

# Fondy lepší než investoři

**Průměrní investoři provádějí nákupy a prodeje podílových listů dle historické výkonnosti trhu. Pravidelné investování přineslo běžným investorům vyšší výkonnost.**

Společnost Dalbar po dobu dvaceti let analyzovala podněty, které vedou investory k prodeji či nákupu cenných papírů. Konkrétně se jednalo o podílové fondy akciové, dluhopisové a smíšené. Vývoj podílových fondů byl mj. porovnáván s vývojem průměrné inflace, dluhopisového a akciového indexu. Od ledna roku 1989 až do prosince roku 2008 autoři studie analyzovali nákupy a zpětné prodeje podílových fondů na měsíční bázi. I když studie byla zaměřena na USA, její závěry můžeme aplikovat globálně.

Jedním ze závěrů empirické studie je, že pravidelné investování přineslo vyšší výkonnost než jednorázové investování. Běžný investor nebyl ve své snaze o časování trhu úspěšný. Navíc ve sledovaném období vydělal méně než podílový fond.

## TEORIE BEHAVIORÁLNÍCH FINANČÍ

Psychologické záležitosti jako přílišná důvěra mají vliv na rozhodování na trhu. Investoři se nechovají zdaleka nato-

lik racionálně, jak to vysvětlují tradiční finanční teorie. Když se trh pohybuje jedním či druhým směrem, investoři se zpravidla obávají, že ostatní mají lepší informace než oni. Díky tomu mají tendenci dělat to, co dělá zbytek davu (stádní chování). Investoři mají tendenci dávat přílišnou váhu nejruznejším výsledkům, vyvozeným z nedostatečných informací plynoucích často z jednoho jediného zdroje. Na druhé straně bývají domněnky a přesvědčení investorů často až přehnaně neotřesitelné. Investoři bývají až příliš přesvědčeni o správnosti svých rozhodnutí a chytají se často drobných bezvýznamných zpráv a ignorují daleko významnější události.

V principu se behaviorální finance snaží vysvětlit, proč investoři často činí nákupní či prodejní rozhodnutí, která nejsou v jejich nejlepší zájmu. A to bez ohledu na délku investičního horizontu.

## DLUHOPISY PŘEKONALY AKCIE

V grafu 1 můžeme vidět srovnání prů-

měrné inflace (v USA), výkonnosti dluhopisového indexu Barclays (Baclays Aggregate Bond Index) a akciového indexu S&P 500 (Standard & Poor's Composite Index of 500 Stocks).

Pokud by investor vlastnil fond investující do akcií či dluhopisů, obsažených v indexu po celou dobu výzkumu, dosáhl by na dvacetileté období výkonnost 8,4 % u akcií a 7,4 % u dluhopisů.

Investor, který by držel dluhopisový fond, navázaný na dluhopisový index Barclays či obsahující stejné dluhopisy jako tento index po celou dobu 20 let, by získal kladný výnos na všech sledovaných obdobích (graf 1). Dluhopisový index ve sledovaném období svou výkonností překonal inflaci. Výkonnost akciového indexu pouze v jediné sledované období přinesl investorům vyšší výkonnost, než činila inflace. Akcie, vzhledem ke světové krizi v roce 2008, dokázaly během jednoho roku ztratit vše, co získaly v předchozích letech.

## PO DESETI LETECH V MÍNUSU

Retailový investor, zásluhou svého chování, zaznamenal při investování větší ztráty než vůbec předpokládal. Hodnoty uvedené v grafu 2 jsou odvozeny od nákupů a prodejů podílových listů investory ve sledovaném období. Na základě chování běžných investorů byla modelována data výkonnosti jednotlivých typů fondů.

Tyto hodnoty ukazují, jak byli průměrní investoři ve svém odhadu pořízené či prodeje sledovaných aktiv úspěšní. Investoři při svém výběru nebyli příliš úspěšní (graf 2). Na všech obdobích s výjimkou dvacetileté dosáhli zásluhou svého chování, záporného výsledku. Určitý, byť naprosto minimální, zisk

byl zaznamenán jen na dvacetileté období. Velmi zajímavá je skutečnost, že na obdobích 5 let a 3 roky, tedy období, kdy trh převážně roste, dokázali retailoví investoři dosáhnout ztráty.

## ČASOVÁNÍ TRHU

Obecně můžeme říci, že průměrný investor dosáhl zisku, když ukazatel Guess Right Ratio (viz. vysvětlení pojmů) překonal hodnotu 50 %.

