



Koncentracja na długofalowych fundamentach, a nie na obawach

Październik 28, 2014



Mark Mobius
Executive Chairman
Templeton Emerging Markets Group

Światowe rynki akcji zanotowały w ostatnim czasie mocną korektę, a wrzesień i październik przyniosły nasilenie zmienności. Niepokój wielu inwestorów wzbudzały takie czynniki ryzyka, jak podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, możliwa deflacja w strefie euro, konsekwencje rozprzestrzeniania się wirusa eboli, powstanie Państwa Islamskiego na Bliskim Wschodzie, dynamika globalnej gospodarki, a w szczególności wzrost gospodarki Chin. Pojawiły się także pewne problemy o charakterze krajowym. W takich warunkach, rozmaici komentatorzy zwykle wieszczą koniec świata, dodatkowo strasząc inwestorów. Chciałbym jednak przypomnieć, że okresy wzmożonej zmienności rynkowej nie są niczym nowym czy też nieprzewidywanym.

To dobry moment, by powiedzieć kilka słów o roli czynników psychologicznych w inwestycjach. Wiedza zgromadzona przez specjalistów z dziedziny finansów behawioralnych sugeruje, że wielu (jeśli nie większość) inwestorów podejmuje decyzje pod wpływem emocji, zachowań stadnych i innych uwarunkowań psychologicznych, a nie czynników fundamentalnych. Nawet profesjonalni inwestorzy często podejmują niewłaściwe i irracjonalne decyzje finansowe.

Nie potrafię powiedzieć kiedy skończy się ten okres wzmożonych wahań, natomiast doświadczenie zebrane w ciągu dziesięcioleci działalności na rynkach daje mi pewność, że nie będzie trwać wiecznie i może oferować potencjalne możliwości rozważnym inwestorom, którzy wiedzą gdzie ich szukać.

Finanse behawioralne a tradycyjna teoria finansowa

Zgodnie z hipotezą rynku efektywnego, tradycyjne teorie finansowe zakładają, że inwestorzy są racjonalni, mają awersję do ryzyka i budują zdywersyfikowane i optymalne portfele. To założenie mówi jak inwestorzy „powinni” się zachowywać, zgodnie z matematycznymi modelami i teoriami. W praktyce sytuacja często wygląda jednak inaczej.

Dziedzina finansów behawioralnych koncentruje się, dla odmiany, na rzeczywistym procesie podejmowania decyzji finansowych, sugerując błędy poznawcze i emocjonalnie uwarunkowane uprzedzenia, które mogą mieć ogromny wpływ na te decyzje. Błędy poznawcze wynikają z nieprawidłowego rozumowania (trwania przy niewłaściwych założeniach) lub błędów pamięciowych (błędneho przetwarzania informacji). Uprzedzenia uwarunkowane emocjonalnie wynikają z rozumowania, na które decydujący wpływ mają nie fundamentalne fakty, ale uczucia i emocje.

Finanse behawioralne podważają założenia tradycyjnej teorii finansowej, w odpowiedzi na obserwację, że wielu inwestorów jednak nie zachowuje się w sposób racjonalny. Inwestorzy generalnie wykazują awersję do strat, a związane z tym obawy powstrzymują ich przed budowaniem optymalnych portfeli.

Finanse behawioralne sugerują, że ludzie:

1. nie wykazują awersji do ryzyka, ale raczej awersję do strat;

2. nie zachowują się w pełni racjonalnie, podejmując decyzje finansowe;
3. mają tendencję do „segregowania aktywów”, tzn. często analizują inwestycje osobno, a nie jako cały portfel.

Uważam, że zrozumienie zarówno tradycyjnej teorii finansowej, jak i finansów behawioralnych, zwiększa szanse na osiągnięcie własnych celów finansowych.

