

Elemente de psihologie investitionala

Evolutiile actiunilor si pietelor de capital nu se bazeaza numai pe calcule, indicatori si modele precise. Daca ar fi asa, atunci pana astazi s-ar fi descoperit modelul perfect, care sa includa toate variabilele necesare si care sa prezica in mod exact si permanent evolutia oricarei actiuni sau pietei, fara greseala.

Un asemenea model nu poate exista insa, macar pentru simplul fapt ca, daca ar fi descoperit, acesta ar duce la prabusirea pietelor de capital : daca evolutia bursei ar putea fi prezisa in mod exact, atunci treptat nu ar mai munci nimeni intrucat toata lumea s-ar imbogati investind la bursa fara riscuri ; insa, cum nu ar mai munci nimeni nici in companiile listate la bursa, acestea ar da faliment si tot sistemul s-ar prabusi.

Prin urmare, un investitor perfect (sau un broker sau un analist perfect), care sa nu piarda niciodata bani si sa aleaga de fiecare data actiunile care vor creste cel mai mult, nu poate exista. Un investitor foarte bun este cel care obtine performante peste medie, corespunzatoare obiectivelor pe care si le-a trasat si in conformitate cu profilul sau de risc, durata si valoare a investitiei, etc.

Un asemenea investitor bun trebuie sa fie foarte bine informat si sa utilizeze in mod eficient diversele instrumente de analiza fundamentala si tehnica. Totusi, de multe ori acestea nu sunt suficiente : investitorul despre care vorbim va trebui sa tina seama si de elemente de psihologie investitionala. La o parte din acestea ma voi referi in prezentul articol.

Mai intai, o avertizare : asa cum se intampla in orice studiu care nu se bazeaza exclusiv pe calcule si modele riguroase, si in prezentul articol se vor prezenta diverse idei ce pot fi interpretate in mod diferit de cititori cu profile diferite. Acest lucru este perfect normal ; sper, insa, ca prezentarea unor cazuri, exemple si situatii concrete, precum si modul de evitare sau rezolvare a lor, sa fie utila.

Sa incepem. O greseala majora pe care o fac multi investitori este ca nu isi analizeaza propriile obiective si caracteristici inainte de a investi la bursa. Tinand cont de complexitatea pietelor de capital, lipsa de focalizare poate avea consecinte negative.

In acest context, investitorul care alearga permanent dupa "cea mai buna" oportunitate nu va avea multe de castigat. Mai plastic spus, intrebarea "Care este cea mai buna actiune de cumparat?" este o intrebare relativ naiva care nu poate avea raspuns (desi, multi analisti, brokeri, investitori sau jurnalisti se vor stradui sa va convinga de contrariul).

Intrebarea corecta pentru care fiecare investitor poate incerca sa estimeze un raspuns este "Care este cea mai buna actiune de cumparat *pentru mine?*". Distinctia este importanta : strategiile investitionale si actiunile alese in urma lor difera semnificativ in functie de experienta fiecarui investitor, toleranta la risc, orizontul investitional, suma disponibila si procentul acesteia in economiile totale, efortul depus pentru analiza si urmarirea investitiei, tipul de cont de tranzactionare (asistat de broker sau online), etc.

Un exemplu : o recomandare de investitie pentru un investitor sofisticat, cu toleranta ridicata la risc, abordare pe termen scurt a investitiei si un portofoliu mare (caruia ii putem recomanda, spre exemplu, un star in devenire de pe Rasdaq) va fi foarte diferita de o recomandare pentru un investitor fara experienta, cu toleranta mai redusa la risc, bani mai putini si o abordare pe termen lung a investitiei (caruia ii vom recomanda, probabil, o actiune *blue-chip* de la categoria I a BVB).

Sa luam un exemplu si mai interesant : intr-o perioada temporara de scadere a bursei poate aparea situatia in care unui investitor sofisticat pe termen scurt sa ii recomandam vanzarea unei anumite actiuni din portofoliu (pentru limitarea riscurilor si in speranta unei speculatii pe termen scurt prin rascumpararea aceleiasi actiuni la un pret mai mic) iar unui investitor pe termen lung sau foarte lung sa ii recomandam *cumpararea* aceleiasi actiuni (in ideea constituirii unui portofoliu pe termen lung folosind ca avantaj preturile scazute, fara asumarea riscului ca piata sa nu mai scada si, de fapt, preturile sa inceapa sa creasca).

