



Finanční trhy

Psychologická analýza



Psychologická analýza

- Psychologická analýza vychází z předpokladu, že akciové kurzy jsou silně ovlivněny psychologií burzovního publika, která tím, že působí na všechny účastníky trhu, ovlivňuje jejich úroveň. Budoucí cena akcie tedy závisí na impulsech, které ovlivňují chování davu, který je jimi veden buď k nákupům či prodejm.
- Psychologická analýza zkoumá vliv psychologických aspektů účastníků trhu.
- Chování účastníků trhu není racionální.
- Výsledky analýz (fundamentální, technické) na reálném trhu selhávají vlivem psychologických 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 psychologie investorů



Teoretické koncepce psychologické analýzy

- 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 (I)

- Nejstarší teorie psychologické analýzy
- **Značný vliv na chování akciových kurzů mají subjektivní faktory, kterými jsou:**
 1. *struktura vlastnictví akcií* (neustále více lidí vlastní akcie a přitom jen mizivé procento z nich ví, jak se správně ohodnocují)
 2. *nepřiměřené reakce akciových kurzů na určité události* (investiční publikum reaguje nepřiměřeně na běžné události mající pomíjivý charakter, to zvyšuje volatilitu akciových trhů)



Keynesova investiční psychologie (II)

3. *chování investičního publika je značně ovlivňováno kolektivní psychologií velkého počtu neinformovaných jednotlivců (tato skutečnost navazuje na strukturu vlastnictví akcií – čím vyšší je podíl akcionářů, kteří neumí správně ohodnotit, co drží v rukách, váha tohoto faktoru se ještě více umocňuje)*

4. *investiční rozhodování je zaměřeno na prognózování budoucího chování investičního publika*

Pokud budou mít investoři bez potřebných analytických znalostí na kurzy akcií větší vliv než kvalifikovaní investoři provádějící fundamentální analýzy, tak se i kurzy akcií budou pohybovat dle nálad této většiny a dle atmosféry panující na daném trhu.



Keynesova investiční psychologie (III)

- **Spekulace X Podnikavost**

Spekulace je podle Keynese 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.



Keynesova investiční psychologie (IV)

- Řešení podle Keynese

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 cenných papírů,
- zavedení poplatků na trzích, což by snížilo likviditu trhu.

Postupy individuálních a profesionálních investorů se neliší od davu.



Kostolanyho burzovní psychologie (I)

- Vychází z rozdílů kurzů pro krátké, střední a dlouhé období:
 - v krátkém období je změna kurzů určena psychologickými reakcemi burzovního publika na různé události
 - ve středně dlouhém období jsou změny kurzů funkcí úrokových sazeb a likvidity
 - v dlouhém období jsou dominantní veličiny fundamentální analýzy



Kostolanyho burzovní psychologie (II)

- Burzovní psychologie vychází ze dvou skupin účastníků burzy:
 - **hráči (roztřesené ruce):** snaha o dosažení výnosu v krátkém období, jednají emocionálně, nikoliv na základě znalosti fundamentálních údajů, pouze reagují na nové informace a události, jdou vždy s davem (tzn. že kupují, když všichni kupují a naopak), malé zisky, tvoří až 90 % burzovního publika, v krátkém období způsobují volatilitu kurzů
 - **spekulanti (pevné ruce):** jednají na základě vlastní analýzy a zkušeností, realizují dlouhodobější transakce, nechovají se emocionálně a většinou jdou proti proudu



Kostolanyho burzovní psychologie (III)

