



Pułapki Mentalne Inwestorów

Nasze postrzeganie rynku i ocena tego, co się na nim dzieje, są często zniekształcone przez liczne błędy poznawcze, efekty psychologiczne oraz uwarunkowania mentalne, które wpływają na nas w sposób mniej lub bardziej świadomy. Jedynie osoby całkowicie pozbawione układu nerwowego lub w pełni świadome wszystkich niedoskonałości ludzkiego umysłu mogą zbliżyć się do obiektywnej oceny sytuacji rynkowej.

Pewnym rozwiązaniem tego problemu jest systematyczne podejście do inwestowania, które – jeśli przeprowadzone prawidłowo – wymaga przede wszystkim dyscypliny w podążaniu za sygnałami naszej strategii. Jednak i to zadanie okazuje się znacznie trudniejsze, niż mogłoby się wydawać.

Niezależnie od tego, czy stosujemy podejście systematyczne, czy dyskrecyjne, warto mieć świadomość, jak łatwo nasz umysł poddaje się różnym efektom poznawczym i uwarunkowaniom psychologicznym, które wpływają na nasze zachowanie, w tym również na decyzje inwestycyjne:

- **„Efekt torowania” (ang. priming effect)** w inwestowaniu polega na wpływie wcześniejszych informacji, bodźców lub doświadczeń na podejmowane decyzje. Oznacza to, że inwestorzy mogą być podświadomie sterowani przez informacje, które wcześniej przyswoili, co kształtuje ich oceny oraz wybory inwestycyjne. Na przykład, jeśli w trzech ostatnich transakcjach odnotowaliśmy stratę, zaczniemy postrzegać kolejną transakcję jako znacznie bardziej ryzykowną. Możemy nawet zdecydować się ją pominąć, choć nie zrobilibyśmy tego w sytuacji, gdyby wcześniejsze transakcje zakończyły się zyskiem.
- **„Efekt Florydy” (ang. Florida effect)** w inwestowaniu to koncepcja wywodząca się z efektu torowania, odnosząca się do wpływu nieświadomych skojarzeń na decyzje inwestycyjne. Przykładowo, gdy inwestorzy są narażeni na negatywne informacje, mogą chętniej zrezygnować z agresywnych strategii inwestycyjnych na rzecz bezpiecznych i stabilnych aktywów, mimo że przyjęta strategia tego nie zakłada. Efekt Florydy ukazuje, jak subtelne i często nieświadome wpływy mogą kształtować decyzje, prowadząc do działań sprzecznych z posiadaną strategią inwestycyjną.
- **„Efekt ram interpretacyjnych” (ang. framing effect)** w inwestowaniu wskazuje, że te same informacje przedstawione w różny sposób mogą wywoływać odmienne emocje u inwestorów. Przykładowo, prognoza „na 80% spodziewamy się na rynku trendu wzrostowego lub bocznego” jest odbierana dużo bardziej pozytywnie niż prognoza „na 20% spodziewamy się na rynku trendu spadkowego”, choć znaczą dokładnie to samo. Zauważ także, że zamiana kolejności słów w pierwszym zdaniu na „na 80% spodziewamy się na rynku trendu bocznego lub wzrostowego” może wywołać mniej optymistyczne reakcje niż „na 80% spodziewamy się na rynku trendu wzrostowego lub bocznego”. Mimo że treść pozostaje niezmienną, sposób jej sformułowania wpływa na nasze postrzeganie.
- **„Efekt dyspozycji” (ang. disposition effect)** w inwestowaniu odnosi się do tendencji inwestorów do zbyt szybkiej realizacji zysków oraz przetrzymywania stratnych pozycji w nadziei na ich odbicie. Jego główne przejawy to:
 - **Przetrzymywanie stratnych pozycji** – inwestorzy utrzymują pozycje przynoszące straty, często licząc na odwrócenie trendu i odzyskanie przynajmniej części poniesionych strat. Jest



to wynikiem niechęci do przyznania się do błędu oraz unikania bólu psychicznego związanego z realizacją straty.

