

ALOCAREA ACTIVELOR INVESTITIONALE IN PORTOFOLIILE INDIVIDUALE

Adrian Mitroi, CFA



Rationalitatea financiara si aspectele individuale

- Finanțele clasice pleacă de la premise de strictă raționalitate și optimizare a deciziilor financiar-monetare de către agentul economic.
- Evoluțiile, dar și eșecurile piețelor de capital din ultimii ani au dus la apariția unui nou domeniu, la început susținut doar de media, dar acum acceptat și de comunitatea academică și profesională, cel al *Finanțelor Comportamentale*, care adaugă în ecuație și variabila independentă, corespunzătoare aspectelor psihologice și emoționale ale deciziei
- Fuziunea dintre analiza financiară clasică și cea care ia în calcul și aspectele de ordin psihologic, social, afectiv și emoțional ale finanțelor comportamentale ajută investitorii și analiștii financiari într-o abordare mai cuprinzătoare a mecanismului de funcționare a pieței, și a modului în care participanții pe această piață iau și susțin deciziile financiare



Optimizarea alocării investitoriale

- Existența unor factori neraționali în luarea deciziilor financiare, care influențează nu doar investitorii naivi, ci și pe cei profesioniști. Acești factori sunt, în principal, responsabili de contraperformanța portofoliilor administrate activ
- Optimizarea procesului de alocare a activelor în cadrul managementului investițional eficient și evitarea riscului de comportament financiar investițional nerațional.



Factori psihologici, exemple

- Instinctul de grup, inerția și stereotipia decizională, lipsa de planificare și disciplină investițională, nerăbdarea, tranzacționarea hiperactivă, teama de regret și de pierdere, supralicitarea șanșelor de câștig, încrederea excesivă în propriile abilități investiționale, menținerea prea mult a plasamentelor perdante și nerecunoașterea din timp a celor câștigătoare, orizonturi de timp prea scurte, diversificarea insuficientă
- Dificultatea în acceptarea nereușitelor temporare (ex. menținerea pe termen lung a acțiunilor perdante pe termen scurt), recunoașterea din timp a profiturilor rezonabile în raport cu riscul asumat (ex. vinderea acțiunilor câștigătoare la timp), eroarea de a menține prea mult o poziție în pierdere și de a renunța prea repede la una în câștig, teama și avariția, încrederea exagerată în propriile abilități predictive, folosirea de simplificări logice și reguli decizionale simpliste în rezolvarea problemelor complexe



Factori psihologici, exemple (cont'd)

- Dificultatea învățării din propria experiență, căutarea cu obstinație a trendurilor și emiterea de previziuni bazate doar pe extrapolări imaginate ale acestora și ale informațiilor marginale, ale învățămintelor, experiențelor și analogiilor cu evenimente anterioare
- Căutarea de satisfacții instantanee și predilecția pentru remunerări financiare imediate, telescoparea riscului (teama de riscuri mari, concomitent cu ignorarea celor mici)
- Compartimentarea mentală a portofoliului individual, atribuirea performanței financiare priceperii profesionale și nu norocului, iar a insuccesului neșansei, tendința psihologică a investitorului de a menține prea mult o poziție în pierdere și de a renunța prea repede la una în câștig.



Factori psihologici, exemple (cont'd)

- Investitorii nu vând pozițiile în pierdere, pentru că încearcă să amâne, pe cât posibil, disconfortul psihologic și afectiv al recunoașterii pierderilor și, deci, al monetizării unei decizii nereușite, în speranța că, în cele din urmă, titlul va începe să crească din nou și va reveni către performanța medie
- Dând dovadă de încăpățânare și inerție decizională, investitorul își schimbă greu percepțiile, chiar și atunci când faptele par să contrazică evident opiniile formate anterior
- Investitorul fie ignoră, fie tratează cu scepticism informațiile, care nu sunt conforme cu ideile sale preconcepute și greu modificabile, formate sub amprenta afectivă puternică a experiențelor anterioare și menține plasamentele perdante mai mult decât cele câștigătoare, chiar dacă această poziție este evident detrimentală obiectivelor sale investiționale pe termen lung