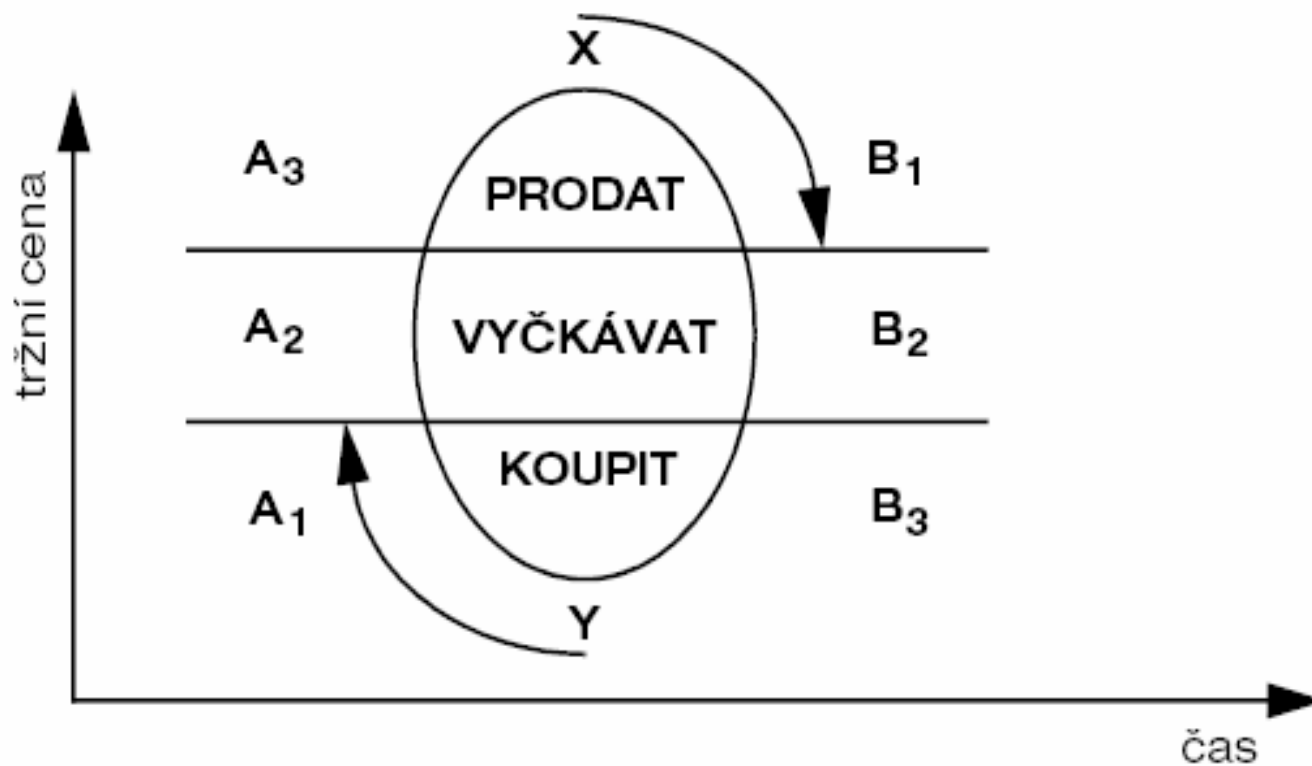
- Toky peněžních prostředků a akcií mezi hráči a spekulanty tvoří dle Kostolányho věčný koloběh burzy.
- Koncepce vychází z technického složení trhu:
 - *trh přeprodaný (oversold market)* – stav trhu, kdy po převaze nabídky se očekává růst ceny
 - *trh překoupený (overbought market)* – stav trhu, kdy 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)



Kostolanyho burzovní psychologie (V)

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

Kostolanyho burzovní psychologie (IV)





Věčný koloběh burzy – legenda (I)

- **Fáze A1 – vzestupná korektura**

- nízký obrat a nízký počet vlastníků akcií
- v ekonomice existuje velmi málo disponibilních prostředků pro nákup akcií a investoři pesimisticky hodnotí též budoucí hospodářský vývoj
- akcie jsou po poklesu kurzů ve vlastnictví spekulantů
- po určité době začnou přicházet příznivější hospodářské zprávy a investoři začnou pomalu nakupovat akcie při stoupajících cenách, což následně způsobí řetězovou reakci a nastane prudký vzestup kurzů akcií k úrovni jejich reálných tržních cen



Věčný koloběh burzy – legenda (II)

- **Fáze A2 – vzestupná doprovodná fáze**
 - hospodářství je nastartováno, vzrůstají zisky společností, na trhu panuje optimistická nálada a ceny akcií rostou, stoupá počet vlastníků akcií
- **Fáze A3 – přehánění vzestupného trendu**
 - na burzu přichází stále více zájemců, neustále roste optimismus a nastává burzovní euforie
 - značně stoupají objemy burzovních obchodů
 - velmi vysoký počet vlastníků akcií
 - skupina hráčů je přesycena počtem vlastněných akcií, které jim prodali spekulanti



