

---

---

# PSYCHOLOGICKÁ ANALÝZA

---

**Katedra financí**

**Email: [svoboda@econ.muni.cz](mailto:svoboda@econ.muni.cz)**

## Psychologická analýza

---

- PA zkoumá vliv psychologických aspektů účastníků trhu.
- Chování účastníků trhu není racionální.
- Výsledky analýz (FA,TA) na reálném trhu selhávají vlivem psych. aspektů účastníků obchodů (investoři, zprostředkovatelé)
- Trh je determinován velkým množstvím proměnných veličin:
  - fundamentální (výnosy,riziko...), vliv na strategii investorů
  - psychologické faktory určují chování investorů kurzotvorné v krátkém období, na změnu kurzů působí psych. investorů

## Psychologická analýza

---

- Psychologická analýza zahrnuje čtyři základní teoretické koncepce zabývající se vlivem masové psychologie na kurzy akcií.
  
- Jsou to:
  1. Keynesova investiční psychologie
  2. Kostolányho burzovní psychologie
  3. Teorie spekulativních bublin
  4. Drasnarova koncepce psychologické analýzy

## Keynesova investiční psychologie

---

- Značný vliv na chování akciových kurzů mají subjektivní faktory, kterými jsou:
  - struktura vlastnictví akcií (neustále více lidí vlastní akcie a přitom jen mizivé procento z nich ví, jak se správně ohodnocují)
  - nepřiměřené reakce akciových kurzů na určité události (investiční publikum reaguje nepřiměřeně na běžné události mající pomíjivý charakter, to zvyšuje volatilitu akciových trhů)
  - chování investičního publika je značně ovlivňováno kolektivní psychologií velkého počtu neinformovaných jednotlivců
  - **investiční rozhodování je zaměřeno na prognózování budoucího chování investičního publika**

## Spekulace X podnikavost

---

- **Spekulace** je podle Keynesa investiční rozhodování, které je založeno na prognózování kolektivní psychologie.
- **Podnikavost** je naproti tomu činnost vyplývající z předvídání budoucího výnosu akciového instrumentu po celou dobu jeho životnosti a na základě fundamentálních analýz.
- Tato teorie považuje za velmi nebezpečné, pokud by spekulace nabyla většího rozsahu než podnikavost.

## Řešení /Keynes/

---

- Psychologie determinuje investory v krátkém horizontu, investorův odhad je nepřesný  $\Rightarrow$  iracionální faktor – cit (určitý stupeň víry investora, že v budoucnu nastane nějaká událost)
- Proti růstu spekulace nabízí:
  - snížení likvidity trhů,
  - snížení množství účastníků na trhu,
  - přijmout určitá omezení pro vstup na trh,
  - zvýšení nákladů spojených s obchodováním,
  - zvýšení daní, progresivní zdanění převodu CP,
  - zavedení poplatků na trzích, což by snížilo likviditu trhu.
- Postupy individuálních a profesionálních investorů se neliší od davu.

## Kostolanyho burzovní psychologie

---

- Vychází z rozdílů kurzů pro krátké, střední a dlouhé období:
  - v krátkém období je změna kurzů určena psych. reakcemi
  - ve střed. období jsou změny kurzů funkcí úrokových sazeb a likvidity
  - v dlouhém období jsou dominantní veličiny FA
- Burzovní psychologie vychází ze dvou skupin účastníků burzy:
  - **hráči**: snaha o dosažení výnosu v krátkém období, jednají emocionálně,
  - **spekulanti**: jednají na základě vlastní analýzy a zkušeností