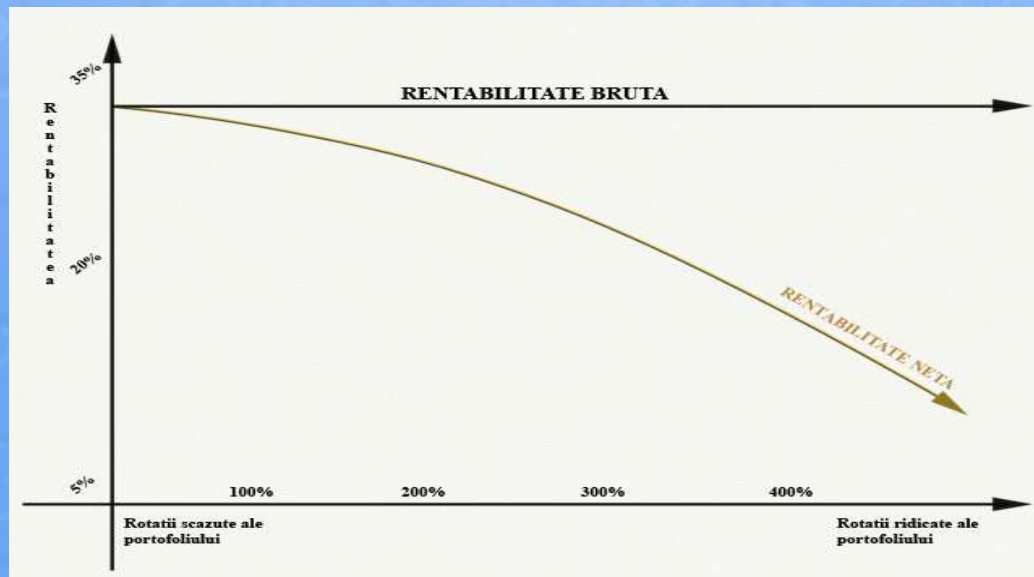
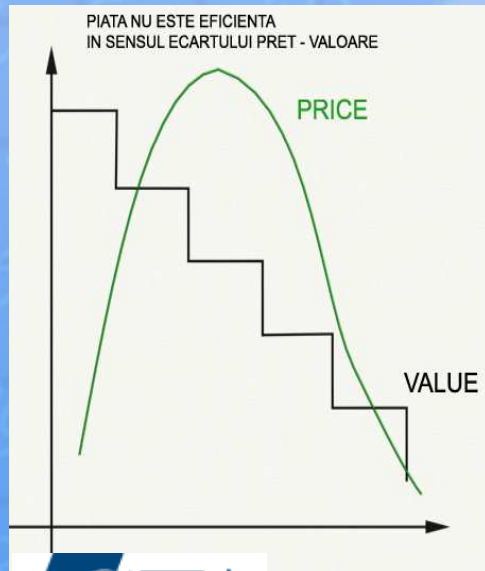
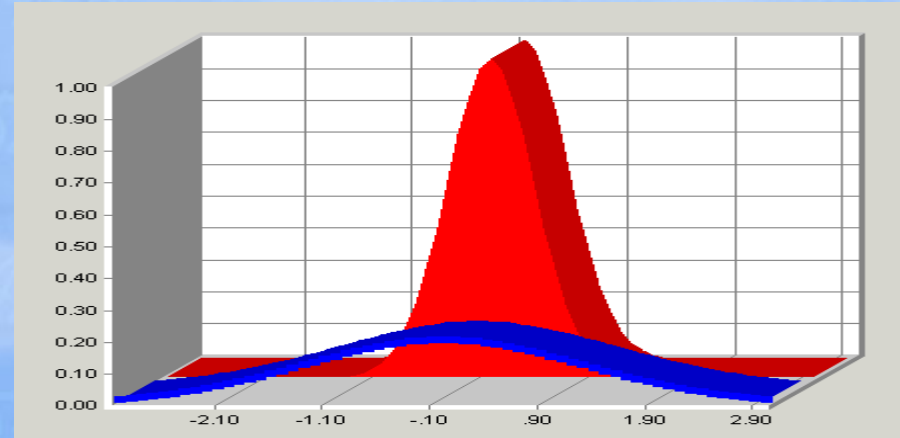
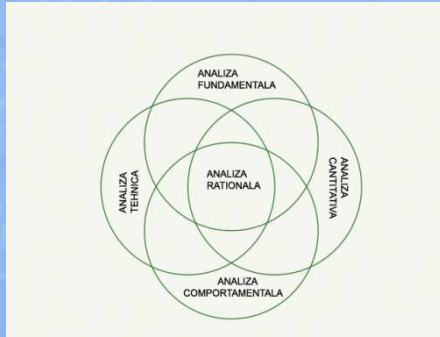