De ce poate exista un asemenea scenariu ? pentru ca nimeni nu poate prevedea in mod exact cand se finalizeaza scaderea pietei sau cand incepe cresterea, si atunci fiecare recomandare trebuie sa tina cont de particularitatile individuale ale investitorului.

Prin urmare, stabilirea profilului propriu de investitie si a strategiilor corespunzatoare acestuia este esentiala, iar aceasta nu se poate face decat de fiecare investitor in parte (cu ajutorul unui broker bun), intrucat investitorul isi cunoaste cel mai bine obiectivele si caracteristicile.

Desi aceasta este o etapa importanta in orice activitate de investitii, ea este neglijata de multi investitori, cu consecinte negative importante.

Ar putea parea ca ideile de mai sus sunt destul de vagi, insa consecintele lor negative sunt, de fapt, cat se poate de concrete. Sa luam un exemplu intalnit foarte des in practica.

Investitorul intra pe bursa pentru a isi fructifica in mod cat mai eficient economiile. Asa cum se intampla de cele mai multe ori, investitorul nu doreste doar un randament cu 2-3 puncte procentuale peste dobanda bancara, ci performante semnificativ mai bune prin speculatii pe termen scurt.

Astfel, investitorul cumpara actiuni cu gandul unei speculatii rapide (asumandu-si, de cele mai multe ori, riscuri pe care nu le intelege pe deplin, dar despre aceasta vom vorbi mai tarziu). Eventual, actiunile cresc putin dupa cumparare, ceea ce inflacareaza imaginatia si duce la asteptari exagerate. La un moment dat, insa, situatia se inverseaza si actiunile incep sa scada. Dupa ce scaderea devine destul de clara, investitorul comite prima greseala : nu vinde actiunile cumparate, negand astfel strategia initiala de speculatii pe termen scurt ; greseala se bazeaza pe un sentiment uman foarte larg raspandit - lacomia. Desi eventualul castig ar fi fost, poate, foarte bun, investitorul isi doreste intotdeauna si mai mult.

Astfel, actiunile incep sa scada, mai recupereaza putin in unele zile (ceea ce relanseaza speranta), insa se mentin pe scadere ; investitorul pierde tot eventualul profit castigat la inceput si incepe sa acumuleze pierderi. Lacomia si speranta nefundamentata a unei reveniri capata intaietate in fata analizei riguroase si a disciplinei investitionale.

Confruntat cu realitatea unor scaderi care la un moment dat devin semnificative, investitorul comite a doua greseala, tot din cauza lacomiei : in continuare nu vinde, ci ajusteaza strategia din mers, convingandu-se singur sa pastreze actiunile ca investitie pe termen lung. Greseala consta in faptul ca strategiile proprii de investitie si obiectivele personale nu ar trebui schimbate din mers ca reactie la evolutia pietei.

Mai departe actiunile scad in continuare, iar pozitia proaspatului investitor "pe termen lung" (fost speculator) devine din ce in ce mai putin confortabila. Gandul ca va astepta oricat pana ce actiunile, probabil solide din punct de vedere fundamental, isi vor reveni, furnizeaza confort doar la inceput. Scaderile continue ce erodeaza valoarea portofoliului creaza nervozitate in crestere, pana cand se comite cea de-a treia greseala majora : desi auto-proclamat investitor pe termen lung, personajul acestei povesti nu mai rezista in fata scaderilor acumulate si vinde, ajustand din nou strategia din mers si revenind la profilul de investitor pe termen scurt.

Aceasta greseala este determinata de sentimentul opus lacomiei pe piata de capital : teama (de pierderi), un sentiment la fel de raspandit. Tot teama duce pana la urma la comiterea celei de-a patra greseli : investitorul a vandut si si-a limitat pierderile ; actiunile mai scad in continuare (sau nu), dar la un moment dat isi revin si incep si creasca. Amintirea recentelor pierderi fiind inca vie in memorie, teama ia locul

analizei riguroase si investitorul rateaza momentul de cumparare optim, amanandu-l in mod nejustificat si diminuandu-si potentialul de castig.