## Kostolányho burzovní psychologie

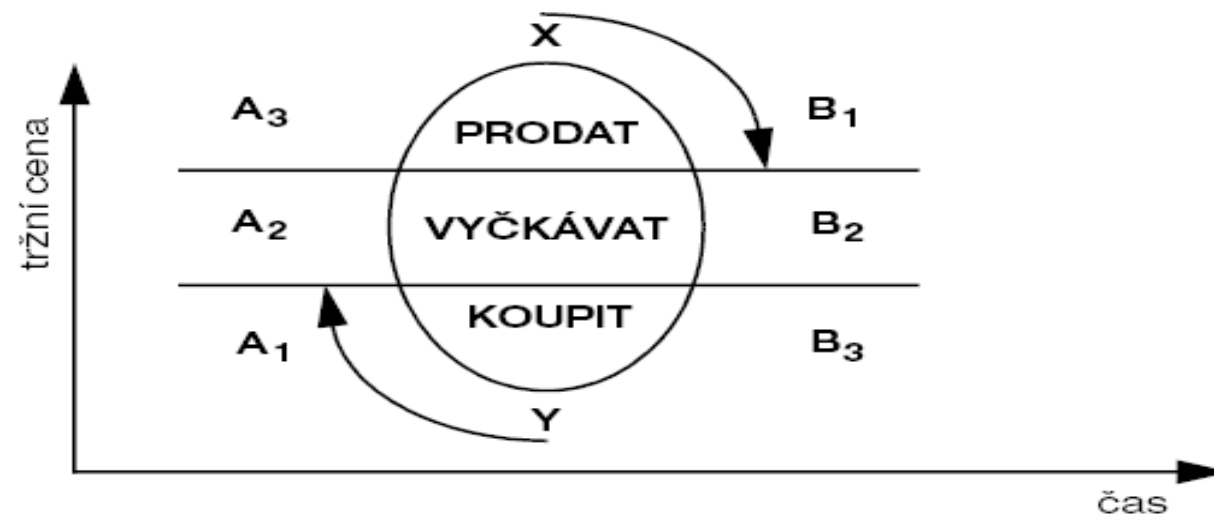
---

- Toky peněžních prostředků a akcií mezi hráči a spekulanty tvoří dle Kostolányho věčný koloběh burzy.
- Koncepce vychází z technického složení trhu:
  - **trh přeprodaný** (oversold market) - stav trhu, kdy po převaze nabídky se očekává růst ceny.
  - **trh překoupený** (overbought market) - stav trhu, kdy po převaze poptávky se očekává pokles ceny
- Koloběh akciových kurzů má 3 fáze
  1. určení fází nákupu a prodeje (změna, korekce)
  2. vyčkávání a držení akcií (fáze doprovodná)
  3. držení peněžních aktiv (fáze přepínání)



# Kostolányho burzovní psychologie

- Výchozí bod Y - trh se nachází v blízkosti *svého dna*. P nízké, pesimismus - informace – optimismus ⇒ *fáze změny – A1*
- Stálý růst optimismu, kurzy rostou. Diskontní sazba je stále na nízké úrovni ⇒ *doprovodná fáze –A2*
- Trh je v euforii do doby, kdy hráčům vydrží jejich optimistická víra ⇒ *fáze přepínání nebo-li přehánění – A3*
- Rychlým ochabnutím optimismu nastává trend znehodnocovací. Zahájena fáze změny neboli korektury. Růstem cenové hladiny byly vyvolány inflační tlaky zvýšení diskontních sazeb.