UPRZEDZENIA UWARUNKOWANE EMOCJONALNIE I POWIĄZANE ZACHOWANIA

- **Efekt posiadania:** Przekonanie o tym, że aktywa, które posiadamy, są bardziej wartościowe. Utrzymywanie aktywów pod wpływem emocjonalnego przywiązania (np. odziedziczonych składników majątku), pomimo potencjalnie lepszych możliwości.
- **Zachowania stadne:** Podążanie za tłumem. Inwestowanie zgodnie z powszechnymi przekonaniem: "To musi być słuszne, jeżeli wszyscy to robią". Obawy przed pozostaniem w tyle lub późniejszym uczuciem żalu. Podejmowanie niewłaściwych decyzji na podstawie niedostatecznie szczegółowych informacji.
- **Awersja do strat:** Żal związany ze stratą przewyższający radość z zysków. Unikanie aktywów, które w ostatnim czasie wykazywały wzmożoną zmienność. Sprzedaż zwyżkujących papierów, by szybko zabezpieczyć zyski. Utrzymywanie w portfelu słabych aktywów, w nadziei na odrobienie strat.
- **Awersja do uczucia żalu:** Żałowanie podjętej decyzji. Strach przed niekorzystnymi konsekwencjami decyzji (dotyczącej sprzedaży, kupna lub utrzymania papierów). Utrzymywanie inwestycji o niskim ryzyku lub dobrze znanych aktywów. Wykazywanie skłonności do zachowań stadnych i poczucie bezpieczeństwa wynikające z podejmowania takich samych decyzji, jak inni.

- **Efekt skupienia:** Przywiązywanie zbyt dużej wagi do określonej wartości lub wskaźnika. Koncentracja na wysokiej cenie akcji i wynikające z niej poczucie utraty pieniędzy, gdy kurs spada poniżej tego poziomu. Brak odpowiedniej tolerancji w stosunku do pierwotnych prognoz.
- **Efekt dostępności:** Podejmowanie decyzji pod wpływem informacji, które są najłatwiej dostępne lub budzą najsilniejsze uczucia. Wybieranie produktów na podstawie reklam i informacji medialnych. Pamięć o bólu związanym ze stratami. Utrzymywanie wyłącznie znanych aktywów.
- **Poszukiwanie potwierdzenia:** Poszukiwanie i dostrzeganie informacji potwierdzających dotychczasowe założenia. Odrzucanie informacji niezgodnych z tymi założeniami. Przesadne silne przekonanie o pewności założeń dotyczących określonych inwestycji, klas aktywów, itp.
- **Księgowanie mentalne:** Klasyfikacja inwestycji do osobnych „rachunków mentalnych”. Segregowanie aktywów pod kątem różnych celów (np. oszczędności na edukację, oszczędności na emeryturę). Ignorowanie korelacji pomiędzy aktywami.

Koncentrujemy się na fundamentach - nie na obawach

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) obniżył ostatnio swą prognozę globalnego wzrostu gospodarczego na 2014 r. do 3,3%, tj. do poziomu o 0,4% niższego w porównaniu z prognozą z kwietnia 2014 r. i niższego także od poziomów wzrostu notowanych w 2010 r. i 2011 r., gdy światowe gospodarki podnosiły się po globalnym kryzysie finansowym.[\[1\]](#)

Należy pamiętać, że to tylko jedna prognoza z wielu, a poza tym nie wszystkie rynki wschodzące są jednakowe. W przypadkach niektórych gospodarek, prognozy MFW zostały wręcz skorygowane w górę. Prognoza wzrostu dla europejskich rynków wschodzących na 2014 r. została podniesiona do 2,7%, czyli do poziomu o 0,4% wyższego w porównaniu z prognozą kwietniową.[\[2\]](#) Według MFW, Węgry i Polska mają się rozwijać w 2014 r. w tempie odpowiednio 2,8% i 3,2%. Te optymistyczne prognozy uzasadnione są rosnącymi inwestycjami i spadającym bezrobociem w Polsce oraz znacząco rozluźnioną polityką pieniężną i dużymi wydatkami budżetowymi na Węgrzech. Wschodzące rynki azjatyckie mają rosnąć w tempie 6,5%, a wzrost w Afryce Subsaharyjskiej ma sięgnąć 5,4% – obydwie te regiony utrzymują solidną dynamikę.[\[3\]](#) Niepokój budzi możliwy wpływ rozprzestrzeniania się wirusa eboli na wzrost w niektórych krajach afrykańskich, co z pewnością należy uważnie monitorować.