Trei concepte ale Finanțelor Economice

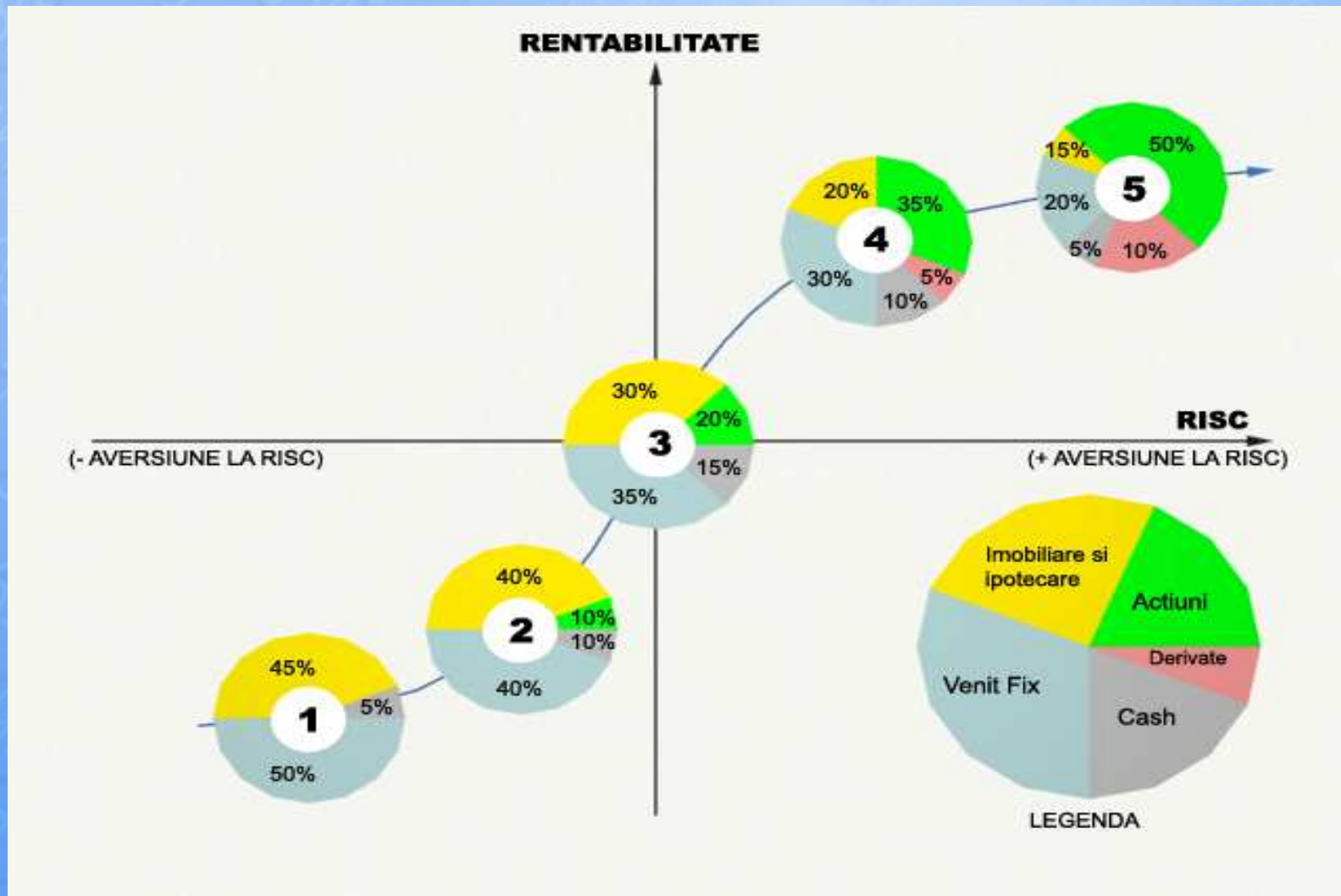
- Eficiența pieței
 - Modelarea evoluției prețurilor în piețe aproape eficiente
- Prețul activelor financiare
 - Factorii care influențează prețul activelor financiare
- Finanțele corporative
 - Structura financiară optimă a corporațiilor
 - Structura de capital, politica de dividende