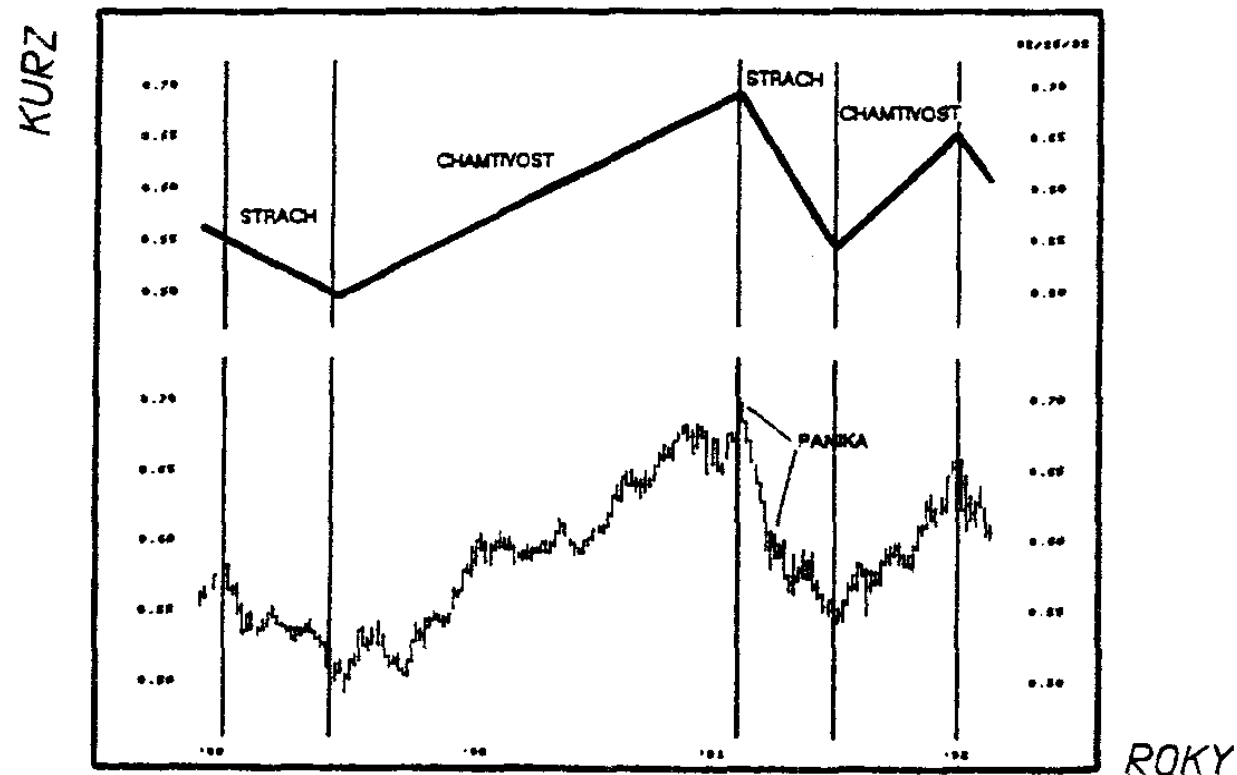
## Teorie spekulativních bublin

---

- Spekulativní bubliny = situace, kdy se kurzy cenných papírů dočasně, bez jakéhokoli racionálního vysvětlení velmi výrazně odchylují oběma směry od vnitřních hodnot.
- Výskyt je vysvětlován masovou psychologií.
- **Teoreticky je tento jev spojen s nadměrnou reakcí na nějakou událost.**
- Bubliny mohou být dvojí:
  1. nejprve dochází k růstu tržních kurzů a poté k prudkému propadu cen
  2. nejprve dochází k velkému poklesu tržních kurzů a poté k prudkému růstu

# Drasnarova koncepcie psychologické analýzy

- Existenci zhodnocovacího či znehodnocovacího trendů projev dvou protichůdných vlastností, chamtivosti a strachu.
- Podle toho, která vlastnost převládne nad vlastností zbývající, dochází na trhu k růstu kurzů cenných papírů nebo k poklesu.



## Analýza efektivních trhů

---

- Tzv. teorie náhodné procházky.
- Je zbytečné se pokoušet analyzovat společnosti, cenné papíry, kurzy a objemy obchodů, burzovní publikum či jiné faktory za účelem zjištění budoucího vývoje kurzů, protože kurzy akcií vykonávají podle této hypotézy “náhodnou procházku”.
- Na trhu není možné dosahovat v dlouhém období nadprůměrných zisků po očištění rizika.
- Pokud někdo těchto nadprůměrných výsledků dosahuje, pak je to pravděpodobně způsobeno používáním neveřejných informací.

## Předpoklady analýzy efektivních trhů

---

1. Stále přítomný ziskový motiv investorů, který napomáhá správnému ocenění cenného papíru, tedy ocenění na tzv. vnitřní hodnotě.
2. Vysoce konkurenční tržní prostředí a stejné postavení účastníků na trhu.
3. Volný a neomezený přístup k informacím a informačním technologiím.
4. Vytvoření kvalitní infrastruktury na trhu.
5. Dostatečná likvidita na trhu.
6. Kvalitní právní legislativy na trhu.