- **Szybka realizacja zysków** – inwestorzy zamykają zyskowne pozycje, nawet jeśli istnieją przesłanki do dalszego wzrostu wartości aktywów. Motywacją jest chęć odczucia emocjonalnej satysfakcji oraz potwierdzenia własnej skuteczności inwestycyjnej.

Efekt dyspozycji wynika głównie z czynników psychologicznych, takich jak **awersja do strat** (ludzie silniej odczuwają ból straty niż radość zysków o tej samej wartości) oraz **efekt zakotwiczenia** (ocena wyniku transakcji względem ceny zakupu, a nie realnej sytuacji rynkowej).

- **„Zależność przyczynowo-skutkowa”** to podstawowy mechanizm działania naszego umysłu, który nieustannie poszukuje powiązań między zdarzeniami, nawet tam, gdzie ich nie ma. Jest to szczególnie widoczne w analizach rynkowych, gdzie „eksperci” starają się tłumaczyć historyczne zmiany cen akcji, obligacji czy kontraktów futures, przypisując im konkretne przyczyny. Przykładem tej pułapki jest anegdota z książki Nassima Taleba „Czarny łabędź”, w której media finansowe próbowały tłumaczyć zmiany cen obligacji amerykańskich po pojmaniu Saddama Husajna:

W grudniu 2003 roku, w dniu, w którym pojmano Saddama Husajna, o godzinie 13:01 kanał Bloomberg News wyświetlił następujący napis na pasku: „ceny amerykańskich obligacji skarbowych rosną; nie wiadomo, czy pojmanie Husajna ograniczy terroryzm”. Po każdej zmianie sytuacji na rynku media informacyjne czują się w obowiązku podać jej „przyczynę”.

Pół godziny później Bloomberg News musiał zmodyfikować przekaz, ponieważ ceny amerykańskich obligacji skarbowych spadły. Dziennikarze uznali, że przyczyną spadku było pojmanie Saddama (tego samego Saddama). O 13:31 zmienili informację na pasku: „ceny amerykańskich obligacji skarbowych spadają; pojmanie Husajna zwiększa atrakcyjność ryzykownych aktywów”. Zatem pojmanie Husajna miało wyjaśniać dwa przeciwne zdarzenia. Oczywiście to niemożliwe; tych faktów nie należy ze sobą łączyć.

Dlaczego wpadamy w tę pułapkę? **Bo nasz umysł nie toleruje niepewności.** Mamy silną potrzebę rozumienia rynków finansowych i szukania zależności przyczynowo-skutkowych, nawet tam, gdzie ich nie ma. Pragniemy kontroli nad tym, co w rzeczywistości jest chaosem. Lubimy myśleć, że mamy rację, że jesteśmy w stanie przewidzieć przyszłość i że nasze decyzje są logiczne. Chcemy wyglądać na bardziej kompetentnych, polectać własne ego i uniknąć przyznania, że nikt nie jest w stanie przewidzieć zachowania rynku. Wybierz tę odpowiedź, która najlepiej do Ciebie przemawia.

Rynek rośnie – szukamy uzasadnienia. Rynek spada – szukamy uzasadnienia. Analitycy techniczni rysują głowę z ramionami i inne formacje cenowe, a analitycy fundamentalni doszukują się przyczyn w wydarzeniach gospodarczych czy geopolitycznych. Niewielu zadaje sobie jednak podstawowe pytanie: **Czy ta zależność rzeczywiście istnieje?** Ważne jest jedynie to, że historia, którą słyszymy, brzmi przekonująco. Nasz umysł **uwielbia spójne narracje**, nawet jeśli są one oparte na bardzo ograniczonej ilości danych. To **efekt „istnieje tylko to, co widzisz”** – ignorujemy wszystkie niewidoczne czynniki, a nasz mózg chętnie uzupełnia luki, by stworzyć logiczną opowieść. Problem polega na tym, że rynki nie działają według prostych, liniowych reguł. Jeśli więc opierasz swoje decyzje inwestycyjne na „logicznych” historiach, możesz szybko przekonać się, że logika nie zawsze rządzi rynkiem.