Finanțele moderne, comportamentale



Markowitz, Kahneman

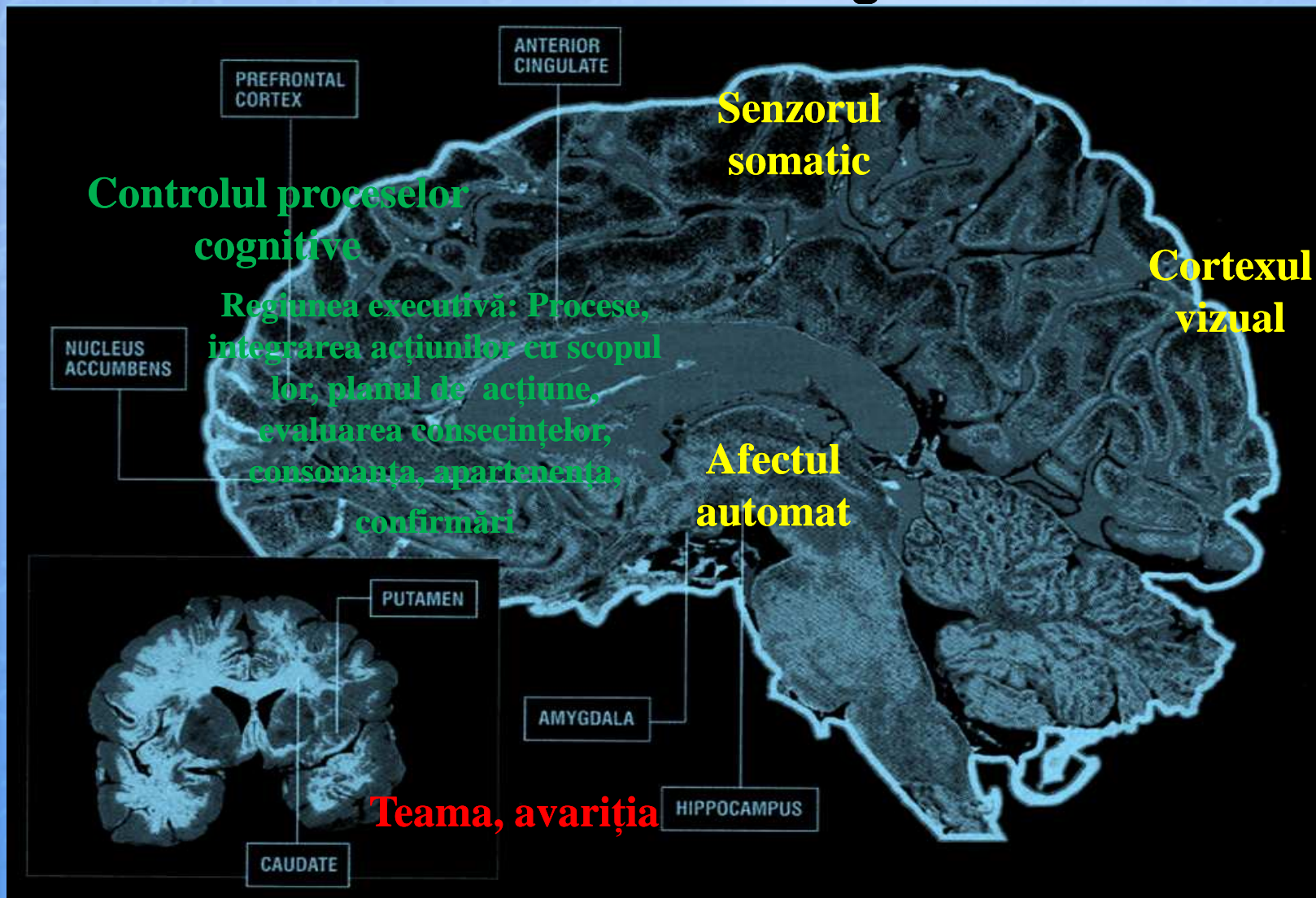


Diversificarea eficientă, posibilă soluție pentru toate anotimpurile

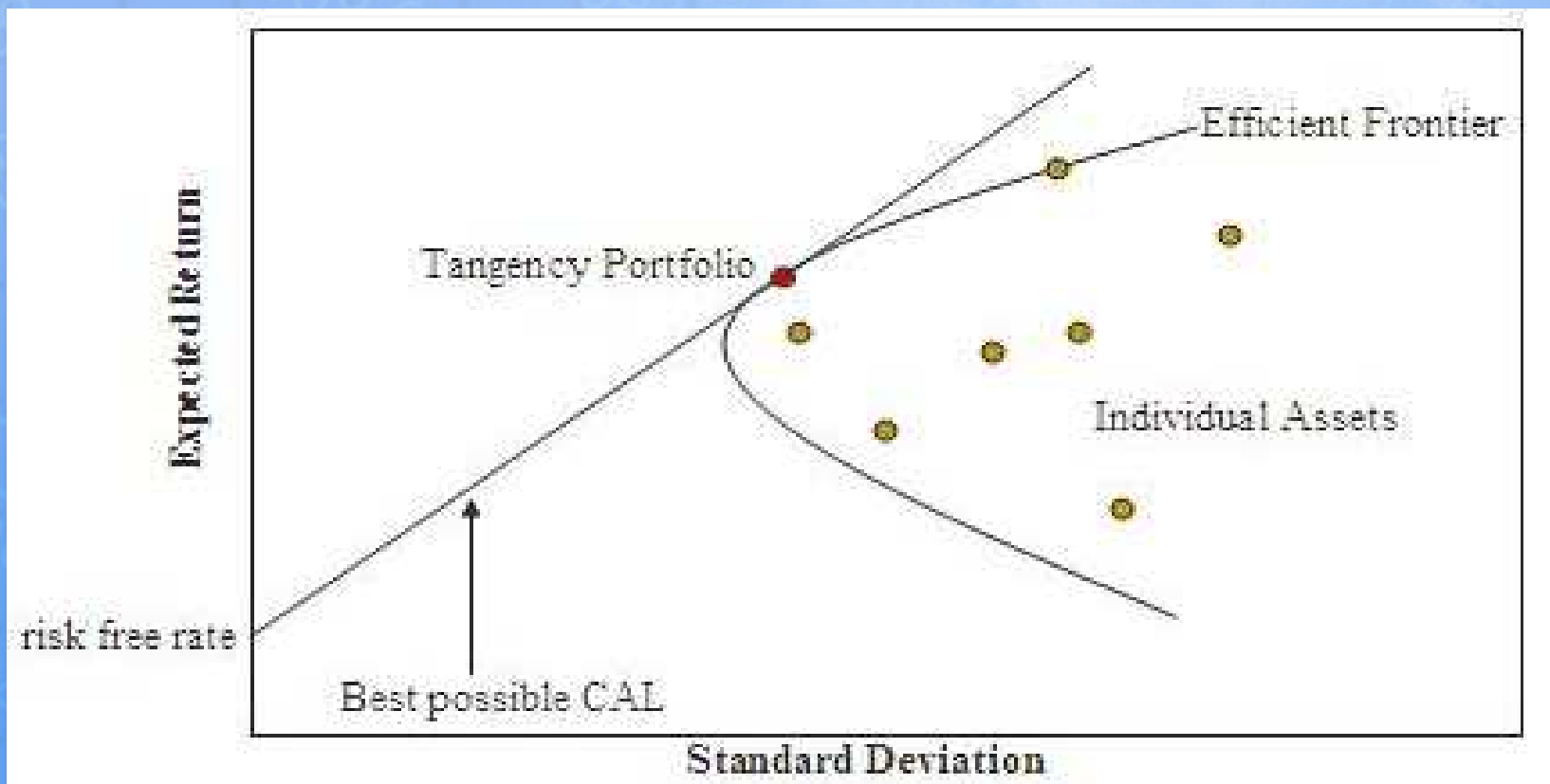
	Probabilitate	Actiuni %	Obligatiuni %	50% actiuni + 50 % obligatiuni
Recesiune	1/3	- 7	17	+ 5
Normal	1/3	+ 12	+ 7	+ 9.5
Crestere	1/3	+ 28	- 3	+12.5
Rentabilitate		11	7	9
Varianta		204.7	66.7	9.5
Deviatie standard		14.3	8.2	3.1
				10