Ve sledovaném období investoři dokázali dosáhnout zisku ve 14 letech z dvaceti (graf 3). V šesti letech, kdy investoři neměli správný odhad, zaznamenali velké ztráty. Průměrný investor neměl správný odhad především v letech 2000 až 2003, kdy došlo k prasknutí internetové bubliny, a v letech 2007 až 2008, kdy praskla realitní bublina a nastupovala světová recese. Z výsledků studie vyplývá, že běžný investor není schopen odhadnout vrchol růstového cyklu a „náhlý“ pokles trhu. Rovněž není schopen odhadnout dno propadu a „náhlý“ vzestup trhu.

## TEORIE VERSUS REALITA

Doporučená doba držení podílových listů se liší podle typu fondu a je obsažena v informačních materiálech vydávaných podílovými fondy.

Teoretická doporučení a realita, zjištěná touto studií, se však diametrálně liší. Nejdéle byly drženy podílové listy smíšených fondů (graf 4). Jejich průměrná doba držení – 4,3 roku, se shoduje s doporučenou dobou, která se pohybuje v rozmezí 3-5 let. Druhým nejdéle držným aktivem jsou dluhopisové fondy. Průměrná doba držení dluhopisových fondů byla 3,2 roku, doporu-

ručovaná doba držení jsou 3 roky. Nejkratší dobu ze všech tří sledovaných druhů aktiv byly drženy akciové fondy. Průměrná délka doby jejich držení byla 3,2 roku, doporučená doba pro držení tohoto typu fondu je 7 a více let. V žádném ze sledovaných období se doba držení akciových fondů nepřiblížila doporučeným časovým hodnotám.

Nedodržování doporučené doby držení akcií je jedním z důvodů proč běžní investoři nedosahují stejných výnosů jako podílové fondy.

## PRAVIDELNÉ INVESTOVÁNÍ

Pravidelným investováním se rozumí pravidelné nakupování určitého nástroje, v průběhu předem stanoveného období, při investování stále stejné částky. Při použití techniky pravidelného investování mají cenové vrcholy a dna stejnou váhu, takže investor se nemusí pokoušet odhadovat, ve které fázi cyklu se trh nachází. Při klesajících cenách investor nenakupuje všechny své podíly za nejvyšší tržní cenu. Při stoupajících cenách investor nenakupuje všechny své podíly za nejnižší tržní cenu.

Pravidelné investování přineslo, v porovnání s jednorázovým nákupem, ve sledovaném období průměrnému investorovi o 57 % vyšší zhodnocení při investování do akciových fondů a o 80 % vyšší zhodnocení při investování do smíšených fondů.

## ŠPATNÁ ROZHODNUTÍ VEDOU KE ŠPATNÝM VÝSLEDKŮM

Optimálním způsobem chování investora je nakupovat při nízkých cenách a prodávat při vysokých. Průměrní investoři však obvykle prodávají příliš brzy

### Vysvětlení pojmů

**Guess Right Ratio**  
Ukazatel, jenž udává úspěšnost odhadu správnosti vývoje cenných papírů průměrným investorem. Jinými slovy nám ukazuje, jak často je průměrný investor „chytřejší“ než trh. Rovněž udává, jak průměrný investor vystihl „správnou“ dobu pro prodej či nákup cenného papíru.

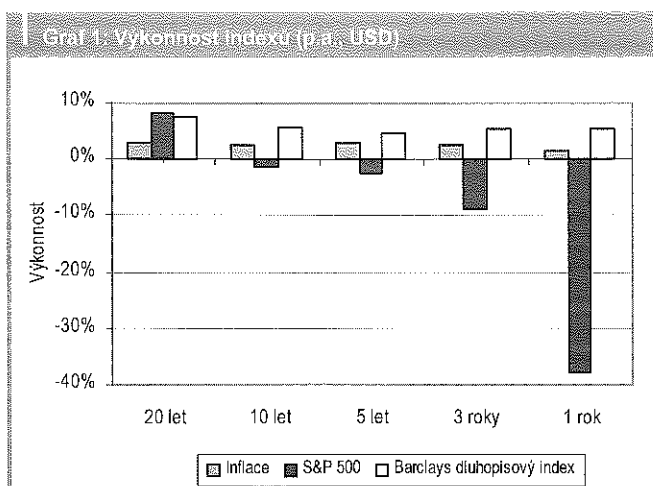
**Index spotřebitelských cen**  
Měří změnu spotřebitelských cen předem definovaného koše, typického zboží a služeb, kupovaného domácnostmi, za určitý čas a v určitém regionu. Procentní změna indexu s nazývá odhadovaná inflace.

a nakupují příliš pozdě. Nákupy a prodeje cenných papírů jsou obvykle určovány očekáváním investorů a jejich vírou ve vystižení správného směru vývoje trhu, ve správný okamžik, tzv. časování trhu. Navíc běžný investor obvykle nakupuje, když trh v minulosti rostl a prodává, když klesal, a to bez ohledu na svůj investiční plán či na doporučenou délku doby držení podílových fondů. Špatný odhad načasování trhu vede ke špatným výsledkům.