- **„Efekt małych liczb”** w inwestowaniu jest ściśle powiązany z błędnym postrzeganiem zależności przyczynowo-skutkowych. Polega na nadawaniu zbyt dużego znaczenia zdarzeniom, które są rzadkie lub losowe.



Założmy, że zauważamy silny trend wzrostowy i cofamy się do jego początku, szukając formacji technicznych, które go poprzedziły. W końcu znajdujemy „formację”, która wydaje się działać. Aby utwierdzić się w przekonaniu, przeglądamy kilka, kilkanaście innych trendów wzrostowych i sprawdzamy, czy nasza „formacja” również tam występowała.

Rzeczywiście, w kilku przypadkach ją odnajdujemy, ale problem polega na tym, że **cały czas operujemy na zbyt małej próbie**, która może być wynikiem czystego przypadku. Nie możemy wyciągać wniosków na podstawie kilku, kilkunastu czy nawet kilkudziesięciu przykładów. **Dodatkowo oszukujemy sami siebie**, bo najpierw identyfikujemy silny ruch cenowy, a dopiero potem dopasowujemy do niego formację – ignorując liczne przypadki, gdy ta sama formacja pojawiła się, ale **nie zadziałała**.

To zjawisko prowadzi do fałszywego przekonania, że znaleźliśmy skuteczny schemat rynkowy, choć w rzeczywistości nasze wnioski mogą być jedynie **produktem losowości**.

- **„Potrzeba posiadania racji”** jest w nas głęboko zakorzeniona – od najmłodszych lat uczymy się, że racja jest kluczowa dla sukcesu. W szkole musimy mieć rację, aby dostać promocję do następnej klasy. W pracy – aby być postrzeganym jako kompetentny pracownik. W domu – aby budować swój autorytet w relacjach z dziećmi. W rezultacie dorastamy z silnym przekonaniem, że niepowodzenia są równoznaczne z porażką, a ich unikanie jest kluczowe.

Na rynku finansowym ta potrzeba okazuje się jednak zgubna. Chcemy kupić i drożej sprzedać lub sprzedać i taniej odkupić. Nie tyle zależy nam na maksymalizacji zysku, ile na tym, by mieć rację – zamknąć transakcję z zyskiem i poprawić sobie statystyki. Boimy się strat do tego stopnia, że przeciągamy stratne pozycje, licząc na odbicie. W wielu przypadkach rynek rzeczywiście daje nam „drugą szansę” i pozwala wyjść z pozycji z mniejszą stratą lub nawet z zyskiem. **Jednak prędzej czy później pojawi się sytuacja, w której strata stanie się tak duża, że nie będzie już czego ratować.**

Podobnie jest z pozycjami, które zaczynają tracić wypracowany wcześniej zysk. Chcemy jak najszybciej go „zaksięgować”, by nie dopuścić do sytuacji, w której transakcja z zyskowej zamieni się w stratną. Nie ma dla nas znaczenia, że ograniczamy w ten sposób potencjalnie duże ruchy, które mogłyby pokryć wszystkie drobne straty. **Liczy się tylko to, by mieć rację i czuć się komfortowo.**

A jednak to nie o „posiadanie racji” chodzi w inwestowaniu. Wolę pomylić się kilka razy i złać jeden duży ruch, niż mieć rację wiele razy i na koniec zrealizować jedną katastrofalną stratę. Dlatego tak trudno jest trzymać się zasady: **„tnij straty i pozwól zyskom rosnąć”** – jest to sprzeczne zarówno z naszą psychiką, jak i wyuczonymi schematami zachowań.

