

Nečekané černé labutě

Černé labutě přinášejí na první pohled velmi nepravděpodobné obraty na finančních trzích, které nastávají jednou za několik let. Zneplatňují přitom „historicky prověřené“ investiční „pravdy“.

Finanční trhy jednou za čas překvapí investory nečekanými a nepříznivými událostmi, které byly dosud vnímány jako extrémně nepravděpodobné. Nazývají se černé labutě. Jejich výskyt vede ke zpochybnění dosud platných investičních „pravd“, kterým dříve věřila naprostá většina investorů a obchodníků na kapitálovém trhu. Tento fenomén má vážné důsledky pro vytváření investičních prognóz, které jsou pak málo důvěryhodné a spolehlivé, i když používají sofistikované matematicko-statistické modely. S černými labutěmi se nesetkáváme pouze ve světě investování nebo v ekonomii, ale také v jiných, především společenských disciplínách.

EKONOMIE NENÍ FYZIKA

Dnešní technicky vyspělá civilizace dokáže exaktně popsat zákony chování neživé přírody, které zkoumá fyzika nebo chemie, a náležitě toho využívat. Fyzikální děje nebo chemické procesy totiž mají deterministickou povahu a jejich průběh lze za předpokladu eliminace vnějších vlivů spolehlivě předpovědět, byť často s použitím složitého matematického aparátu. Čím více se však přibližujeme živé přírodě, zejména člověku samotnému, tím obtížněji dokážeme předvídat budoucí děje. Prognóza vývoje nemoci daného pacienta bude vždy méně spolehlivá než prognóza pohybu planet, trajektorie střely nebo jaderné reakce. Je to nejen proto, že složitosti lidského těla tolik nerozumíme, ale i proto, že v něm všechny děje neprobíhají deterministicky a nelze je oddělit od vnějších vlivů jako např. životospráva pacienta.

Z tohoto hlediska by pak měly mít slabou schopnost předpovídat budoucí dění i společenské vědy, které pracují s nevypočitatelnou vstupní proměnnou – lidským jednáním a rozhodováním. To nemá deterministickou povahu a nelze ho popsat matematickými vzorci, protože se

do něj promítá jedinečná struktura lidské osobnosti včetně emocí. Přesto ekonomie jako patrně nejexaktnější společenská věda používá rozsáhlý matematicko-statistický aparát, kterým se snaží modelovat nebo předvídat souhrnné lidské jednání v oblasti alokace vzácných zdrojů vzhledem k potřebám. Umožňuje jí to zjednodušený teoretický předpoklad homo economicus, vyjadřující člověka, který se rozhoduje racionálně a vždy sleduje vlastní zájem. V praxi ale řada lidí provádí nákupy impulzivně bez racionálního porovnání relevantních možností (stojí to hodně času), přizpůsobuje nevědomky rozsah nákupů všeobecnému ekonomickému optimismu nebo pesimismu prezentovanému v médiích, nechá se ovlivnit v preferencích prostřednictvím sociálních sítí na internetu, případně primárně nesleduje vlastní zájem (charita). Potom mnohé makroekonomické zákonitosti nelze vnímat tak striktně jako Ohmův zákon a spolehlivost makroekonomických předpovědí je nízká.

VRTKAVÁ POVAHA INVESTOVÁNÍ

S ještě větší neschopností sestavit exaktní model se setkáváme v oblasti investování na kapitálových trzích. Jejich vývoj ovládají dvě základní emoce – chamtivost s vidinou velkého zisku a strach z velké ztráty, které se střídají podle převažujícího ekonomického sentimentu v daném období. To vede k nepředvídatelnosti vývoje cen finančních aktiv tím spíše, že samotný vývoj reálné ekonomiky není spolehlivě předvídatelný a může být náhle přehodnocen (viz výše). Na rozdíl od reálné ekonomiky se ve světě investování daleko více projevuje stádovitost a davová psychóza, protože zisky či ztráty každého účastníka závisí v dané chvíli na chování většiny ostatních účastníků. Řada investorů sledujících trvalý výnos pak spoléhá na všeobecně platná tvrzení pod-

pořená dlouhodobým historickým vývojem trhů, jako např. „státní dluhopisy vyspělých zemí jsou bezrizikové“ a „bankrot velkého subjektu s nejvyšším ratingem je nemožný“ zastávaná v době před finanční krizí, případně „dluhopisy mají podstatně menší riziko ztráty než akcie“ zastávané v současnosti. Pokud takovým tvrzením slepě věří velká většina účastníků trhu a podle toho se chová, nastává po jejich zpochybnění zpravidla zásadní obrat vývoje finančních trhů, kdy danému tvrzení najednou všichni věřit přestanou. Takto přílitně mezi dosavadní hejno bílých labutí jedna černá, která vše obrátí naruby.

