

Domagając się od analityków bądź ekonomistów jednoznacznych i dokładnych prognoz, tak naprawdę zakładamy, że znają oni przyszłość. Eksperci Expandera pokazują, jak zębna może okazać się taka wiara przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, oraz jaka jest alternatywa dla takiego podejścia.

Skuteczne prognozowanie postrzegane jest przez większość inwestorów jako warunek konieczny do osiągnięcia sukcesu. Problem polega jednak na tym, że trafne prognozy, które nie są jedynie kwestią przypadku, praktycznie nie istnieją. Paradoksem jest fakt, że o ile większość z nas doskonale zdaje sobie sprawę z własnej niemocy w przewidywaniu przyszłości, to często zakładamy, że takie zdolności posiadają inni. Według powszechnej świadomości, analitycy inwestycyjni czy ekonomiści są ludźmi, którzy z racji swojego wykształcenia i doświadczenia powinni znać przyszłe kursy papierów wartościowych, walut, czy choćby przyszłe wartości głównych wskaźników makroekonomicznych. Niestety wiele naukowych badań, a także zwykłe codzienne obserwacje dowodzą, że zdecydowana większość prognoz po prostu się nie sprawdza. Mimo to większość z nas nieustannie poszukuje „świętego Gralla” w postaci nieomylnego „guru” inwestycyjnego. Inwestorzy rozczarowani niepowodzeniami swoich dotychczasowych „wroczeni”, szukają nowych. Wybierają najczęściej spośród tych, których przepowiednie w ostatnich czasach się sprawdziły. Nie zdają sobie sprawy, że był to wyłącznie efekt szczęśliwego trafu.

Dlaczego opieranie decyzji inwestycyjnych na prognozach nie ma sensu doskonale wyjaśnia wydany w 2005 roku raport Jamesa Montiera pod wiele mówiącym tytułem „Szaleństwo prognozowania: Ignoruj wszystkich ekonomistów, strategów i analityków”. W pracy tej skrótkowo zaproponowane są także alternatywne rozwiązania. Warto też dodać, że raport ten dołączony został do zestawu lektur obowiązkowych dla kandydatów na zdobycie tytułu Chartered Financial Analyst (CFA).

Trzy główne przesłania płynące z tego raportu to:

1. Prognozy są najczęściej trywialną prostą funkcją bieżących notowań lub danych.
2. Prognozujących cechuje nadmierny optymizm oraz zbyt duża pewność siebie.
3. W podejmowaniu decyzji finansowych należy unikać prognozowania.

Autor raportu podaje wiele dowodów na nieskuteczność prognozowania oraz przyczyn takiego stanu rzeczy. Warto wzbogacić je o przykłady ostatnich lat, które obfitowały w ciekawe wydarzenia ekonomiczne i inwestycyjne.

Dobrą ilustracją twierdzenia, że prognozy są często prostą projekcją obecnych warunków rynkowych, mogą być ceny docelowe zawarte w raportach analitycznych wyceniających wartość akcji. Doskonale obrazuje to artykuł „Analitycy skorygowali swój optymizm” zamieszczony „Parkiecie” 22 marca 2010. Autor, Tomasz Hońdo, nałożył indeks oparty o pochodzące z raportów analitycznych zmieniające się wyceny największych polskich spółek (najczęściej jest to cena docelowa w perspektywie jednego roku) na wykres indeksu WIG20 na przestrzeni dwunastu miesięcy. Te dwa wykresy niemal nakładają się na siebie, pokazując, że wyceny analityków zmieniają się w tempie podobnym do bieżących kursów akcji. Nie mają natomiast wiele wspólnego ze skutecznym przewidywaniem przyszłości.

Globalny kryzys finansowy, który swoje apogeum osiągnął w 2008 roku dostarczył wiele przykładów na nadmierny optymizm prognoz. Warto choćby spojrzeć na wyniki badań tzw. Sondażu Profesjonalnych Prognozyści, które przeprowadzane są w USA. Eksperti od prognoz makroekonomicznych dostarczają, m.in. swoje szacunki prawdopodobieństwa spadku amerykańskiego PKB w perspektywie jednego, dwóch, trzech i czterech najbliższych okresów kwartalnych. Prognozowane w 2007 roku, średnie prawdopodobieństwo spadku PKB w perspektywie następnego roku wyniosło według analityków tylko 17,5%, czyli mniej więcej na poziomie długoterminowej średniej tych prognoz, które są gromadzone od 1968 roku. Nadmierny optymizm jest wyraźnie widoczny w zestawieniu z faktem, że od grudnia 2007 roku rozpoczęła się w USA trwająca 18 miesięcy recesji - najdłuższa od okresu

międzywojennego. W odniesieniu do omawianej wcześniej tendencji do projekcji obecnej sytuacji na przewidywaną przyszłość, warto wspomnieć, że maksymalne prawdopodobieństwo spadku za rok kwartalnego PKB analitycy prognozowali w ostatnim kwartale 2008 roku, czyli w apogeum kryzysu. Przewidywania te dotyczyły więc ostatniego kwartału 2009 roku, w którym w rzeczywistości zanotowano największy od wybuchu kryzysu... wzrost kwartalnego PKB, a recesja została oficjalnie uznana za zakończoną już pół roku wcześniej.