Intr-un final investitorul reintra in piata (cam tarziu, dupa ce a pierdut multi bani, desi era mai castigat 1. daca vindea actiunile la inceput, inainte de scadere, sau 2. daca le pastra permanent in portofoliu) si, de cele mai multe ori, ciclul se reia. Astfel, teama si lacomia determina investitorul fara o strategie clara de investitii si fara o abordare a investitiei bazata in primul rand pe analiza sa fie permanent in contratimp cu piata.

Ce este de facut ? solutiile sunt doua : 1. stabilirea unei strategii proprii de investitie bazata pe obiectivele si caracteristicile proprii ; adaptarea permanenta a acestei strategii, dar fara abatere de la elementele ei esentiale (sau modificarea ei fundamentala numai in urma unei gandiri atente, nu ca reactie imediata la conditii punctuale din piata). 2. acordarea unei atentii mai mari analizei actiunilor si pietelor in defavoarea sentimentelor legate de investitii.

O ultima precizare pe acest subiect : nu recomand prin aceasta ultima idee negarea "instinctului" de investitor ; acesta este de fapt o manifestare nu chiar constienta a rezultatului procesarii unor informatii care scapa rationalizarii de moment. Prin urmare, in special in cazul investitorilor cu experienta, instinctul poate fi de multe ori util si trebuie luat in calcul, inasa ca o completare a analizei si nu ca o inlocuire a acesteia (si ca rezultat al unei experiente mai indelunagate, nu ca rezultat al unor asteptari nefondate ale unui investitor incepator).

Sa revenim la ideea investitorului care se gaseste de multe ori in contratimp cu piata. Acest lucru se intampla mai mult pe o piata precum cea romaneasca decat pe una dezvoltata. Sa vedem de ce.

Multi investitori au intrat pe piata de capital (sau si-au format o parere despre potentialul acesteia) in perioada 2001-2004, cand actiunile romanesti au crescut generalizat si aproape continuu, sau in perioada 2005-2007 cand actiunile au inregistrat si perioade de scadere, inasa, in mare, cresterea a fost la fel de generalizata si continua. Astfel, s-au creat unele asteptari incorecte cu privire la potentialul si modelul de evolutie al bursei – bursa nu creste continuu, iar investitia la bursa presupune si riscuri.

In acest context, scaderile inevitabile pe orice piata nu au fost anticipate si au creat de multe ori panica printre investitorii romani. Prima scadere semnificativa a BVB din anul 2001 incoace, in primavara anului 2005, a creat chiar o confuzie generalizata, intrucat cea mai mare parte a investitorilor s-au confruntat cu o situatie nemaintalnita pana atunci : scaderi de zeci de procente pe perioade de luni de zile.

Multi investitori cumpara actiuni fara o intelegere adecvata a riscurilor. Acest lucru nu este unul care trebuie criticat, intrucat riscul este prin natura sa un concept foarte complex si dificil de evaluat. Astfel, daca un concept precum rentabilitatea este unul foarte concret si tangibil (daca o actiune a crescut cu 100% atunci am dublat banii si pot cumpara de doua ori mai multe mere decat cu banii initiali, spre exemplu), riscul este mult mai greu de definit.

Desigur, exista diversi indicatori si pentru risc : beta pentru riscul sistematic, volatilitatea pentru riscul specific, etc, insa acestia reprezinta cel mult masuri parțiale ale unui fenomen cu multe ramificatii (ca sa nu mai vorbim de complexitatea de a evalua in cifre riscul politic, riscul legat de modificarea legislatiei fiscale, etc). Daca rentabilitatea poate fi oricand evaluata in mod exact, riscul scapa unui calcul concret.

In final, riscul reprezinta probabilitatea de neindeplinire a unei rentabilitati asteptate ; dupa cum se poate constata, chiar din definitie rezulta variabilitatea sa – riscul este o probabilitate, iar probabilitatile se estimeaza, nu se calculeaza ; estimarile, dupa cum stim, pot fi mai bune sau mai slabe si includ o doza de subiectivism.

Care este solutia ? In mod evident nu voi prezenta vreun indicator minune care sa rezolve problema riscului, intrucat acesta nu exista. Voi prezenta, insa, trei idei.