- **„Koncentracja na stopach zwrotu”** jest szczególnie widoczna w inwestowaniu, gdzie głównym wyznacznikiem sukcesu wydaje się osiągnięta stopa zwrotu. Analitycy, komentatorzy oraz rynkowi eksperci rzadko zwracają uwagę na miary ryzyka, ponieważ ich uwzględnienie wymaga innego podejścia do analizy danych i zwyczajnie „słabiej się sprzedaje”. W efekcie często słyszymy informacje o tym, że akcje rekomendowane przez konkretny dom maklerski wzrosły o 100% w ciągu miesiąca lub że najlepszy fundusz inwestycyjny osiągnął 50% stopy zwrotu w ostatnim kwartale.

Tego typu dane są jednak mocno zniekształcone, ponieważ:

- **Pokazują tylko jedną stronę medalu** – nie uwzględniają ryzyka, jakie wiązało się z inwestycją, ani potencjalnych strat, które mogły wystąpić po drodze.
- **Nie odzwierciedlają rzeczywistego wyniku inwestora** – rzadko kto inwestuje w pojedynczy instrument czy fundusz, dlatego rzeczywisty wynik całego portfela będzie znacznie niższy niż prezentowane w mediach stopy zwrotu.



- **Nie uwzględniają powtarzalności wyników** – brak informacji o tym, czy osiągnięty zysk był jednorazowym przypadkiem, czy rzeczywiście dany fundusz/system generuje stabilne wyniki w dłuższym okresie.

W rezultacie nasze oczekiwania rynkowe są zniekształcone – skupiamy się wyłącznie na stopach zwrotu, ignorując ryzyko, jakie wiąże się z ich osiągnięciem. Tymczasem to właśnie stosunek zysku do ryzyka powinien być kluczowym czynnikiem w ocenie strategii inwestycyjnej.

- **„Awersja do strat”** została zbadana przez Daniela Kahnemana i Amosa Tversky’ego i opisana w ich „Teorii perspektywy”. Badania wykazały, że straty bolą nas znacznie bardziej, niż radość sprawiają nam zyski. Dla większości osób dyskomfort wynikający z utraty 100 dolarów jest większy niż satysfakcja z wygrania tej samej kwoty. Szacuje się, że ból psychologiczny związany ze **stratą jest około dwukrotnie silniejszy niż przyjemność z osiągniętego zysku**.

Paradoksalnie, zamiast wspierać zasadę **„tnij straty i pozwól zyskom rosnąć”**, mechanizm ten często prowadzi do odwrotnego efektu. Gdy pozycja zaczyna przynosić stratę i zbliża się do poziomu **stop loss**, ból psychiczny związany z jej zamknięciem **nasilają dwa czynniki**:

- **Strach przed stratą** – im większa strata, tym większy opór przed jej realizacją. Inwestorzy często próbują „przeczekać” niekorzystne ruchy rynkowe, zamiast zamknąć pozycję i ograniczyć szkody.
- **Potrzeba posiadania racji** – zamknięcie stratnej pozycji oznacza przyznanie się do błędu, co jest dla wielu osób trudne do zaakceptowania. W efekcie zaczynają oni szukać powodów, aby trzymać stratną pozycję, licząc na odwrócenie trendu.

Niewiele osób potrafi **zarządzać stratami w sposób racjonalny i zdyscyplinowany**. Prawdopodobnie Ty, ja i większość inwestorów również podlegamy temu mechanizmowi. Zarządzanie stratami wymaga **świadomości psychologicznych pułapek, doświadczenia oraz jasno określonych zasad**.

Najskuteczniejszym podejściem jest **automatyzacja procesu zamykania stratnych pozycji poprzez góry ustalone zlecenia stop loss**. Pozwala to uniknąć emocjonalnych decyzji i ograniczyć psychiczne obciążenie związane z podejmowaniem trudnych wyborów w dynamicznych warunkach rynkowych.

- **„Złudzenie umiejętności”** w inwestowaniu jest głęboko zakorzenione w naszym ego i często wzmacniane przez wcześniej omówione efekty, takie jak **„Potrzeba posiadania racji”** czy **„Zależność przyczynowo-skutkowa”**. Szczególnie istotnym mechanizmem, który potęguje to złudzenie, jest nasza skłonność do konstruowania **spójnych narracji** na podstawie ograniczonego zbioru danych.