Resorturile cerebrale cognitive



Poate cel mai reprezentativ grafic al finanțelor moderne este cel care suprapune frontierele eficiente Sharpe și Markowitz și care definește curba “producției”, cum este denumită de Profesorul Ion Stancu, ca referință fundamentală pe care o reprezintă rata de rentabilitate a portofoliului eficient al investiției pasive:



Tipul de personalitate și impactul acesteia asupra procesului cognitiv al deciziei

Decizii bazate, în principal, pe gândirea logică

Decizii bazate în principal, pe emoție, afect, sentiment

Aversiune mai ridicată la risc (riscofob)

Fire metodică

Fire precaută

Aversiune mai scăzută la risc (riscofil)

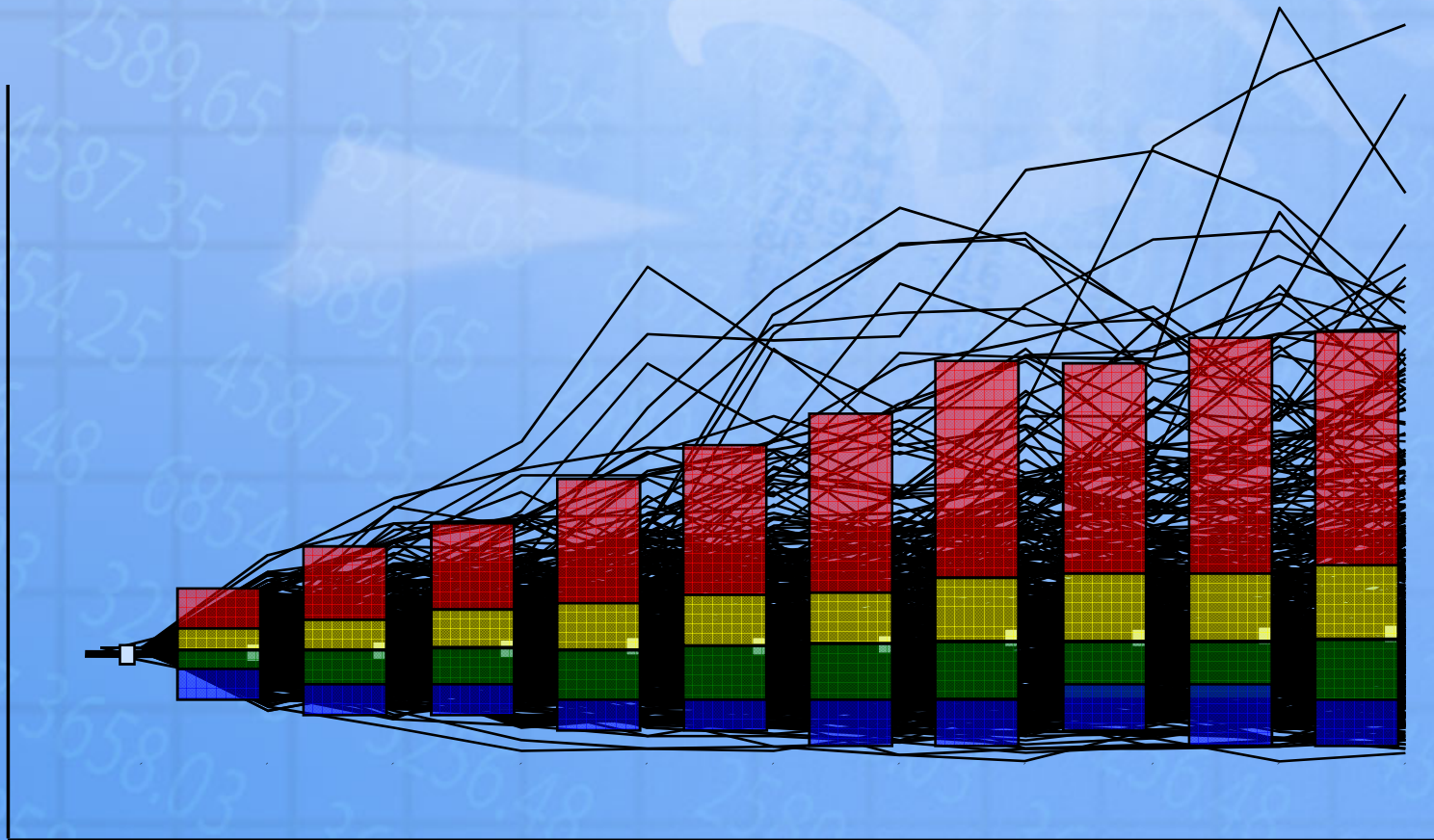
Individualist

Spontan



1900: Bachelier, *Teoria Speculației*

Prețul
activului
financiar



Perioada viitoare



Selecția portofoliului

- Riscul este definit doar ca deviație standard a randamentelor

Rentabilitatea
așteptată

Frontiera eficientă

Toate portofoliile posibile

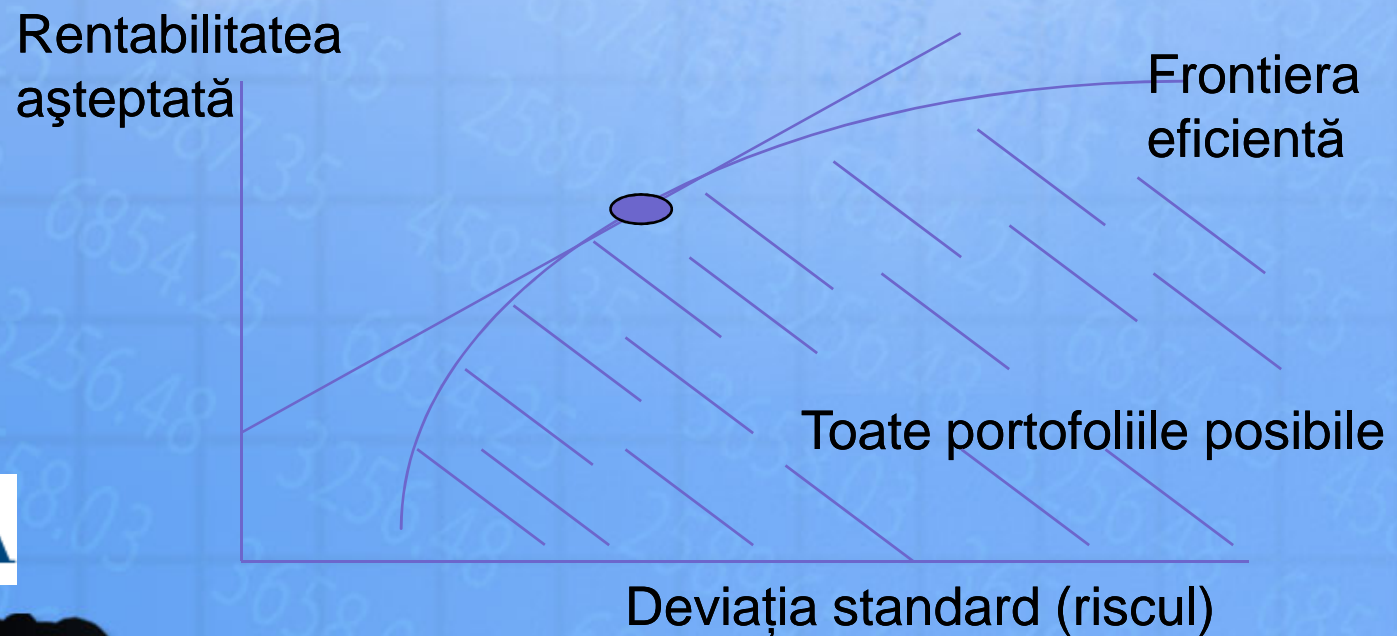
Riscul (deviația standard)



Tobin: Rolul specific al activului fără risc

Teoria Separației:

Proporția (alocarea) portofoliului pe activele fără risc depinde de aversiunea la risc a investitorului. Selecția în cadrul porțiunii alocate pentru activele cu risc este independentă de aversiunea la risc a investitorului.