## Charakteristiky efektivního trhu

---

- Okamžitá, skoková reakce na novou, neočekávanou informaci.
- Náhodné změny v kurzech.
- Žádný investor na efektivním trhu není schopen v dlouhém období trvale při dané úrovni rizika dosahovat nadprůměrného výnosu.
- Na plně efektivním trhu musí selhat všechny obchodní a investiční strategie, protože CP je neustále správně oceněn a díky skokové reakci na novou informaci chybí jakýkoliv časový prostor pro realizaci i té nejinteligentnější strategie.

## Anomálie na efektivních trzích

---

- **Lednový efekt** - výnosy akcií jsou v lednu relativně vysoké. Jedna hypotéza říká, že investoři v prosinci realizují daňové ztráty tím, že prodávají CP (pokles cen). Naopak v lednu je nakupují zpět, čímž dochází k růstu cen.
- **Efekt malé firmy** - právě malé firmy v lednu dosahují většiny výnosů z “lednového efektu”. Malé firmy mají vzhledem k riziku relativně vysoké výnosy. To lze částečně vysvětlit tím, že analytici se zpravidla soustřeďují na velké firmy a malých si příliš nevšímají.
- **Víkendový efekt** - existuje tendence poklesu cen akcií během víkendu, resp. pondělního dopoledne. Důvodem mohou být špatné zprávy, které investoři během víkendu obdrží.

---

---

# ANALYTICI

---



## Chování cen akcií

---

- Vysvětlení pohybu cen akcií existuje řada teorií.
- Podle jedné z nich konají akcie **náhodnou procházku** ("random walk").
- Cena akcií je výsledkem náhodných faktorů a nelze ji předpovídat; pouze dlouhodobě zachovává určitý růstový trend.
- Podle jiné teorie jsou v cenách akcií již dávno zahrnuty veškeré odpovídající informace, takže je nemožné nalézt podhodnocené akcie, natož pak "překonat trh".

## Chování cen akcií

---

- Podle další teorie je vývoj cen akcií odrazem tří trendů:
- **primárního**, který má trvání v řádu let a může být rostoucí (býčí) nebo klesající (medvědí);
- **sekundárního**, který se odehrává v rádech týdnů až měsíců a koriguje trend primární;
- **denních fluktuací**, které se odehrávají v rámci jednoho dne nebo týdne, jsou odrazem náhodných faktorů a jejich význam je z hlediska investičního rozhodování zanedbatelný.
- Hlavním úkolem analytika podle této teorie je potom rozlišit, zda je vývoj cen akcií odrazem primárního nebo sekundárního trendu.

# Chování cen akcií

---

- V každém případě dlouhodobě je vývoj akciových kurzů odrazem trendů ve fundamentálních ukazatelích:

## **1.) makroekonomických**

hospodářský cyklus, inflace, peněžní zásoba, měnový kurz, zaměstnanost, vládní výdaje a zdanění, úrokové sazby, platební bilance a politické faktory;

- **2.) odvětvových**

útlum nebo rozmach různých odvětví, vývoj surovinových zdrojů a jejich cen, vývoj nových technologií, vládní regulace určitých odvětví (např. energetiky, telekomunikací);

- **3.) individuálních**

týkajících se hospodaření konkrétních společností, např. zadlužení, ziskovosti, výrobního cyklu produktů či schopností managementu.

## Chování cen akcií

---

- Úkolem **analytika** je potom odvodit tzv. "vnitřní hodnotu akcie", tj. hodnotu akcie, která by odpovídala všem těmto fundamentálním ukazatelům.
- Tuto vnitřní hodnotu porovnat s aktuální tržní cenou akcie a určit, zda je akcie podhodnocena nebo nadhodnocena.
- Podle toho akcii nakoupit či prodat.
- Tímto způsobem dochází k vyčišťování akciového trhu, který se pak stává **efektivní**.