Z výše uvedeného vyplývá, že investor, který sestavuje portfolio na základě historické průměrné výkonnosti a volatility finančních aktiv s cílem respektovat vlastní rizikově-výnosový profil, může být po delší dobu úspěšný, ale v jednu nečekanou chvíli mu hrozí, že zažije velkou ztrátu. Nassim Nicholas Taleb, autor knihy „Černá labuť: následky vysoce nepravděpodobných událostí“ označuje tzv. Gaussovu křivku normálního rozdělení pravděpodobnosti, která výše naznačený přístup kvantifikuje do intervalu očekávané výkonnosti portfolio na vysoké hladině spolehlivosti, za „velký intelektuální podvod“. Tento statistický nástroj totiž podporuje podvědomou tendenci lidského mozku označovat dosud nepoznané jevy za neexistující. Důsledek pro investování spočívá v tom, že řízení rizik pomocí metody „Value at risk“ je dost nespolehlivé.

LEHMAN BROTHERS

A DLUHOVÁ KRIZE EUROZÓNY

Ukázkovým příkladem, jak mohou černé labutě ovlivnit chování finančních trhů, se stalo vyvrcholení finanční krize v USA po pádu investiční banky Lehman Brothers v září 2008. Tehdy velká většina investorů vycházela z falešného, zato však historicky prověřeného předpokladu, že velká banka s nejvyšším ratingem AAA nemůže zbankrotovat. Jednak proto, že u nejvyššího ratingu je něco takového nemyšlitelné, neboť to nikdo nepamatuje, ale i proto, že ji americká vláda zbankrotovat nenechá, když se v prvním pololetí 2008 snažila za každou cenu zachránit velké americké banky Bear Sterns a JP Morgan Chase i klíčové firmy pro financování hypoték Freddie Mac a

Fannie Mae. Opak se stal pravdou a investoři tak přes zhoršující se stav amerického bankovníctví naletěli na falešnou víru, že rating AAA vždy garantuje kvalitu nebo že vláda vše zachrání.

Dalším zajímavým příkladem černé labuť je vypuknutí dluhové krize v eurozóně v souvislosti s extrémním zvýšením citlivosti investorů na kreditní riziko v době finanční krize a prohlubování dluhové krize v následujících letech. Do roku 2007 považovali investoři dluhopisy všech zemí EMU za téměř rovnocenné a dávali to najevo pouze nepatrnými rozdíly v jejich výnosech do splatnosti, ačkoliv již tehdy mělo Řecko daleko horší ukazatele zadlužení než Německo. Věřili totiž v sílu Maastrichtských kritérií a snahu každé země je v případě porušení v nejbližších letech zase začít plnit, jinak by jí to přineslo velké ekonomické i politické problémy. Politici zemí EMU zase věřili ve spolehlivost finančních trhů – kdyby byly jejich veřejné rozpočty ve špatném stavu, daly by přece finanční trhy jasný signál v podobě růstu dluhopisových výnosů u rizikových zemí. Tato téměř bezmezná vzájemná důvěra, která umožnila oběma stranám – vládám EMU i investorům do dluhopisů EMU – několikaletý bezstarostný život, byla zlomena v okamžiku, kdy vyšlo najevo, že Řecko podvádí ve vykazování rozpočtových statistik... a další černá labuť byla na světě.

Pozorný investor nepodléhající módním vírám by se v mohl uvedených případech před přiletem černých labutí nechápavě ptát „Jak je možné, že akcie při zhoršujícím se stavu amerického bankovníctví kvůli hypoteční krizi již dlouho nezažily velký pokles?“ nebo „Jak je možné, že výnos řeckého dluhopisu jen nepatrně přesahuje výnos německého dluhopisu?“ Takováto „nechápatost“ může odhalit přilet černé labuť v podobě budoucího prasknutí bubliny.

ZAS TAK ČASTO NELÍTAJÍ

Přes výše uvedené je třeba zdůraznit, že přilet zlomové černé labuť není na finančních trzích častým jevem – nastává tak jednou za několik let. Graf 1 ukazuje rozložení měsíčních dolarových výkonností indexu S&P 500 TR (přesněji řečeno jejich odchylek od průměru měsíčních výkonností) za 40leté období 1973-2012.

Ukazuje se, že měsíční výkonnosti odchýlené od průměru o -3 % až + 4 % jsou zastoupeny více, než by odpovídalo normálnímu rozdělení pravděpodobnosti při průměru měsíčních výkonností 0,88 % a jejich směrodatné odchylce 4,53 %. Naopak více odchýlené hodnoty v obou směrech nastaly méně často, než předpovídá Gaussova křivka s tím, že zdaleka největší měsíční propady amerických akcií kolem -9 % se vyskytovaly mírně více. Analogický graf 2 pro období posledních 5 let dává vzhledem k finanční krizi velký prostor výrazně záporným výkonnostem pod -8 %, ale ve shodě s předchozím grafem ukazuje na vyšší četnost průměrných a mírně nadprůměrných měsíčních

výkonností oproti normálnímu rozdělení. Po značnou část doby se tedy na (americkém) akciovém trhu nic moc neděje, ale v několika málo měsících nastanou extrémní propady, které připraví investory o velkou část majetku.

V případě státních dluhopisů USA se měsíční dolarové výkonnosti za posledních 5 i 40 let nacházely blízko průměru rovněž častěji, než by odpovídalo normálnímu rozdělení, přičemž výskyt extrémně záporných i extrémně kladných výkonností byl naopak menší. Ale ruku na srdce: neptá se dnes někdo nechápavě, proč dlouhé bonitní dluhopisy nesou tak nízké výnosy do splatnosti?

Aleš Vocilka

