



Krzysztof Orlik
Dyrektor
Departamentu Sprzedaży Detalicznej

Psychologia inwestorów w czasach pandemii

Od ponad miesiąca żyjemy w świecie zdominowanym przez realne skutki pandemii w codziennym życiu, ale także nasze wyobrażenia jak długo ona potrwa i jaki świat nas czeka, kiedy pandemia zacznie wygasać. Wszystko to wywołuje także niezwykle silny wpływ na zachowania inwestorów.

W pierwszej fazie pandemii, do ok 20 lutego, prawie wszyscy inwestorzy wypierali zagrożenie jakie niesie nowa nieznana epidemia. Informacje o pierwszych ofiarach śmiertelnych we Włoszech doprowadziły do pierwszych spadków indeksów giełdowych, a potem przetoczyła się ogromna fala wyprzedaży i spadków cen akcji – w ciągu miesiąca na większości rynków o ponad 30%. Dołek na giełdach osiągnęliśmy około połowy marca (13 marca polski WIG, a 23 marca amerykański S&P 500). Od tego momentu giełdy dynamicznie odbijają.

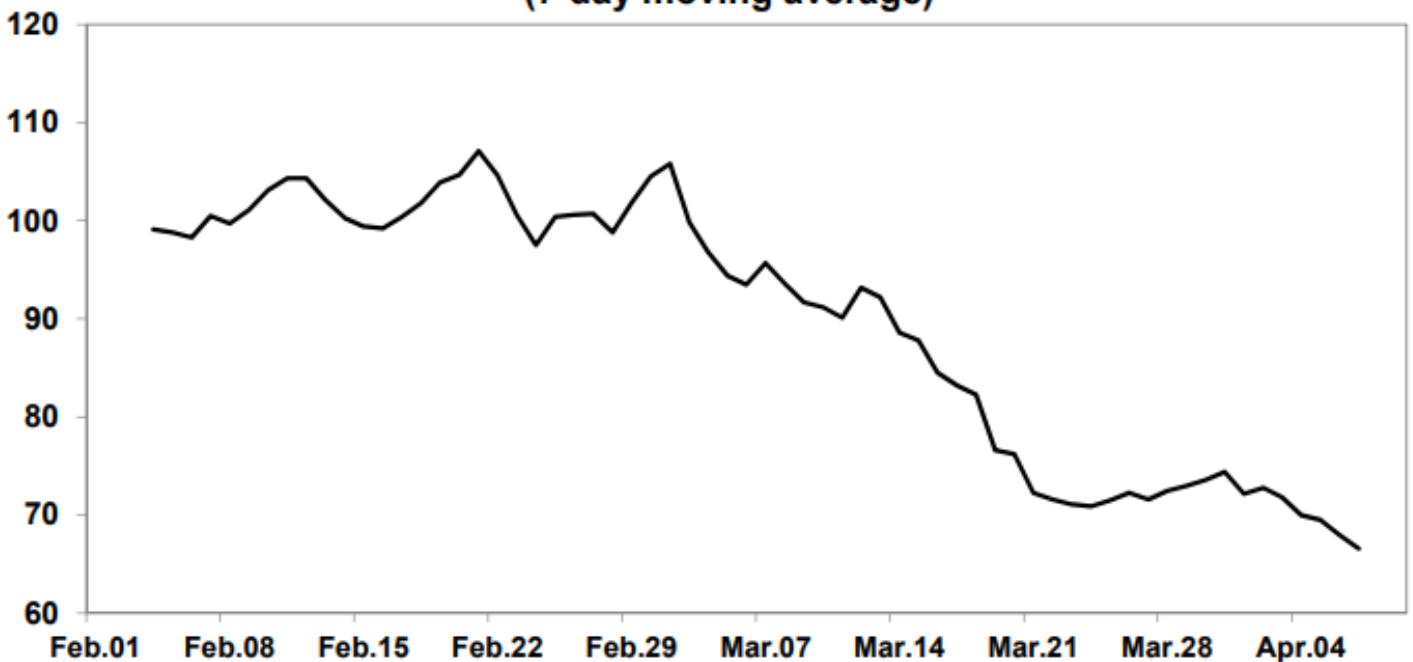
W takiej sytuacji jak na dłoni widać zmienne zachowania inwestorów objawiające się w gwałtownej wyprzedaży akcji, a potem w niemal równie szybkim kupowaniu przecenionych walorów. Jest to pole popisu dla ekonomii behawioralnej, która analizuje nie w pełni racjonalne zachowania ekonomiczne, w tym inwestorskie.