1. Mai intai, apelati cu incredere la indicatorii de risc existenti, asa imperfecti cum sunt : volatilitatea mare inseamna, fara indoiala, riscul unor miscari mai bruste si al unor pierderi mai mari ; un indice beta peste 1 inseamna riscul unor pierderi mai mari decat media pietei cand toate actiunile scad ; lichiditate reduca in piata inseamna riscul imposibilitatii lichidizarii actiunilor la un moment dat ; organizarea de alegeri inseamna riscuri si incertitudini legate de politici economice si fiscale viitoare, cu posibile consecinte negative asupra actiunilor, etc. Asemenea elemente (si multe altele) vor conduce la o idee destul de buna asupra riscurilor pietei si ale unor actiuni individuale.

2. Utilizati analiza comparativa. Nu putem estima printr-o singura cifra riscul unei actiuni blue-chip de la BVB sau al unei actiuni anonime de pe Rasdaq, insa putem determina foarte usor care este cea mai riscanta dintre cele doua. In urma unor asemenea analize comparative succesive putem identifica actiunile cele mai potrivite pentru strategia noastra investitionala.

3. A treia idee este una legata de psihologie : fi permanent constient ca riscul exista, nu dispare niciodata si poate fi oricand mai mare decat a fost estimat ; cu alte cuvinte, un investitor trebuie sa fie permanent constient ca poate gresi, ca strategia

sa investitionala poate genera pierderi si ca actiunile sau momentele alese de a investi in acestea pot fi nepotrivite.

Nerespectarea acestei din urma reguli este, din nou, generatoare de mari pierderi. Problema se manifesta in special la investitorii cu mai putina experienta.

Astfel, se intampla uneori ca, pe fondul unor evolutii favorabile de piata, un investitor sa obtina initial o serie de castiguri facile (practic sindromul *norocului incepatorului* aplicat in practica). Incurajat de aceste castiguri, investitorul pierde din vedere riscurile si considera ca a identificat o strategie proprie de investitii foarte buna, care ii confera un avantaj net in piata ; uneori se intampla ca acest lucru sa fie adevarat, dar, cum in realitate o strategie buna se obtine dupa o perioada mai lunga de experimentare, analiza si documente, de multe ori norocul incepatorului se termina, iar investitorul inregistreaza pierderi ; acestea duc la trei scenarii si numai unul dintre ele este pozitiv.

Cele negative sunt : 1. investitorul este demoralizat si se retrage din piata (eventual punand insuccesul nu pe seama ineficientei strategiei proprii, ci pe factori vagi si neadevarati precum manipularea pietei de investitorii profesionisti in dauna celor mai putin experimentati, conspiratii la nivelul autoritatilor si institutiilor, etc).

2. investitorul persista in strategia initiala, acumuland pierderi din ce in ce mai mari.

3. Singurul scenariu pozitiv este cel in care investitorul intelege ca riscurile sunt mult mai complexe si mai mari decat cele estimate initial, si isi ajusteaza strategia in mod corespunzator.

Nu prezint aceste idei cu condescendentia : intrand pentru prima data in piata in primavara anului 1997, eu insumi am trecut printr-o etapa similara in care toate actiunile pe care le cumparam cresteau. Acest lucru nu se intampla pentru ca eu eram un investitor foarte bun (desi, la acel moment, asa consideram) ci pentru ca oricum toate actiunile cresteau datorita unei evolutii favorabile generalizate a pietei ; ulterior, in cei trei ani de scadere ce au urmat lui 1997, am avut suficient timp sa imi dau seama ca abordarea era gresita si sa imi perfectionez strategia de investitii.

Acceptarea pierderilor este, din punct de vedere psihologic, unul din cele mai dificile concepte legate de investitii. Cu toate acestea, pierderea face parte din procesul investitional si nu poate fi evitata. Cu cat un investitor invata sa o accepte mai repede si fara stresuri inutile, cu atat mai bine. Desigur, anumite mecanisme psihologice nu ne ajuta : o pierdere ne afecteaza negativ mult mai mult decat ne afecteaza un castig echivalent – daca am castigat 10 lei la 100 investiti, ne bucuram moderat, dar daca pierdem 10 lei din 100 ne afecteaza mai serios.

Sa luam un exemplu si mai interesant : un castig de 20 de lei la 100 investiti ne produce o satisfactie rezonabila. Daca insa castigam 30 de lei la 100 investiti, dar dupa aceea pierdem imediat 10 lei, supararea legata de pierdere aproape ca estompeaza satisfactia castigului initial (de 30), chiar daca rezultatul net este un castig egal cu cel din primul caz.