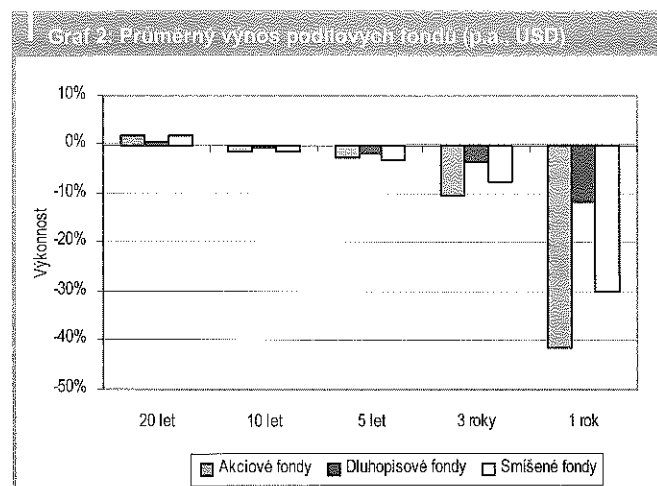
Investoři obvykle panikaří, když trh klesá a panika způsobuje špatné reakce. Špatné reakce v kombinaci s klesajícím trhem způsobují ztráty investorů. Investoři obvykle nemají trpělivost přečkat nepříznivý vývoj kurzů cenných papírů a držet aktiva dlouhodobě. Dávají přednost krátkodobému zisku a proto velmi často obměňují svá portfolia. Časté obměňování portfolia s sebou přináší zvýšené náklady (vstupní poplatky apod.).

Kopírování chování jiných investorů, reagování na novinky na trhu bez odůvodněného posouzení zda, je to v souladu s investičním plánem, patří mezi další důvody zaostávání za fondy. ■

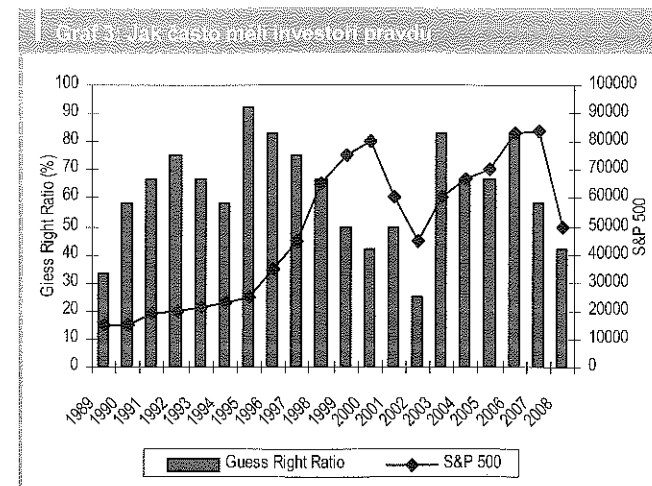
Igor Polanský



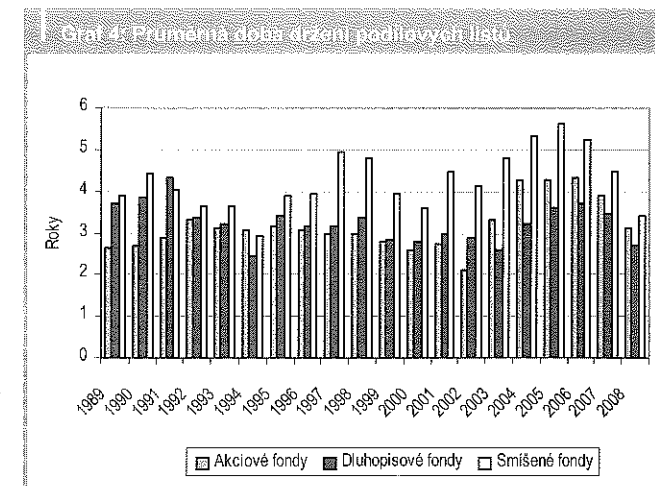
Zdroj: DALBAR, Quantitative Analysis of Investor Behavior 2009.



Zdroj: DALBAR, Quantitative Analysis of Investor Behavior 2009.



Zdroj: DALBAR, Quantitative Analysis of Investor Behavior 2009.



Zdroj: DALBAR, Quantitative Analysis of Investor Behavior 2009.