Zacznijmy od **heurystyki afektu** (heurystyki to uproszczone i szybkie sposoby rozumowania i podejmowania decyzji). Jeśli jakieś zdarzenie wywołuje w nas silne emocje, to na podstawie siły i kierunku (pozytywny/negatywny) szacujemy ryzyko także innych zdarzeń. Taki mechanizm decyzyjny działa znacznie szybciej niż racjonalna analiza. Strach przenosi się na inne zjawiska, nawet takie które w innych warunkach byłyby neutralne. Jakaż może być silniejsza emocja niż strach przed nieznanym i to śmiertelnym zagrożeniem, na które nie ma lekarstwa? Podsycane medialnymi przekazami emocje doprowadzają ludzi do silnego imperatywu działania: natychmiast gromadź zapasy żywności i papieru toaletowego, wyciągaj gotówkę z bankomatu, sprzedawaj akcje, sprzedawaj fundusze inwestycyjne, bo tylko gotówka jest pewna, a najlepiej złoto (tak mówią opowieści babci z czasów wojny). Ta heurystyka jest niezwykle silna, zwłaszcza gdy jest podsycana przez komunikaty płynące z mediów tradycyjnych, społecznościowych, ale także z rozmów z innymi przestraszonymi osobami, które się nawzajem nakręcają - w tym przypadku negatywnie.

Czy tak jest naprawdę? Poziom nastrojów inwestorów i konsumentów jest regularnie mierzony. Często przywoływanym miernikiem jest amerykański indeks Uniwersytetu Michigan, który spadł gwałtownie z bardzo wysokich poziomów wskutek ekonomicznych konsekwencji pandemii.