Pierderea nu trebuie sa sperie (prea tare) ci trebuie vazuta ca un cost obligatoriu al investitiei la bursa. Aceasta nu trebuie sa ingrijoreze decat daca depaseste anumite nivele de toleranta. Prin analogie, un investitor este in situatia unui alpinist ce escaladeaza un varf : durerile musculare generate de oboseala sunt un cost obligatoriu al ascensiunii si nu devin ingrijoratoare decat daca depasesc un anumit nivel de toleranta, caz in care strategia trebuie ajustata ; desigur, in acest scenariu poate aparea oricand neprevazutul : o durere insuportabila generata de o fractura duce la renuntarea completa la ascensiune. In mod similar, un esec major la bursa ar trebui sa duca la o reanalizare a strategiei.

In fine, o ultima idee legata de riscuri : nu militez pentru o strategie de limitare nejustificata a riscului. In definitiv, riscuri mari inseamna si castiguri mari. Prin absurd, putem limita riscul la zero pastrand economiile acasa in dulap ; insa, la riscuri zero si castigurile sunt zero (chiar si acest scenariu a fost simplificat, intrucat in realitate riscurile nu sunt niciodata zero : banii ar putea fi furati sau afectati de riscul cresterii inflatiei). Fiecare investitor isi poate asuma riscuri oricat de mari si acest lucru este perfect acceptabil, dar numai in urmatoarele ipoteze : 1. riscurile trebuie asumate in cunostinta de cauza si intelese, si 2. ideea ca strategia proprie poate da gres, cel putin temporar sau partial, trebuie sa ramana foarte vie in minte ; increderea nejustificat de mare in strategia proprie (*over-confidence*) poate genera probleme.

Am vazut ca nu trebuie sa limitam prea mult riscurile (altfel, stam cu banii in dulap sau la banca), ci sa le limitam astfel incat sa se incadreze in obiectivele proprii. Acest deziderat se atinge printr-o strategie proprie de investitii, ce ar trebui sa ne semnaleze actiunile si momentele de cumparare si de vanzare care sunt cele mai potrivite pentru noi. Acest lucru se face prin analiza, iar pe aceasta tema am mai scris de multe ori (pentru o abordare mai detaliata a analizei actiunilor se poate consulta materialul intitulat *Mic Manual de Analiza a Actiunilor*, disponibil pe www.kmarket.ro, sectiunea Documentare si Analiza).

Limitarea riscurilor se face, insa, si prin disciplina. Lipsa de disciplina este, de fapt, cauza fundamentala a greselilor facute de investitorul care se gaseste permanent in contratimp cu piata in scenariul prezentat la inceputul acestui articol.

Disciplina inseamna, in primul rand, urmarirea strategiei proprii, fara abateri majore. Revenind la exemplul de la inceputul articolului. Investitorul care ar fi urmat strategia proprie pe termen scurt, ar fi evitat toate greselile prezentate in acel scenariu : in primul rand, ar fi vandut la timp actiunile, ca un adevarat investitor pe termen scurt. Cum, insa, a gresi este omeneste, poate ar fi cedat tentatiei a pastra actiunile si s-ar fi transformat intr-un investitor pe termen lung ; daca aceasta transformare s-ar fi facut intr-un investitor pe termen lung *disciplinat*, atunci s-ar fi evitat o alta greseala - vanzarea in contratimp a actiunilor.

Desigur, disciplina nu inseamna o abordare obtuza ; dupa cum am vazut, este gresit sa ne incredem prea mult in strategia proprie. Aceasta strategie trebuie rafinata si adaptata permanent. Prin disciplina ma refer la evitarea schimbarilor majore de strategie efectuate "din mers" (sau, de multe ori, din lene : exista multe situatii in care se renunta la o analiza completa pentru a cumpara o actiune care "pare" interesanta sau ne-a fost recomandata de cineva).

Disciplina poate lua forme chiar si mai riguroase prin ordine stop-loss de protejare a castigurilor si de evitare a pierderilor. Astfel, un investitor pe termen scurt isi va stabili un prag maxim al pierderii acceptate pe care nu il va depasi. Pentru mine acest prag este de maxim 10%. Cu alte cuvinte, daca am cumparat o actiune si aceasta scade cu mai mult de 10% (de multe ori nu ajung nici macar pana la 10%), atunci o vand imediat, fara sa sper ca poate isi revine, poate emitentul anunta rezultate bune, poate anul acesta nu mai vine iarna, etc.

