zajít tak daleko jako Thomas Howard a zapomenout jména svých akcií. Důležité ale je jednat s chladnou hlavou, stanovit si svůj postup v době, kdy se na trhu nic neděje, a když se něco stane, pokračovat v racionálním vyhodnocování svých kroků. A jak dodává Stupavský, pečlivě trh a jeho chování studovat. Úspěch nepřijde sám a nedostaví se na základě pocitů a zaručených rad. V angličtině na to existuje poučka sedmi p: perfect planning and preparation prevent piss poor performance (perfektní plánování a příprava předejde pěkně podělanému profitu). ■

inzerce

ČESKÉ PODNIKY CHTĚJÍ HOSTŮM NABÍDNOUT VÍC

(Praha, 25. listopadu 2015) Moderní interiér, stylové doplňky, hezky oblečený personál. Mnoho českých podniků dělá skvělý první dojem. Jenže jakmile se host zdrží déle, pocit pohodlí leckdy zmizí. Napomoci zlepšení má systém řízení kvality služeb, právě v tomto směru totiž podniky pokulhávají.

Díky Českému systému kvality služeb (ČSKS), který funguje pod záštitou Ministerstva pro místní rozvoj ČR, si začaly podniky českého cestovního ruchu – od hotelů a restaurací až po cestovní kanceláře a wellness zařízení – uvědomovat, že vysoká návratnost hostů není samozřejmostí.

Čeští zákazníci tak mohou ve stovkách subjektů, zapojených do procesu certifikace ČSKS, pozorovat vyšší kvalitu služeb. Někde se zkrátily čekací doby hostů, jinde se zaměstnanci na klienty začali více usmívat a hledět na jejich zpětnou vazbu.

„Zaměstnanci, kteří jsou v přímém kontaktu se zákazníkem, mají významný vliv na jeho spokojenost. Pokud se nechovají profesionálně a příjemně, mohou být onou příčinou, proč je host nespokojen a příště se nevrátí,“ hodnotí hlavní projektový manažer ČSKS Jakub Martinák.

Známka kvality Q poukazuje na certifikované hotelové, gastronomické a další subjekty, které se rozhodly prohloubit vztah s hostem a zlepšit si měkké dovednosti. Jejich seznam je na webu www.csks.cz nebo ve speciální mobilní aplikaci.



Český systém kvality služeb
Czech service quality system