Věčný koloběh burzy – legenda (III)

- **Fáze B1 – sestupná korektura**

- euforie na trhu akcií způsobuje inflační tlaky, na něž reaguje centrální banka restrikcí své monetární politiky

- hráči v důsledku toho začnou pociťovat nedostatek likvidity a začnou prodávat své akcie, čímž nastane první fáze jejich kurzového poklesu. Tato fáze se vyznačuje nízkým obratem a poklesem počtu vlastníků akcií.

- **Fáze B2 – sestupná doprovodná fáze**

- přicházejí špatné zprávy týkající se hospodářských výsledků podniků, které urychlují pokles akciových kurzů, které začínají opět pomalu nakupovat spekulanti. Objemy obchodů stoupají, klesá počet vlastníků akcií.



Věčný koloběh burzy – legenda (IV)

- **Fáze B3 – přehánění sestupného trendu**

- „výprodej“ akcií, nízký počet jejich vlastníků – klesající kurzy a nepříznivé hospodářské zprávy totiž vedou k panice hráčů, jejímž důsledkem je zoufalý prodej jimi dosud vlastněných akcií vedoucí až k totálnímu výprodeji jejich portfolií. Kurzy akcií tak pod tlakem jejich paniky klesají, a to podstatně více, než ve skutečnosti odpovídá reálnému stavu ekonomiky.



Kostolanyho burzovní psychologie (V)

- Dosáhnout nadprůměrných zisků je teoreticky velice jednoduché.
- Problém však nastává při praktické realizaci. Jak určit, kdy přesně začíná ta která fáze trendu? Jak dlouho budou jednotlivé fáze trvat?
- Takové otázky umí řešit podle Kostolanyho minimum lidí, které nazývá spekulanty. Předpokladem úspěchu je porozumění masové psychologii a anticyklickému chování v určitých fázích koloběhu akciových kurzů.



Teorie spekulativních bublin

- Spekulativní bubliny = situace, kdy se kurzy cenných papírů dočasně, bez jakéhokoli racionálního vysvětlení velmi výrazně odchyľují oběma směry od vnitřních hodnot stanovených fundamentálními analytiky.
- Výskyt je vysvětlován masovou psychologií.
- Teoreticky je tento jev spojen s nadměrnou reakcí na nějakou událost nebo řadu událostí.
- **Bubliny mohou být dvojí:**
 1. nejprve dochází k růstu tržních kurzů a poté k prudkému propadu cen (zvláště nebezpečné pro investory)
 2. nejprve dochází k velkému poklesu tržních kurzů a poté k prudkému růstu (též nebezpečné, protože mnoho zejména nezkušených investorů zpravidla uvěří v dlouhotrvající pokles \Rightarrow prodej v panice \Rightarrow ztráty)



Drasnarova koncepce psychologické analýzy (I)