Explicatia este foarte simpla : cand cumperi o actiune pentru o speculatie pe termen scurt, iar acesta scade cu 10%, inseamna ca gandirea a fost gresita si asteptarile nu s-au indeplinit, iar speculatia nu a reusit. Prin urmare, concluzia fireasca este inchiderea pozitiei si, eventual, incercarea unei noi speculatii mai tarziu.

Pragul la care se aplica nivelul de 10% trebuie sa fie unul dinamic. Daca am cumparat o actiune la 100 de lei, aceasta a crescut pana la 150 dupa care a inceput sa scada, dar eu nu o vand decat cand a atins 90 de lei (pentru ca a scazut cu 10% fata de pretul de cumparare) am facut o prostie, pierzand toata cresterea acumulata. Pragul dinamic inseamna ca acesta nu se aplica la pretul de cumparare, ci la maximul pretului atins dupa cumparare. In cazul meu, vand cand pretul, dupa ce a crescut la 150, scade sub $150 - 10\% \times 150 = 135$ lei; astfel, marchez o un profit de 35%.

Desigur, nivelul de 10% este unul orientativ. Valoarea concreta a acestuia depinde, din nou, de strategia proprie : un investitor cu toleranta mai mare la risc si/sau cu o abordare pe termen mai lung a investitiei va stabili un nivel mai mare, in timp ce un investitor pe termen mai scurt si/sau cu o toleranta mai redusa la risc va stabili un nivel mai mic.

Sistemul de gândire al omului este în așa fel construit încât să identifice permanent modele.

Mediul în care își desfășoară fiecare persoană activitatea este unul complex, iar piața de capital nu face excepție. Într-un asemenea mediu, influențat în mod dinamic de sute de variabile diferite, identificarea modelelor și sabloanelor ajută la simplificarea contextului, la adaptarea comportamentului și la estimarea evenimentelor viitoare. Toate acestea se aplică în multe domenii ale activității umane, inclusiv în domeniul pieței de capital.

Modelele sunt foarte utile, însă o greșeală pe care o putem face este să simplificăm prea mult lucrurile și să vedem modele la tot pasul. Acest lucru este valabil, spre exemplu, în domeniul analizei tehnice.

Înainte de a prezenta mai multe pe această temă, să clarificăm un aspect : sunt de părere că analiza tehnică *este* utilă și o folosesc în mod regulat în anumite aspecte ale ei.

De altfel, multe din elementele analizei tehnice precum tendințele, nivelele și pragurile se bazează și pe psihologia investitională. Spre exemplu : dacă un indice se apropie de un așa-numit *nivel psihologic* (practic o valoare rotundă, ca de exemplu 10.000 de puncte) atunci acel prag este relevant tocmai din cauza că mulți investitori se vor gândi că și ceilalți investitori îl vor considera relevant. Tocmai această gândire colectivă acordă relevanța unei valori de 10.000 de puncte, care se întâmplă să fie relevantă doar pentru că este o valoare rotundă atunci când este exprimată în baza 10 (10.000 de puncte în baza 16 reprezintă o valoare ne-spectaculoasă de 65.536 în baza 10, de exemplu).

În mod similar, un nivel de rezistență sau suport capătă relevanța pentru că este considerat relevant de un număr mare de investitori – cu atât mai mare cu cât nivelul respectiv este atins de mai multe ori. În fine, tendințele stabilite prin puncte de minime și maxime succesive în urcare (tendințe crescătoare) sau în scădere (tendințe descendente) capătă relevanța pentru că sunt urmărite, considerate relevante și incluse în strategii de un număr mai mare de investitori.

Spre exemplu : un speculator care observă o tendință de creștere în piață va miza pe faptul că aceasta va continua și va cumpăra acțiuni ; după un timp și alți speculatori vor fi convinși că tendința este una serioasă și vor cumpăra și ei, prelungind creșterea (după conceptul de *self-fulfilling prophecy*). Însă, cum orice are un început trebuie să aibă și un sfârșit, inevitabil la un moment dat intervin și factori fundamentali care dictează o schimbare de tendință (ce fel de factori pot interveni ?

atingerea unui nivel de supraevaluare a actiunilor prin analiza comparativa cu alte pietele sau cu alte perioade ; indicatori macroeconomici negativi ; performante financiare in scadere ale emitentilor ; probleme legate de dobanzi sau valute ; catastrofe naturale ; recesiune economica, etc).

