

Viselkedéstudományi portfóliókezelés*

Rékási Róbert

C. Thomas Howard Behavioral Portfolio Management

UK: Harriman House Ltd., 2014, p. 324

ISBN-13: 978-0857193575

A tőkepiacok és portfóliókezelés elmélettörténetére, hasonlóan más tudományágakhoz, egymást váltó paradigmák történeteként tekinthetünk: az elmúlt 80 évben két irányzat váltotta egymást, napjainkban pedig a harmadik felemelkedését láthatjuk. *Graham* és *Dodd* 1934-es *Értékpapír-elemzés (Security Analysis)* című könyve a fundamentális elemzés alapjait vetette meg, ami az első rendszerezett megközelítése volt a tőkepiacok elemzésének, illetve az azokba való befektetésnek. A szerzők állítása szerint pénzügyileg eredményesebb részvényportfóliók építhetők a vállalatok fundamentumainak elemzésével és az érzelmek által vezérelt befektetők okozta ártorzulások kiaknázásával.

Ezt az elméletet váltotta az 1970-es években teret nyerő, modern portfólióelmélet, amely elfogadta, hogy számos befektető érzelmi alapon hoz döntéseket, azonban amellet érvelt, hogy kellő számú racionális piaci szereplő van, akik az ártorzulásokat arbitrázs (vagyis kockázatmentes profitot eredményező) ügyletekkel megszüntetik. Amennyiben racionális várakozások uralják a piacokat, akkor a piaci árak hatékonyak, azaz az összes rendelkezésre álló, publikus információt tartalmazzák. Hatékony piacokon értelmetlen fundamentális elemzést végezni. Ebben a keretrendszerben az aktív portfóliókezelés nem eredményez hosszú távon magasabb hozamot, a befektetőknek passzív, indexkövető stratégia ajánlott, mivel az olcsóbban megvalósítható.

Az emberi döntési folyamatok vizsgálata nem támasztotta alá a racionális várakozás hipotézisét, ehelyett az érzelmek és heurisztikák fontosságát találta. A viselkedéstudományi alapú portfóliókezelés az a megközelítés, amely kiinduló feltételezéseit erre a megfigye-

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Rékási Róbert, CFA a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: rekasir@mnbb.hu.

lésre alapozza. Ennek alapján két befektetői csoport különböztethető meg, az „érzelmi alapú tömeg” (*emotional crowd*) és a „viselkedéstudományi befektetők” (*behavioral data investor*), akik lényegében a racionális gondolkodású szereplők. Az „érzelmi alapú tömeget” azok a befektetők alkotják, akik döntéseiket érzelmekre és intuícióra, vagyis *Kahneman* 1-es rendszerére alapozzák: az automatikusan és gyorsan működő, erőfeszítés és kontroll nélküli, rövid távú gondolkodásra, társadalmi megerősítésre és elfogadásra, veszteségkerülésre, amire az ember fejlődéstörténete programozott bennünket. Ezzel szemben a viselkedéstudományi befektetők döntéseik meghozatala előtt az elérhető adatok alapos és átfogó elemzését végzik el, ami a 2-es rendszerű, tudatos gondolkodást jelenti, amelyben az erőfeszítés és a komplexitás nagy hangsúlyt kap.

A viselkedéstudományi portfóliókezelés első állítása, hogy az érzelmek által vezérelt tömeg dominálja a piaci árak alakulását, a fundamentumok alakulásának kisebb szerep jut. Az alapvető különbség a modern portfólióelmélet és a viselkedéstudományi portfóliókezelés között az arbitrázs hatékonyságának megítélésében rejlik. Ha az arbitrázs nem hatékony, akkor az ártorzulások tartósak maradhatnak, ekkor pedig aktív portfóliómenedzsmenttel jobb minőségű és eredményesebb portfóliók építhetők, mint egyszerű indexkövetéssel.