Psychologia inwestorów w czasach pandemii

**Index of Consumer Sentiment
(7-day moving average)**



University of Michigan 2020

Źródło: <http://www.sca.isr.umich.edu>, 19.04.2020

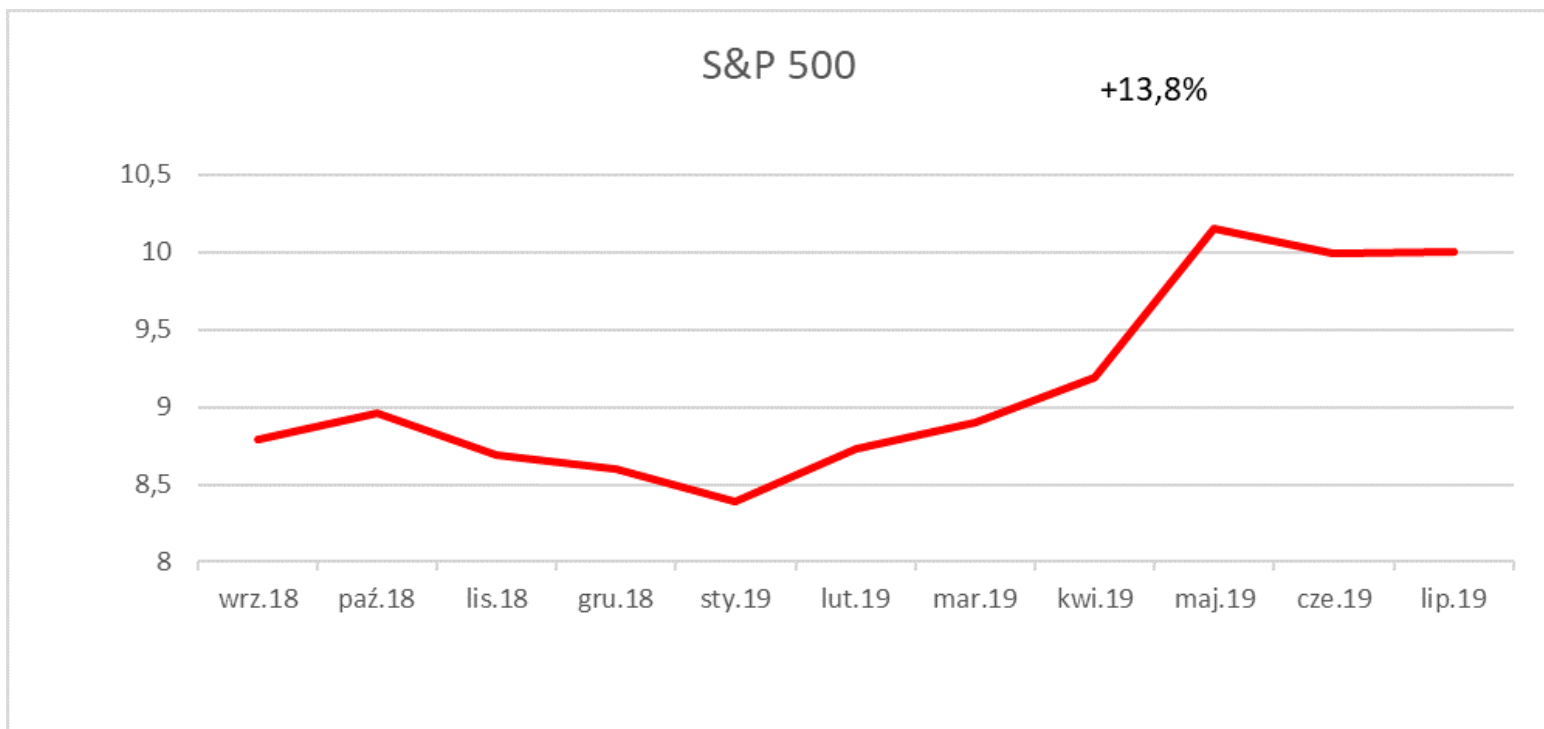
Przechodzimy tutaj w **zachowania stadne**. One wcale nie są, jak mogłoby się na pierwszy rzut oka wydawać, zupełnie nieracjonalne. Mogą stanowić objaw całkowicie racjonalnego zachowania inwestora podejmującego decyzje w obliczu braku dostępu do informacji i braku wiedzy lub czasu na dogłębną analizę. Nie analizujemy czy faktycznie spółki czy fundusze, które mamy w portfelu będą miały w najbliższym czasie kłopoty, ale otrzymując sygnał, że rynek mocno odstaje od normy, po prostu obserwujemy innych jego uczestników. Niektórzy nazywają to „społecznym dowodem słuszności” – wnioskujemy na podstawie tendencyjnie (w oparciu o nasze negatywne emocje) poszukiwanych i przetwarzanych informacji od innych ludzi. Efekt stadny jest podkreślany także przez jak najbardziej racjonalnych inwestorów. Badania wykazują, że najbliżsi ideałowi „racjonalnego inwestora”, wspierani przez wyrafinowany aparat analityczny, zarządzający funduszami hedgingowymi nie działają na rzecz stabilizowania cen. Wręcz przeciwnie, obserwując i przewidując stadne zachowania innych inwestorów starają się „płynąć na fali”. Okazuje się zatem, że takie nieracjonalne zachowania inwestorów są w znacznej mierze przewidywalne.

Psychologia inwestorów w czasach pandemii

Reakcja inwestorów w momencie osiągnięcia dna indeksów i rozpoczęcia gwałtownych wzrostów mogła się opierać na przewidywalnej reakcji rządów i banków centralnych na widmo kryzysu i długotrwałej recesji. Mechanizmy polityki monetarnej (obniżka stóp procentowych, quantitative easing, czyli tzw. dodruk pieniądza) połączone z niespotykanymi rozmiarów „tarczami antykryzysowymi” w większości rozwiniętych gospodarek zmieniły diametralnie emocje inwestorów i popchnęły ich stronę gwałtownych zakupów akcji. Dodajmy do tego zupełnie nowy **punkt odniesienia** jaki wytworzył się przez około miesiąc trwania gwałtownych spadków. Leżąca u podstaw ekonomii behawioralnej teoria perspektywy mówi w uproszczeniu o tym, że straty są odbierane silniej niż takiej samej wysokości zyski, ale wszystko to jest uzależnione od punktu odniesienia. Punkt odniesienia ma fundamentalne znaczenie w odbieraniu negatywnych i pozytywnych emocji.