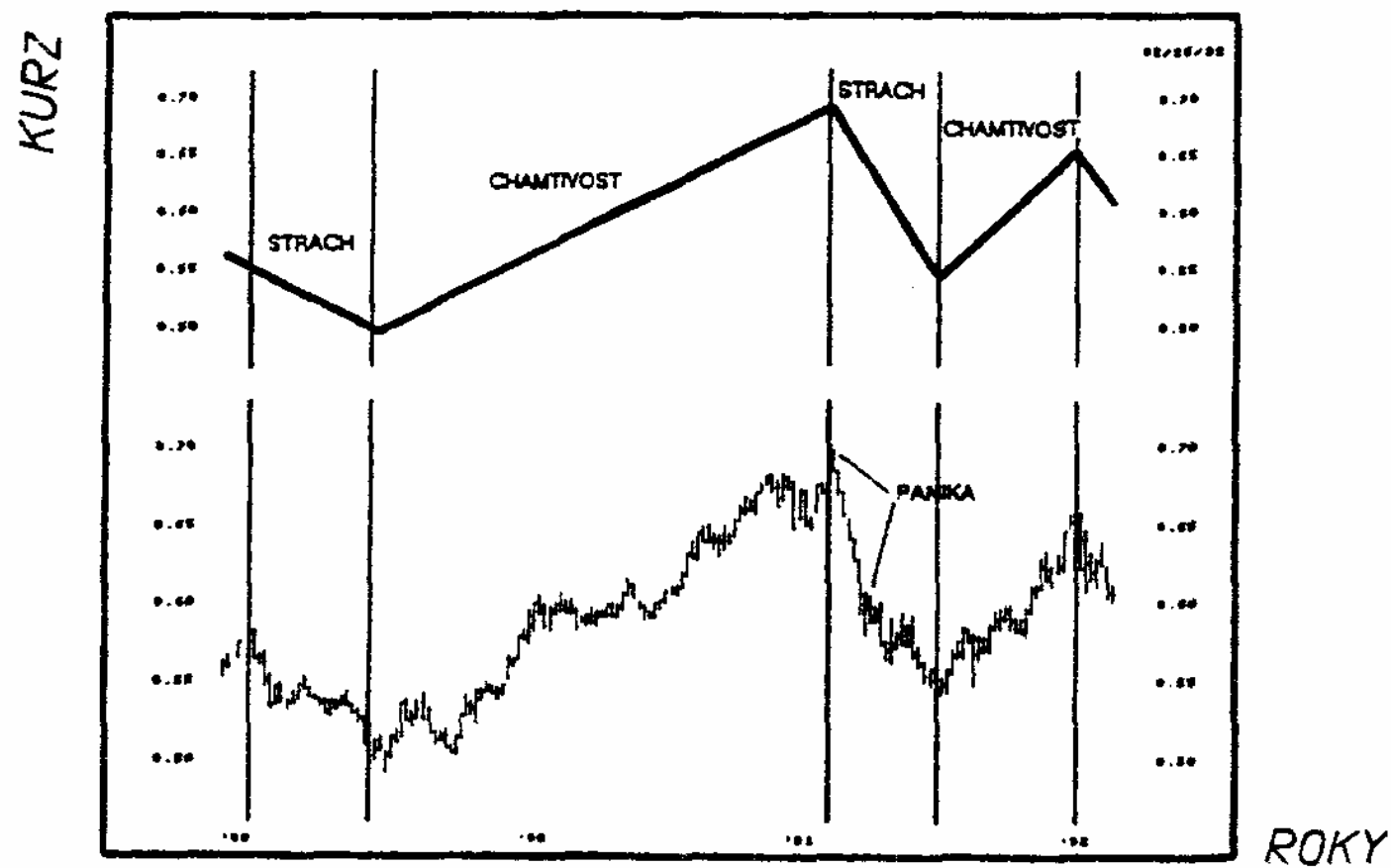
- Považuje zhodnocovací a znehodnocovací trend za projev dvou protichůdných vlastností – *chamtivosti a strachu*, kterými podle něj disponuje každý člověk.

Chamtivost vzniká z přirozeného přání člověka něco vlastnit, tato touha vlastnit nikdy nemizí, ale spíše se s růstem bohatství násobí. Snaha dosáhnout vysokých zisků z investic do cenných papírů, především do akcií, podporovaná chamtivostí podněcuje poptávku po těchto cenných papírech, což vede k růstu jejich kurzů.

Zhodnocovací trend trvá tak dlouho, dokud není chamtivost investorů vystřídána strachem ze ztráty nabytého bohatství \Rightarrow zárodky paniky + strach se šíří davem investorů \Rightarrow ve spěchu prodej cenných papírů \Rightarrow pokles kurzů cenných papírů.

- Podle toho, která vlastnost převládne nad vlastností zbývající, dochází na trhu k růstu kurzů cenných papírů nebo k poklesu.

Drasnarova koncepcie psychologické analýzy (II)





Analýza efektivních trhů (I)

- 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 (resp. nadprůměrný zisk – větší zisky očištěné o riziko a transakční náklady než při pasivní strategii „kup a drž“).
- Pokud někdo těchto nadprůměrných výsledků dosahuje, pak je to pravděpodobně způsobeno používáním neveřejných informací.
- Teorie náhodné procházky je předmětem sporů a kritiky již po dlouhá léta zejména ze strany finančních analytiků, mezi jejichž hlavní nástroje patří fundamentální a technická analýza.