Mówi się, ponadto, o pewnym prawdopodobieństwie, że podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych mogą wywołać w nadchodzących latach wzmożoną zmienność na giełdach w krajach rozwijających się, jednak wpływ ten będzie jednakowy w przypadku wszystkich rynków czy spółek. Przykładowo, Meksyk rozwija się nie tylko dzięki ożywieniu w USA, ale także dzięki krajowym reformom. Ogólnie rzecz biorąc uważamy, że rynki wschodzące, które przygotowały się na wyższe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych, powinny być w stanie zniwelować potencjalnie niekorzystny wpływ zmiany warunków. Co więcej, euroland i Japonia rozluźniają politykę pieniężną, zasilając rynki dodatkową płynnością.

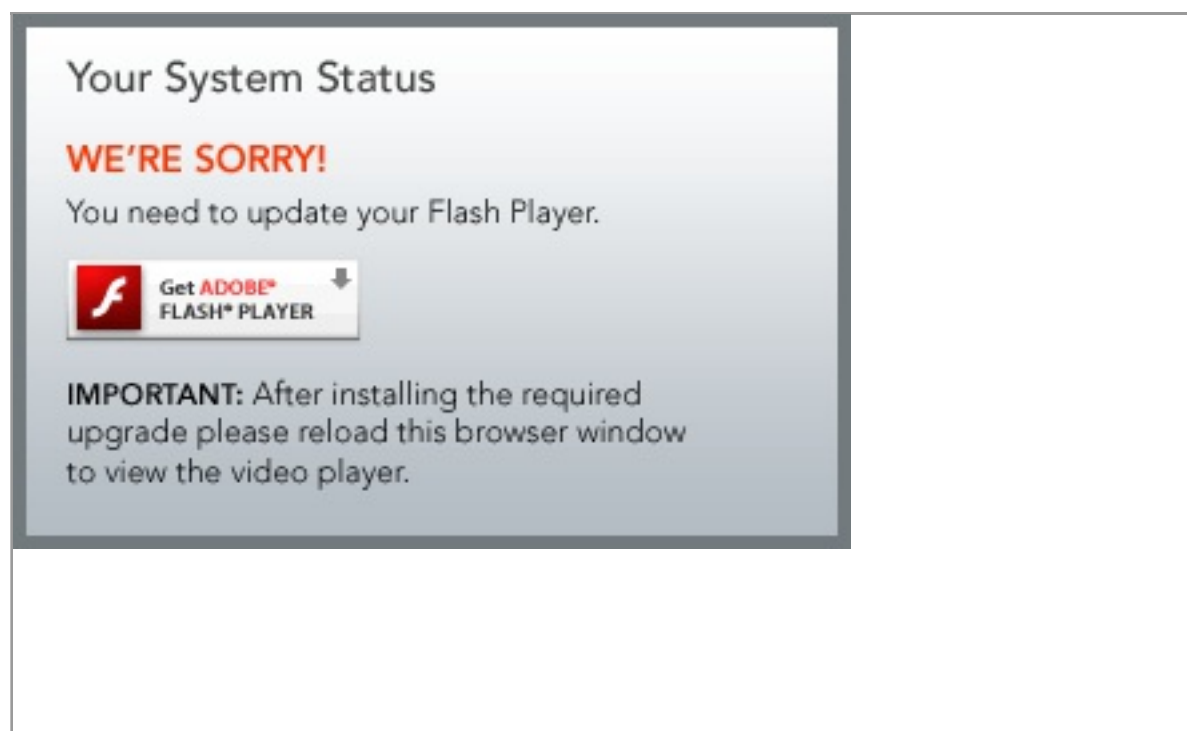
Pomimo spadku tempa chińskiego wzrostu, gospodarka Chin ma się w tym roku rozwijać w tempie przekraczającym 7%![\[4\]](#) Dążenie Chińczyków do bardziej zrównoważonego wzrostu wyższej jakości oraz oparcia gospodarki w większym stopniu na czynnikach krajowych może w przyszłości pomóc utrzymać dobrą dynamikę.