Nadmierny optymizm analityków i ekonomistów był na tle ostatniego kryzysu na tyle rażący, że poklask tłumy zaczęli zdobywać prognostycy znajdujący się na drugim emocjonalnym biegunie. Nie cieszący się wcześniej uznaniem, wieczni pesymiści po kryzysie podbili serca inwestorów. Na fali popularności wybił się szczególnie Nouriel Roubini, który w mediach nie ukazuje się już praktycznie bez indiańskiego przydomku „ten-który-przewidział-kryzys”. Prawda jest, że dosyć dokładnie przewidział on przebieg światowej recesji, ale wielu jego krytyków podkreśla, że Roubini był pesymistą już wiele lat przed kłopotami globalnego systemu finansowego. Czyżby więc jego prognozy zadziałały na zasadzie zepsutego zegara, który dwa razy w ciągu doby podaje dokładną godzinę? Czy trafne prognozy były tylko losowym przypadkiem? Sądząc po kolejnych przewidywaniach Roubiniego, wiele wskazuje, że tak.

Pół biedy gdy Roubini bierze się za analizę makroekonomiczną. Problem powstaje gdy zabiera się za porady inwestycyjne. Od wielu lat jest on zwolennikiem trzymania oszczędności w... gotówce. Roubini kryzys wieszczył przynajmniej już od 2004 roku. Od tego momentu do połowy 2007 roku na światowych giełdach można było zbić fortuny. Oczywiście potem przyszła wyniszczająca bessą i gotówka rzeczywiście była najlepszym aktywem w portfelu. Jednak kiedy rynki rozpoczynały trwającą obecnie hossę, ten ekonomista twardo trwał przy scenariuszu dalszego pogarszania się sytuacji, co, nawiasem mówiąc, musiałyby oznaczać już zupełny koniec świata. Na corocznej konferencji instytutu CFA w Orlando organizowanej 26 kwietnia 2009 twierdził między innymi, że amerykański system finansowy jest niewypłacalny, w 2010 roku PKB wzrośnie maksymalnie o 0.5%, Chiny przeżyją „twarde lądowanie” gospodarki, większość rynków wschodzących doświadczy kryzysu systemu finansowego, natomiast trwające już wtedy wzrosty na rynkach akcji bez cienia wątpliwości uważał za korektę w bessie. Swoim słuchaczom zalecał natomiast utrzymywanie w portfelu inwestycyjnym gotówki i krótkoterminowych papierów skarbowych. Ostatnio zresztą Nouriel Roubini znowu przyznał się, że 90% swoich oszczędności trzyma „w skarpecie”. Cóż, może po prostu nie widzi on potrzeby zarabiania pieniędzy z inwestycji, skoro zbija obecnie majątek na konferencjach, gdzie jego wielbiciele pewnie słono płacą za wysłuchanie niezmiennie tych samych prognoz wieszczących finansowy i gospodarczy Armagedon. Podziwu godna pozostaje jedynie konsekwencja w wieszczaniu nadchodzących złych czasów. Dzięki temu pewnie znowu kiedyś powróci w glorii i chwale nieomylnego wizjonera. Pytanie tylko jaki z tego pożytek dla inwestorów?