Analýza efektivních trhů (II)

- Myšlenka efektivních trhů je založena na předpokladu rychlého zpracování všech nových kurzotvorných informací a jejich okamžité reflexe v ceně akcií. V takovém prostředí ztrácí význam jak technická, tak i fundamentální analýza.
- Efektivní je takový trh, který absorbuje okamžitě kurzotvorné informace (očekávaný výnos, riziko...).
- Akciový kurz odráží všechny dostupné a významné informace, aktuální tržní cena je objektivní cenou. Nevzniká diference mezi vnitřní hodnotou a kurzem akcií, kurz představuje správně ohodnocené akcie (neexistují podhodnocené ani nadhodnocené akcie).



Předpoklady analýzy efektivních trhů

1. Stále přítomný ziskový motiv investorů, který napomáhá správnému ocenění cenného papíru, tedy ocenění na tzv. vnitřní hodnotě, která je stanovena fundamentální analýzou.
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.



Základní 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 cenný papír je neustále správně oceněn a díky skokové reakci na novou informaci chybí jakýkoliv časový prostor pro realizaci i té nejinteligentnější strategie.



Druhy efektivnosti

- **Informační** – kurzy okamžitě absorbují všechny souvztažné a dostupné informace
- **Alokační** – finanční aktiva jsou v relaci vzácných zdrojů přerozdělena co nejproduktivněji
- **Operativní** – transakční náklady jsou nulové (reálně jsou větší než nula)



Formy informační efektivity (v rámci teorie efektivních trhů)

- **Slabá forma efektivity** – aktuální kurz obsahuje všechny historické informace
- **Středně silná forma efektivity** – aktuální kurz obsahuje historické a současné veřejné informace
- **Silná forma efektivity** – kurz vyjadřuje veřejné i neveřejné informace



Anomálie na efektivních trzích (I)

- I přes velké množství důkazů, že trhy jsou efektivní, existuje mnoho anomálií.

1. **fúze a akvizice** – společnosti se slučují nebo dochází k převzetí jedné společnosti druhou; vysoká prémie, která převyšuje běžnou tržní hodnotu (až o 30 – 60 %). Největší kurzové zisky je možné realizovat před dnem oznámení, s tímto obdobím je spojena největší kurzová prémie. Po celou dobu však existuje nebezpečí odvolání fúze, což vede k velkým cenovým poklesům. Investor musí před dnem oznámení posoudit řadu faktorů (management firem, postoj akcionářů...).



Anomálie na efektivních trzích (II)

2. **Emise nových akcií** – akcie společností vstupujících poprvé na primární trh jsou zpravidla podhodnoceny (cca o 10 %). Efekt podhodnocení vyvolávají investiční banky z obavy úspěšnosti uvedení akcií na trh, popř. informační asymetrie (nedostatek informací o nových akciových společnostech). Podhodnocení akcií přináší po jejich uvedení na trh růst kurzu akcií. Efekt výnosu se snižuje uvedením emise akcií prestižní bankou.

3. **Kotování akcií** – akcie mimoburzovního trhu se uvedením na kotovaný trh stávají více likvidními. Efekt výnosu z realizovaného obchodu před oznámením kotace může být značný. Při zrušení kotace naopak dochází k prudkému kurzovému poklesu.



Anomálie na efektivních trzích (III)

4. **Efekt nízkého P/E** – akcie s nízkým poměrem P/E přinášejí nadprůměrný výnos, akcie signalizují podhodnocení.

5. **Lednový efekt** – výnosy akcií jsou v lednu relativně vysoké. Jedna hypotéza říká, že investoři v prosinci realizují daňové ztráty tím, že prodávají cenné papíry (pokles cen). Naopak v lednu je nakupují zpět, čímž dochází k růstu cen.

6. **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 soustředí na velké firmy a malých si příliš nevšímají.

7. **Víkendový efekt** – existuje tendence poklesu cen akcií během víkendu, resp. pondělního dopoledne. Důvodem mohou být špatné zprávy, které investoři během víkendu obdrží.