Treynor-Sharpe-Lintner-Mossin: CAPM

➤ CAPM :

$$E[R_i] - r = \beta_i(E[R^m] - r)$$

$$\text{unde, } \beta_i = \text{Cov}(R_i, R^m) / \text{Var}(R^m)$$

➤ Formula este testabilă din punct de vedere al estimărilor de randamente

➤ Formula nu este confirmată robust empiric –

β_i s coeficientul de risc sistematic denotă putere explanatorie relativ scăzută, în ceea ce privește justificarea randamentelor în exces

- Modelul de actualizare a dividendelor: $V_0 = D / (I - g)$



Punctele de inflexiune în știința financiară

2002

D. Kahneman, A. Tversky: *Prospect Theory (teoria Prospectului)*
D. Kahneman, V. Smith: *Economic Analysis of Human Behavior*

1973

Fischer Black & Myron Scholes: *The Pricing of Option Contracts and Corporate Liabilities.*
Robert Merton: *Theory of Rational Option Pricing.*

1965

Paul Samuelson: *Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly.*

1964

William Sharpe: *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk.*

1961

Franco Modigliani & Merton Miller: *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares.*

1958

Franco Modigliani & Merton Miller: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments*

1953

Maurice Kendall: *The Analysis of Time Series, Part I: Prices.*

1952

Harry Markowitz: *Portfolio Selection.*

1950



- Din nefericire, în psihologie, științele sociale nu se poate măsura direct **CONSTRUCTUL**: influența factorilor psihologici (FP) asupra deciziei financiare); se poate apela la indicatorul de tipul scala de agresivitate investițională (Pasivă – Activă)
- Corespondența dintre indicator (contraperformața) și valoarea reală, latentă a constructului (FP) a putut fi afectată de existența unei erori de măsurare:
 - sistematică (indicatorul de contraperformață măsoară și altceva decât influența FP, de ex. stilul de investiție autoimpus sau constrâns de regulile conturilor discreționare ale individului investitor).

Din punct de vedere psihometric (tehnica Angoff), performanța investițională absolută este irelevantă, iar cea relativă (față de un indice autoimpus, sau un indice pasiv bursier) este nota minimă de trecere la examenul practic de administrarea investițiilor



Ineficiența administrării active a investițiilor și a eficienței pieței este conceptul fundamental al procesului investițional

- Dacă investitorii ar reuși să înțeleagă acești factori și tendințe de ordin psihologic și social și să administreze atent influența acestora asupra procesului decizional propriu, dar și al altor jucători competitori, ar reuși, în primul rând, să îi conducă pe primii în poziția de a pierde mai puțin și, posibil mai rar, în urma deciziilor lor investiționale (pe care lucrarea de cercetare nu le consideră decizii nereușite, ci doar suboptimale și insuficient informate)
- Prezentarea susține cu convingere pledoaria argumentului că deciziile managementului de portofoliu ar trebui îndreptate, în primul rând, spre administrarea riscului de randament negativ sau pierdere de capital și nu înspre obținerea, la modul sustenabil, de randamente superioare pieței
- Prin administrarea corectă și disciplinată a procesului decizional, investitorii pot pierde mai puțin capital sau îl pot prezerva mai bine pe cel existent.

Această regulă apare ca și una din cele mai importante pe care se construiesc argumentația științifică și implicația practică ce se desprind din lucrare



Concluzii (I)

- Abordarea modernă exhaustivă a analizei pieței, împreună cu înțelegerea comportamentului investitorului pot asista și îmbunătăți decizia financiară
- Beneficiile administrării agresive sunt mici, nesustenabile
- Administrarea agresivă se referă la tactica de vânzare după pierderi susținute și cumpărare după creșteri pronunțate versus cea de cumpărare și menținere, de tipul buy and hold; după luarea în considerare a costurilor de tranzacționare și de administrare profesională, strategia pasivă apare mult mai eficientă



Concluzii (II)

- Pe scurt, investițiile ar putea fi mai corect administrate print-un mixt eficient de criterii decizionale economice strict raționale, dar și pe elemente de percepție, emoție și înțelegere empatică a comportamentului financiar al celorlalți investitori
- Optimizarea procesului de alocare a activelor în cadrul managementului investițional eficient- acest proces, chiar dacă nu promite un randament potențial mai ridicat, poate asista și îmbunătăți decizia financiară, nu neapărat prin urmărirea de randamente mai mari, ci prin asumarea de riscuri mai bine administrate și controlate
- Mecanismul pieței funcționează cel mai bine atunci când reușește să prindă pe cei mai mulți dintre investitori, de cele mai multe ori, pe picior greșit