Zarówno media jak i odbiorcy prognoz uwielbiają krótkie, jednoznaczne i zdecydowane opinie. Najlepiej gdy prognozowany kurs waluty czy akcji podawany jest z dokładnością do jednego grosza. Uchowaj Boże, gdy analityk podaje przedział ufności swojej prognozy, bądź jej różne warianty dla kilku scenariuszy – dyskredytacja w oczach odbiorców murowana. Dlatego też największą siłą przebicia do świadomości masowych odbiorców mają ludzie cechujący się dużą pewnością siebie. Opinie wyrażane w bardzo zdecydowany sposób często są przyjmowane wręcz za pewnik. Przykłady nadmiernie pewnych siebie prognostyków, którzy jednocześnie popełniali kardynalne błędy, można mnożyć. Warto jednak zwrócić szczególną uwagę na osobę Alana Greenspana, który przez wiele lat był wyrocznią i najwyższym autorytetem dla większości inwestorów i ekonomistów. Jego opinie zawsze wygłaszane były w niebudzącym wątpliwości tonie i miały wpływ na decyzje inwestycyjne milionów ludzi. Dzisiaj przez równie wiele osób polityka pieniężna prowadzona przez byłego szefa Fed uznawana jest za jedną z podstawowych przyczyn kryzysu. On sam skruszony stwierdził niedawno: „Odkryłem dziurę w mojej ideologii. Nie wiem jeszcze, jak jest ona duża i trwała, ale czuję się z tym fatalnie...”. Tym, którzy chcieliby zapoznać się z przykładami nadmiernej pewności siebie z naszego podwórka, polecam wpis na blogu niejakiego Trystero pt. „Czym się różni ekonomista od proroka?”.

Czym w takim razie powinni kierować się inwestorzy, jeżeli nie prognozami? Według wspomnianego wyżej raportu Jamesa Montiera dużo lepsze rezultaty dają systematycznie i konsekwentnie stosowane strategie oparte na danych znanych w momencie podejmowania decyzji! Czy rzeczywiście możliwe jest uzyskanie ponadprzeciętnych wyników w oparciu na przykład o historyczne zyski spółek czy średnie kroczące obliczane na podstawie historycznych kursów?

Warto zwrócić uwagę na serię artykułów Tomasza Hońdo publikowanych w Parkiecie, która pokazuje jak różne strategie inwestycyjne sprawdzają się w praktyce. Na przykład artykuł z 2 listopada 2010 roku, w którym omawiana jest strategia Benjamina Grahama oparta w całości o dane (historyczne, a nie prognozowane) z zakresu analizy fundamentalnej. Jak się okazuje, strategie tego typu, mimo krótkotrwałych okresów notowania gorszych wyników, mogą w długim okresie być bardzo skuteczne. I to zarówno w Polsce, jak i na wysoko efektywnym rynku amerykańskim. Także raporty Expandera („Czy można przewidzieć hossę”, „Dane o produkcji przemysłowej kluczem do inwestycyjnego sukcesu”) pokazują, że z powodzeniem do zarządzania portfelem funduszy inwestycyjnych można wykorzystać wskaźniki makroekonomiczne, które znane są już w momencie podejmowania decyzji. Do osiągnięcia ponadprzeciętnych wyników nie jest więc konieczne ich prognozowanie.

Dlaczego więc większość inwestorów nie stosuje (i najprawdopodobniej nie będzie stosować) takiego podejścia do inwestowania? Jedną z przyczyn może być zwykłe... lenistwo. Strategie tego typu wymagają konsekwentnego, systematycznego i dosyć częstego dostosowywania składu portfela do zmieniającej się rzeczywistości. Oparcie strategii na prognozach nie ma takiego wymogu – teoretycznie po prostu wystarczy raz zająć pozycję i cierpliwie czekać, aż prognoza się sprawdzi (powodzenia!).

Drugą przyczyną może być niechęć do częstego popełniania błędów. Strategie oparte na danych historycznych z góry zakładają możliwość powstawania błędnych sygnałów. Najczęściej są one jednak szybko korygowane, szczególnie gdy do strategii zaprzęgniemy dodatkowo techniki zarządzania ryzykiem. Problem polega na tym, że inwestorzy mają awersję do częstego popełniania, choćby niewielkich, błędów. Nawet jeżeli w ogólnym rozrachunku jest to dla nich lepsze rozwiązanie niż popełnienie tylko jednej, ale skutkującej utratą większości kapitału, pomyłki. Szczególnie demobilizujące bywa pojawienie się wielu błędnych sygnałów z rzędu, czy też uzyskiwanie gorszych stóp zwrotu w początkowym okresie stosowania tego typu strategii. W momencie, gdy inwestor nie jest jeszcze stuprocentowo przekonany o długoterminowej skuteczności takiego postępowania.

Zamiast podsumowania tego raportu warto przytoczyć dwie złote myśli dotyczące prognozowania. Już Lao Tzu, chiński filozof i poeta żyjący w VI wieku p.n.e. twierdził, że: „Ci, którzy wiedzą, nie przewidują. Ci, którzy przewidują, nie mają wiedzy.”. Przydatne do zastosowania w budowaniu strategii inwestycyjnej może okazać się także powiedzenie przypisywane Markowi Twain: „W kłopoty nie wpędzi cię to czego nie wiesz, lecz to co mylnie uznajesz za pewnik.”

Rafał Lerski, CFA
Analitik Expandera