## Analytici

---

- Obchodníci s cennými papíry, penzijní a podílové fondy, banky i pojišťovny zaměstnávají ve svých řadách tisíce investičních profesionálů zvaných **akcioví analytici**.
- Ti mají za úkol provádět analytický výzkum akciového trhu, hodnotit vývoj ekonomiky, jednotlivých odvětví a společností, s jejichž akciemi se obchoduje, a na základě svých znalostí a zkušeností nalézat vhodné **investiční příležitosti** a vydávat **investiční doporučení**.

# Analytici

---

- Mezi těmito analytiky lze rozlišit tři skupiny:
- **1. sell-side analysts**
  - jsou zaměstnanci mezinárodních investičních bank a makléřských firem.
  - jejich úkolem je provádět podrobné a důkladné rozbory jednotlivých společností a vydávat investiční doporučení individuálním i institucionálním klientům;
- **2. nezávislí analytici** („independent analysts“, „indies“)
  - pracují pro firmy specializované na výzkum akciového trhu,
  - jejich klienty jsou často i samotné makléřské firmy, případně jednotlivci

- **3. buy-side analysts**

- jsou zaměstnanci institucí kolektivního investování jako jsou podílové a penzijní fondy,
- provádějí vlastní výzkum jednotlivých společností nebo mají přístup k analýzám sell-side analytiků.
- sami pak vytvářejí zprávy pro portfolio manažery, kde uvádějí svá investiční doporučení.

## Analytici

---

- Akcioví analytici vydávají ve svých zprávách zpravidla **investiční doporučení**.
- Ta mají být vodítkem pro investory při rozhodování o investičních příležitostech.
- Škály investičních doporučení se přitom mezi jednotlivými makléřskými domy či investičními bankami liší.
- Existují však tři základní, kdy analytik zaujímá jednoznačné stanovisko, a to:
  - **"Koupit"** (Strong Buy, Buy),
  - **"Držet"** (Hold, Neutral),
  - **"Prodat"** ("Sell", "Strong Sell").



## Analytici

---

- Vedle toho mohou existovat i doporučení:
- **"Přikoupit"** ("Moderate Buy", "Accumulate", "Outperform"),
- **"Částečně odprodat,,,**
- **"Redukovat"** ("Moderate Sell", "Underperform", "Weak Hold"),
- Zde se analytik domnívá, že trend růstu či poklesu ceny akcie bude nějakou dobu ještě pokračovat a tak se přiklání více k nákupu či prodeji.
- Protože analyzování pohybu cen akcií je časově náročná činnost, zaměřují se makléřské firmy či investiční banky obvykle pouze na omezený okruh akciových titulů.
- Vždy potom oznamují, pokud začnou nebo přestanou některý titul analyticky sledovat a hodnotit (Initiate/Drop Coverage).

## Analytici

---

- Kromě investičních doporučení sestavují analytici i **odhady zisků** společností.
- Jde o čtvrtletní, pololetní a roční odhady zisku na akcii, které se tito analytici domnívají, že společnosti vykáží ve svém účetnictví.
- Na základě odhadů skupiny analytiků se potom **sestavují průměrné** (konsensuální) odhady, což mají na starosti specializované agentury jako First Call či Reuters.
- V případě, že společnosti vykáží lepší hospodářské výsledky než činí průměrné odhady zisků analytiků, ceny jejich akcií na burze či mimoburzovním trhu vzrostou a naopak.

# Analytici

---

- Problematická pozice akciových analytiků, zejména těch zaměstnaných u velkých investičních bank a makléřských domů, spočívá ve **dvou skupinách** klientů, které tyto instituce obsluhují.
- **1. individuální investoři**
  - jejich cílem je nalézat vhodné investiční příležitosti a zhodnotit své peníze.
- **2. podnikoví klienti**
  - pro ně tyto instituce provádějí různé transakce, například emise akcií či fúze a akvizice.

## Analytici

---

- Vzniká zde potom **konflikt zájmů**.
- Investiční banky se snaží na jedné straně co nejlépe provést transakci, například co nejlépe umístit emisi akcií.
- Na druhé straně by měly dát investorům nezávislá doporučení týkající se hospodaření svých podnikových klientů.
- I toto však lze ošetřit striktními zásadami uvnitř investičních bank, jejichž plnění ovšem závisí především na managementu a zaměstnancích těchto institucí.