Nasz umysł **uwielbia logiczne, proste historie**, dlatego patrząc wstecz, często mamy wrażenie, że „rozumiemy” rynek i że przewidzieliśmy to, co się wydarzyło. Ta iluzja jest szczególnie widoczna w prognozach analityków czy zarządzających funduszami. Przykładem może być klasyczna „bezpieczna” prognoza na nadchodzący rok:

„Spodziewamy się kontynuacji lekkiego optymizmu na rynku akcji, niemniej widzimy na horyzoncie wiele zagrożeń. Z tego też względu przewidujemy okresy zwiększonej zmienności, które mogą stworzyć okazje do alokacji w akcje.”

To zdanie sprawdza się w **9 na 10 lat**, ale nie ma żadnej wartości prognostycznej:

- **Większość czasu rynek rośnie lub pozostaje w trendzie bocznym.**
- **Ryzyka są zawsze obecne** – jeśli coś pójdzie nie tak, zawsze można powiedzieć: „Przecież ostrzegaliśmy”.
- **Każdy rok przynosi mniejsze lub większe korekty**, więc zawsze można mówić o „okresach zmienności”.



Jedynie w przypadku **wyjątkowego roku z bessą czy krachem**, taka prognoza może okazać się błędna, ale nawet wtedy większość ludzi szybko o tym zapomni, uznając, że „tego nie dało się przewidzieć”, a ponadto wszyscy się mylili. Badania jednoznacznie wskazują, że:

- **Inwestorzy indywidualni osiągaliby lepsze stopy zwrotu, gdyby nie zmieniali swojego portfela inwestycyjnego pod wpływem wydarzeń fundamentalnych.**
- **Zarządzający funduszami, którzy nie stosują „stock pickingu”, często osiągają lepsze wyniki niż ci, którzy próbują „przewidzieć” ruchy rynku.**

Mimo to **nikt się do tego nie przyzna** – analitycy i zarządzający funduszami spędzają setki godzin na analizach i chcą wierzyć, że mają przewagę nad przeciętnym uczestnikiem rynku. Co więcej, ich historyczne komentarze są **na tyle ogólne, że pasują do 9 na 10 sytuacji**, wzmacniając **fałszywe poczucie posiadania umiejętności**. Statystyki jednak bezlitośnie **obalają ten mit**, lecz wielu inwestorów **woli tkwić w złudzeniu, niż przyznać prawdę przed samym sobą**.

- **„Złudzenia medialnych ekspertów”** zostały doskonale omówione przez Daniela Kahnemana w książce „Pułapki myślenia”, więc pozwolę sobie je przytoczyć:

„Idea, że przyszłość jest nieodgadniona, musi toczyć codzienną walkę z tym, jak łatwo przychodzi nam wyjaśnienie przeszłości. Jak zauważa Nassim Taleb w książce The Black Swan, nasza skłonność do budowania i przyjmowania za dobrą monetę spójnych narracji na temat przeszłości sprawia, że trudno jest nam się pogodzić z ograniczeniami naszych możliwości przewidywania. Z perspektywy czasu wszystko wydaje się logiczne, dzięki czemu medialni eksperci, co wieczór mogą budować przekonujące wyjaśnienia wydarzeń z upływającego dnia. Nie potrafimy przy tym stłumić silnego poczucia, że jeśli coś z perspektywy czasu wydaje się logiczne dzisiaj, to znaczy, że było do przewidzenia wczoraj. Złudzenie, że rozumiemy przeszłość, rozbudza w nas nadmierną wiarę w umiejętność przewidywania przyszłości. [...]