Nastroje rosną także w Indiach, gdzie wzrost PKB w kwartale kończącym się 30 czerwca sięgnął solidnego poziomu 5,7%. [5] Optymizm związany z wyborem Narendry Modiego na urząd premiera znalazł odzwierciedlenie nie tylko na rynkach akcji, ale także w ostatniej aprecjacji indyjskiej rupii.

Uważamy jednak, że wzrost gospodarki USA, rozluźnianie polityki pieniężnej w Europie i Japonii oraz poprawa czynników krajowych na wielu rynkach wschodzących mogą przekładać się na atrakcyjne możliwości dla inwestorów. Naszym zdaniem, długofalowe trendy na rynkach wschodzących, takie jak sprzyjające inwestorom reformy w niektórych krajach, m.in. w Chinach, Indiach, Korei czy Meksyku, kroki w kierunku eliminowania barier handlowych, poważny postęp technologiczny w krajach rozwijających się oraz błyskawiczny wzrost liczby i siły nabywczej konsumentów z klasy średniej stanowią solidną bazę dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego i rosnącej rentowności przedsiębiorstw na wielu rynkach wschodzących. Jednocześnie cały czas znajdujemy na tych rynkach spółki, których papiery są dostępne po względnie atrakcyjnych cenach.

Należy, ponadto, pamiętać, że kraje zaliczane do rynków wschodzących mają dziś duży udział w globalnej aktywności gospodarczej i kapitalizacji rynków akcji. Naszym zdaniem, długofalowe atuty rynków wschodzących dla inwestorów nie uległy zmianie, pomimo tymczasowego niepokoju. Nadal aktualne są trzy kluczowe tematy: stopy wzrostu gospodarczego rynków wschodzących są niezmiennie znacznie wyższe niż te notowane w krajach rozwiniętych, kraje rozwijające się mają znacznie większe rezerwy walutowe niż rynki rozwinięte, a wskaźniki zadłużenia do PKB krajów zaliczanych do rynków wschodzących są znacznie niższe niż te same wskaźniki w krajach rozwiniętych. Koncentrujemy się właśnie na tych fundamentalnych faktach, rozumiejąc jednocześnie, że bieżące obawy i niepokoje zawsze odgrywają pewną rolę na rynkach.

Więcej informacji na temat heurystyki dostępności można znaleźć w poniższym materiale filmowym pt. „Finanse behawioralne dla każdego”:



Komentarze, opinie i analizy dr. Mobiusa wyrażają wyłącznie jego osobiste poglądy, są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do kupna, sprzedaży ani utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mają charakteru porad prawnych ani podatkowych. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie są aktualne wyłącznie na dzień publikacji, mogą ulec zmianie bez uprzedniego powiadomienia i nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku czy inwestycji.

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego dokumentu. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments (FTI). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie; inwestor może opierać swe decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby dowiedzieć się, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.

Jakie jest ryzyko?

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Z inwestowaniem na rynkach zagranicznych związane jest określone ryzyko, m.in. ryzyko wahań kursów walut i ryzyko niestabilnej sytuacji gospodarczej i politycznej. Inwestycje na rynkach wschodzących, do których należą także nowe rynki wschodzące, obarczone są większym ryzykiem wynikającym z powyższych czynników, oprócz typowych dla nich ryzyk związanych z względnie niewielkimi rozmiarami, mniejszą płynnością i brakiem odpowiednich ram prawnych, politycznych, biznesowych i społecznych dla rynków papierów wartościowych. Ponieważ wspomniane ramy prawne, polityczne, biznesowe i społeczne są zwykle jeszcze słabiej rozwinięte na nowych rynkach wschodzących, a występują także rozmaite inne czynniki, takie jak podwyższony potencjał skrajnych wahań kursów, braku płynności, barier ograniczających transakcje oraz mechanizmów kontroli giełd, ryzyka związane z rynkami wschodzącymi są nasilone w przypadku nowych rynków wschodzących.

[1] Źródło: MFW; baza danych „World Economic Outlook”, październik 2014 r. © Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Wszelkie prawa zastrzeżone.

[2] Ibid.

[3] Ibid.

[4] Ibid.

[5] Źródło: Centralny Urząd Statystyczny, rząd Indii.