Tutaj pewna historyczna dygresja. To nie jest pierwszy raz, kiedy wpływ na całą ludzkość ma powszechna pandemia. Pomińmy może historyczne doniesienia o dżumie z czasów cesarza Justyniana w VI w n.e. lub czarnej śmierci z wieku XIV. Prawie dokładnie sto lat temu na świecie rozszalała się pandemia grypy zwanej hiszpanką, którą zaraziła się połowa ludzkości. Ofiary naprawdę trudno policzyć, skoro szacunki wahają się od 50 do 100 milionów zmarłych. W Stanach Zjednoczonych w okresie od września 1918 do sierpnia 1919 hiszpanka spowodowała ok. 650-670 tys. ofiar śmiertelnych.

A jak wyglądał w tym czasie indeks amerykańskiej giełdy? Geny wzrosły w tym czasie o prawie 14%!



Źródło: stooq.pl, obliczenia własne

Psychologia inwestorów w czasach pandemii

Jak to wytłumaczyć? Właśnie zakończyła się I wojna światowa, która przyniosła miliony ofiar, w Stanach Zjednoczonych powszechne były w okresie wojennym niedobory w sklepach, mnóstwo żołnierzy zginęło na froncie. Epidemia była po prostu kolejnym nieszczęściem, zneutralizowanym przez radość i odprężenie po zakończeniu wojny.

Tymczasem w przypadku załamania związanego z COVID-19 jeszcze do połowy lutego roku 2020 mieliśmy do czynienia z rozpędzoną od ponad dziesięciu lat globalną gospodarką i dominującą opowieścią ekonomiczną o tym, że nowe technologie pozwolą na dalszy niemal nieprzerwany wzrost gospodarczy z okresowymi tylko, niewielkimi korektami. Ten rozpędzony pociąg zderzył się jednak ze skałą, a przysłowiowy czarny łabędź ostudził powszechny optymizm. Najpierw zareagowali posiadacze akcji i funduszy akcyjnych (ci jednak z umiarem, wszak tego typu inwestorzy są w jakimś zakresie odporni na ryzyko), a potem posiadacze obligacji i funduszy dłużnych, którzy są na wszelkie ryzyko znacznie mniej odporni i traktują (niesłusznie) fundusze papierów dłużnych jako pewien substytut depozytów w banku. W przypadku rynku polskiego oznaczało to między innymi wypłatę tylko w marcu ok. 20 miliardów złotych z różnego rodzaju, choć przede wszystkim dłużnych, funduszy inwestycyjnych.

W drugiej połowie marca nastąpił gwałtowny zwrot. Z jednej strony coraz gorsze prognozy ekonomiczne dla całej globalnej gospodarki i każdego kraju z osobna są wystarczającym uzasadnieniem do dalszego staczenia się indeksów giełd, cen obligacji korporacyjnych, zwłaszcza tych o podwyższonym ryzyku, cen surowców (przemysł w czasach recesji zużywa mniej ropy naftowej i innych surowców). Z drugiej przeważyła jednak opowieść ekonomiczna, która mówi następująco: rządy i banki centralne nie pozwolą na głęboki i długotrwały kryzys gospodarczy. Lockdowny redukujące do zera aktywność gospodarczą w niektórych sektorach potrwają kilka tygodni, będzie wzrost bezrobocia, ale zalejemy rynek miliardami dolarów/euro/złotych i przetrzymamy to jakoś, a potem wrócimy szybko do wzrostów. Nieco podobnie myśli Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który szacuje globalną recesję w roku 2020 na ok. 3%, ale odbicie gospodarcze w roku 2021 aż na 6%. Skoro tak, to trzeba się ustawiać pod nowy wieloletni okres wzrostów, pamiętając, że działania banków centralnych w poprzedniej dekadzie zapewniły niemal nieprzerwany wzrost cen aktywów, będący po części ubocznym skutkiem owego „drukowania pieniędzy”. Teraz szykuje się uruchomienie jeszcze większej „drukarni”, więc zarobki na giełdach mamy jak w banku. I faktycznie od dołka do dzisiaj indeks amerykański S&P 500 urósł o 31%, a polski WIG o 27%.