Mimo to złudzenie trafnych przewidywań trzyma się mocno, co wykorzystują wszelkiego rodzaju zawodowi progności – nie tylko eksperci finansowi, ale także komentatorzy ekonomiczni i polityczni w mediach. Stacje telewizyjne i radiowe oraz gazety mają panele ekspertów, których zadaniem jest komentowanie zdarzeń najnowszych oraz przewidywanie przyszłych. Widzowie, słuchacze i czytelnicy odnoszą wrażenie, że takie informacje są w jakiś sposób uprzywilejowane, a przynajmniej niezmiernie wnikliwe. Nie ma wątpliwości, że sami medialni eksperci oraz media korzystające z ich opinii autentycznie wierzą, że tak właśnie jest. Kamieniem milowym dla wyjaśnienia zjawiska „eksperskich prognoz” stało się dwudziestoletnie badanie przeprowadzone przez Philipa Tetlocka. [...]

Tetlock przeprowadził wywiady z 284 osobami zawodowo zajmującymi się „komentowaniem lub doradztwem w dziedzinie trendów politycznych i gospodarczych”. Poprosił je o ocenę prawdopodobieństwa zaistnienia pewnych wydarzeń w nieodległej przyszłości, zarówno w obszarach ich specjalizacji, jak i w dziedzinach, na których znali się słabiej. [...] W sumie Tetlock zgromadził ponad 80 000 prognoz. W każdym przypadku respondenci oceniali prawdopodobieństwo trzech możliwych wariantów: utrzymania się obecnego stanu rzeczy, wzmożenia się czegoś (np. swobód politycznych albo wzrostu gospodarczego) albo osłabienia się czegoś.

Wyniki badania były druzgoczące. Ekspertki poradziły sobie gorzej, niż gdyby po prostu przypisali jednakowe prawdopodobieństwo do każdego z trzech możliwych wyników. Innymi słowy ludzie, którzy spędzają czas i zarabiają na życie, badając konkretny temat,



produkują gorsze prognozy niż mała rzucająca na oślep lotkami do tarczy, która trafiałaby w każdą z możliwych opcji po równo. Nawet w najlepiej im znanych obszarach eksperci nie byli znacząco lepsi od niespecjalistów. [...]

Tetlock przekonał się także, iż eksperci niechętnie przyjmowali do wiadomości, że się pomylili, a kiedy już musieli się przyznać do błędu, dysponowali długą listą wymówek: pomylili się wyłącznie, co do daty, zaistniały nieprzewidywalne okoliczności, owszem, mylili się, ale mieli ku temu dobre powody i tak dalej. Koniec końców eksperci są tylko ludźmi.

Olśniewa ich własna błyskotliwość i nie znoszą być w błędzie.”

Nie chodzi tu o to, aby dyskredytować jakąkolwiek grupę zawodową, lecz **zwrócić uwagę na pułapki myślenia, w które wpadamy, polegając na „eksperckich” przewidywaniach rynkowych – albo sami się za takich ekspertów uważamy.**

Podsumowując, inwestorom wydaje się, że decyzje inwestycyjne podejmują w sposób świadomy i zgodny z jakąś „metodą inwestowania”. W rzeczywistości jednak, **bez systemowego podejścia** jesteśmy niezwykle podatni na wpływ otoczenia i emocji, które kształtują nasze wybory. **Bez jasno określonych zasad i reguł nie jesteśmy w stanie wyeliminować wpływu psychologicznych pułapek na nasze decyzje.**

Nie twierdzą, że podejście systemowe jest **lekiem na wszystkie błędy poznawcze**, jednak **dopóki trzymamy się z góry określonego procesu decyzyjnego**, ograniczamy negatywny wpływ emocji na nasze inwestycje.

Jeśli po przeczytaniu tego opracowania pomyślałeś: „*Mnie to nie dotyczy, jestem odporny na te efekty*”, to najprawdopodobniej mają one na Ciebie **większy wpływ, niż sądzisz**. Może się mylę, ale **zamiast szukać potwierdzeń, że jesteś wyjątkiem, poszukaj dowodów na to, że te mechanizmy faktycznie na Ciebie oddziałują.**

Łatwo dostrzec własne mocne strony. **Znacznie trudniej jest uświadomić sobie błędy w swoim myśleniu.** Być może prawdziwa pewność siebie polega na **zdolności do obiektywnej oceny rzeczywistości – bez szukania w niej jedynie tych faktów, które połączą nasze ego.**