A viselkedéstudományi portfóliókezelés második állítása, hogy a viselkedéstudományi alapú befektetők magasabb hozamot érnek el. Ez az állítás az első alapelvből látszatra logikusan következik, az „érzelmi alapú tömeggel” ellentétes pozíciók felvétele azonban nagy kihívást jelent a befektetőknek saját érzelmi korlátaik miatt. A közvélekedés szerint az átlagos részvényalap nem ér el többelthozamot hosszú távon, azonban kutatások szerint az aktívan menedzselt részvénypiaci befektetési alapok sikeresek a jól teljesítő egyedi részvények azonosításában: a leginkább túlsúlyozott részvények számottevő többelthozamot eredményeztek.

A viselkedéstudományi portfóliókezelés harmadik állítása, hogy a befektetési kockázat nem más, mint a pénzügyi alulteljesítés esélye. A befektetési kockázat elemzésére a modern portfólióelmélet a volatilitást, vagyis a befektetési hozamok szórását használja. Ez a mutató azonban sokkal inkább az érzelmek számszerűsítésének eszköze, semmint a befektetési kockázaté. Ehelyett a befektetési kockázatot érdemesebb úgy tekinteni, mint a pénzügyi alulteljesítés kockázatát. Az alulteljesítés esélye függ a befektetés időhorizontjától: rövid távú befektetés esetén a volatilitás valós kockázat, hosszú távú befektetés esetén azonban a rövid távú áringadozások kevésbé fontosak.

A szerző áttekinti az „érzelmek kultuszát”: a bennünk lévő, számtalan érzelmi korlátot, mint például a rövidlátó veszteségkerülést, illetve azt, hogy a modern portfólióelmélet miképpen erősíti fel ezeket az érzelmeket és szolgálja ki az érzelmi igényeket. Howard rámutat arra is, hogy az érzelmi alapú döntéshozatal a legfőbb akadálya az eredményes befektetésnek és pénzügyi döntéshozatalnak. Ennek egy gyakorlati példája a volatilitáscsapda, ami az a jelenség, amikor a befektetők a részvényárak esése idején, a volatilitás emelkedésekor, a veszteségtől való félelem miatt felszámolják befektetéseiket, elvesze ezzel a részvény-

piac „öngyógyítása” miatt később ismét emelkedő árakból származó nyereségtől. A könyv tartalmaz egy tizenkét lépéses gyakorlati programot is az érzelmi fékek feloldására, illetve az érzelmi költségek csökkentésére, vagyis az „érzelmek kultuszának” hátrahagyására.

A szerző állítása szerint a modern portfólióelmélet által javasolt *Markowitz*-féle átlag-varianciaoptimalizáció helyett az érzelmi fékektől mentes viselkedéstudományi befektetők egy szűken definiált stratégia meggyőződéses pozíciók felvételén keresztül, konzisztens végrehajtásával sikeresebb befektetési tevékenységet tudnak végezni. A szűken definiált stratégiák többszintű rendszere a meg nem figyelhető viselkedéstudományi faktorok proxyváltozókkal való közelítésén alapul. A meggyőződéses pozíciók felvétele a portfóliókezelő legjobb befektetési ötleteinek megvalósítását jelenti a túldiverzifikálással, vagyis az ügyfelek érzelmi igényeinek kiszolgálásával szemben. A konzisztens végrehajtás pedig a jelenlegi statikus, iparági sztenderd részvénykategorizálás (*style box*) helyett egy dinamikus, intelligens besorolási rendszernek való megfelelést jelent.

A szerző reményei szerint a hatékony piacok hipotézisének támogatója, *Eugene Fama* és annak ellenzője, *Robert Schiller* (és *Lars Peter Hansen*) 2013-as, megosztott Nobel-díja talán elindítja azt a vitát, ami elvezet a paradigmaváltáshoz, amellyel az érzelmek helyét ténylegesen átveszi a racionalitás.