Emocje inwestorów odwróciły się o 180 stopni. Dobrze to obrazuje wypracowany przez telewizję CNN indeks strachu i chciwości (Fear and Greed Index), który na podstawie 7 cząstkowych składników ocenia balans pomiędzy tymi dwoma skrajnymi emocjami.

Psychologia inwestorów w czasach pandemii

Fear & Greed Index

What emotion is driving the market now?



Previous Close
Fear 42

1 Week Ago
Fear 42

1 Month Ago
Extreme Fear 5

1 Year Ago
Greed 70

Last updated Apr 17 at 5:11pm

Źródło: money.cnn.com/data/fear-and-greed, 19.04.2020

Poziom zero wskaźnika oznacza ekstremalny strach, a poziom 100 ekstremalną chciwość dominującą wśród inwestorów. Jeszcze miesiąc temu indeks wskazywał poziom 5 punktów, czyli ekstremalny strach, natomiast dziś jest to poziom 44 punktów, a więc bliski neutralnego. Doszło do tego, że amerykańskie banki inwestycyjne operujące na Wall Street musiały wezwać swoich pracowników, którzy przeszli na tzw. home office, z powrotem do biur, aby obsłużyć wzmożony ruch inwestorów. Nie inaczej jest z polskimi inwestorami. Po latach marazmu obudzili się posiadacze pokrytych kurzem rachunków maklerskich, a w punktach obsługi domów maklerskich ustawiają się kolejki tych, którzy chcą je po raz pierwszy w życiu założyć. Obroty na głównym parkiecie GPW w marcu w porównaniu z marcem 2019 wzrosły o 59,8%, a na rynku New Connect aż o 373% (za gwp.pl)!

Czy taki run do akcji może się dobrze skończyć? W ostatnich dziesięcioleciach mieliśmy właściwie tylko jeden taki epizod w roku 1987, gdy tzw. bunt maszyn (czyli raczkujących wtedy algorytmów automatycznie składających zlecenia na giełdach) doprowadził do gwałtownej przeceny na rynkach, a potem szybkiego powrotu do normalności, a więc przebiegu w kształcie litery V.

W innych recesjach mieliśmy do czynienia z reguły z kilkoma silnymi korektami wzrostowymi w trendzie spadkowym i dopiero po znalezieniu „dna” z następującym potem długim okresem wzrostów. Ten scenariusz również teraz może się powtórzyć, zwłaszcza, gdy z gospodarek i poszczególnych spółek zaczną napływać kolejne złe informacje. Możemy za to obserwować obecnie przeróżne efekty behawioralne wśród rozgrzanych emocjami inwestorów.

Psychologia inwestorów w czasach pandemii

Nadmierny optymizm oznacza przecenienie prawdopodobieństwa osiągnięcia pozytywnego wyniku, a **nadmierna pewność siebie** to przecenienie jakości posiadanej informacji potrzebnej do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Na dziś nie wiemy, czy mechanizmy stymulujące gospodarkę, czyli te wszystkie „tarcze antykryzysowe”, uchronią nas przed skutkami lockdownu, nieuchronnego wzrostu bezrobocia, spadku konsumpcji i bankructw firm w niektórych sektorach, bo nie wiemy jak długo potrwa walka z pandemią i kiedy zostaną wynalezione lekarstwa i szczepionki. Nadmierna pewność siebie tych, którzy obserwują spekulacyjne wzrosty cen niektórych spółek o kilkadziesiąt procent w ciągu sesji, może się skończyć wejściem na rynek w momencie, gdy ceny tych samych spółek akurat spadną - również o kilkadziesiąt procent. Jeśli zaś taka inwestycja się uda, to może pojawić się tzw. **błąd atrybucji**, kiedy ludzie przypisują swoim wysiłkom i wiedzy nadmierną wagę, lekceważąc czynnik losowości.

Nadmierna pewność siebie wspierana jest przez **efekt myślenia wstecznego**. Wydaje nam się, że pewne zdarzenia były możliwe, a nawet łatwe do przewidzenia, ale czynimy to z perspektywy dzisiejszej wiedzy. Takie myślenie wspiera pogląd, że świat jest bardziej przewidywalny niż ma to miejsce w istocie. Dlatego inwestorzy mogą myśleć tak: ceny już wzrosły na GPW o prawie 30%, a moja ulubiona spółka X aż o 70%. Ale ona na pewno jeszcze trochę pójdzie do góry, a ja jestem tak dobrym graczem, że kupię ją i zdążę wyskoczyć z inwestycji przed ewentualną korektą.

Stąd o krok od wejścia na poziom **myślenia magicznego**: „mam dobrą rękę do akcji, szczęście jest po mojej stronie”. Nie każdy jest jednak Harrym Potterem.

Czy możemy coś na to poradzić? Dziś nie wiemy, czy czeka nas w miarę stabilny wzrost indeksów, czy też seria korekt i powrót do wzrostów dopiero za jakiś czas. Teoria inwestycji daje na to tylko dwie proste rady. Jeśli nie masz przekonania w którą stronę pójdzie rynek, to **podziel inwestycję na transze**, wtedy uśrednisz „górkę” i „dołki” i w dłuższym okresie osiągniesz stopę zwrotu może nie ekstremalnie wysoką, ale pozytywną, za to unikniesz ryzyka znacznych strat, jeśli nazajutrz po inwestycji rozpocznie się silna fala spadków. Druga rada to **dywersyfikacja** inwestycji. Zamiast kupować jedną lub nawet kilka spółek wybierz szerszy portfel, na przykład w postaci funduszu inwestycyjnego lub nawet kilku funduszy (np. akcji polskich, akcji amerykańskich i akcji zachodnioeuropejskich lub rynków wschodzących).

A jak z klientami spokojniejszych z natury funduszy dłużnych, zwłaszcza krótkoterminowych? Nabywcy takich funduszy są często bardzo wrażliwi na zmienność. Już niewielkie spadki wycen jednostek wywołują nieodpartą chęć ucieczki z inwestycji. Jednak osiągnięcie „dna” i powrót do dobrych wyników takich funduszy sprawia, że emocje powoli stygną (wolniej niż u inwestujących w akcje, bo tutaj akceptacja ryzyka jest na zupełnie innym poziomie) i takie inwestycje stają się znowu brane pod uwagę – zwłaszcza że depozyty w bankach zbliżają się ze swoim oprocentowaniem do zera. Także tutaj zmiana punktu odniesienia ma wielkie znaczenie. Miesiąc temu mieliśmy wyobrażenia o pandemii rodem z filmów. Tymczasem okazuje się, że makaron i chleb w sklepach nadal są, a rząd zaczyna przygotowywać nas do powrotu do normalności. A statystyki związane z epidemią? Cóż, przyzwyczailiśmy się trochę, a nasz punkt odniesienia się zmienił.

Psychologia inwestorów w czasach pandemii

Niniejszy materiał jest upowszechniany w celu reklamy lub promocji usług świadczonych przez Generali Investments Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. („Towarzystwo”). Towarzystwo działa na podstawie decyzji Komisji Papierów Wartościowych (obecnie: Komisja Nadzoru Finansowego) z dnia 1 czerwca 1995 r., nr decyzji KPW-4073-1\95. Informacje zamieszczone w niniejszym materiale nie stanowią rekomendacji inwestycyjnej. Decyzje inwestycyjne dotyczące inwestowania w fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie po zapoznaniu się z Prospektami informacyjnymi funduszy, zawierającymi szczegółowe informacje w zakresie: czynników ryzyka, zasad sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy, tabelę opłat manipulacyjnych oraz informacje podatkowe. Prospekty informacyjne, Kluczowe informacje dla Inwestorów, Informacje dla Klienta AFI, tabele opłat, dane o ryzyku inwestycyjnym i podatkach dostępne są na stronie www.generali-investments.pl.

Niniejszy materiał zawiera opinię ekspercką. Towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za negatywne skutki wynikające bezpośrednio lub pośrednio z użytku treści zawartych w niniejszym materiale.