In final, psihologia colectiva sta la baza multor instrumente si modele folosite in analiza tehnica. M-am referit la unele simple mai sus, inasa fara indoiala ca exista si mecanisme mai complexe (ce genereaza abordari de analiza tehnica in mod corespunzator mai complexe si mai utile).

Revenind, inasa, la modele si la tendinta de supra-simplificare : cele de mai sus fiind spuse, aceasta nu inseamna ca *toate* evolutiile din piata pot fi explicate pe baza de modele istorice de evolutie a preturilor care se vor repeta in viitor.

Desi este adevarat ca unele din aceste modele vor fi relevante, aceasta relevanta nu se extinde asupra tuturor evolutiilor; ii ramane investitorului sa descopere care sunt utile si care nu. Altfel, cadem in greseala in care vedem un model in forma de V care ar trebui sa ne indice o crestere viitoare, dar daca aceasta nu se intampla, ne consolam cu ideea ca de fapt vedem un model in forma de W care pana la urma tot indica o crestere, si cand nici aceasta nu se intampla concluzionam ca vedem un model in forma de zig-zag, etc, si pana la urma nu castigam nici un ban, dar privim in urma si descoperim ca am vazut de fapt un model cap-si-umeri.

Sa nu uitam o idee enuntata chiar de la inceput : daca investitia la bursa s-ar reduce numai la modele simple (de analiza tehnica sau de alt fel) ce ar elimina incertitudinea, atunci nu ar mai fi nevoie sa avem un job pentru ca ne-am imbogati cu totii de la bursa (dar pietele s-ar prabusii). Cum acest lucru nu se intampla, reiese ca analiza tehnica, desi foarte utila daca este aplicata corect, poate genera si probleme sau macar determina eforturi inutile in lipsa unei aplicari necorespunzatoare.

Cauza fundamentala care conduce la asemenea probleme este tocmai tendinta creierului de a simplifica excesiv diverse fenomene si situatii, si de a gasi ordine in haos.

Desigur, exista si teoria conform careia preturile zilnice ale unei actiuni sunt independente intre ele, adica pretul de azi nu are absolut nicio legatura si nu este influentat in niciun fel de preturile, modelele sau evolutiile din trecut. O asemenea teorie, desi larg raspandita, mi se pare destul de radicala (si, printre altele, neaga orice forma de analiza tehnica). Nu sunt de acord cu ea, si practica a aratat ca exista exceptii majore care o contrazic.

Totusi, desi anumite modele repetabile in evolutia actiunilor exista, multe evolutii includ si o doza masiva de fenomene aleatoare, fara legatura intre ele. Iar gresela pe care o putem face este sa confundam aleatorul cu modelele evolutiilor din trecut.

O forma mai subtila a acestei greseli apare atunci cand identificam in mod corect modele si tipare, insa acestea nu influenteaza in niciun fel evolutiile viitoare. Cu alte cuvinte, cum bine spune o mentiune obligatorie din diverse documente legate de piata de capital, *performantele anterioare nu reprezinta o garantie a rezultatelor viitoare* (daca analizam cu atentie, enuntul este foarte bine formulat ; acesta nu spune ca *performantele anterioare nu au nicio legatura cu rezultatele viitoare*, ceea ce ar exclude modelele istorice repetabile, ci doar atrage atentia ca evolutiile trecute nu se vor repeta in mod obligatoriu, adica o pot face sau nu).

De multe ori pierdem din vedere ca existenta unei corelatii intre doua fenomene nu este insotita intotdeauna de cauzalitate. Sa mai luam un exemplu.

Presupunem ca analizam evolutia anuala a numarului de fumatori din absolut toate orasele lumii. In unii ani si in anumite orase numarul fumatorilor creste, datorita ieftinirii tigarilor, spre exemplu, iar in alti ani si/sau alte orase acest numar scade, datorita unor legi mai stricte sau campaniilor anti-fumat ; numarul de fumatori evolueaza diferit de la un oras la altul si de la un an la altul.

Inevitabil, analizand situatia din miile de orase ale lumii, vom descoperi un oras in care evolutia anuala a numarului de fumatori se coreleaza destul de bine cu randamentele anuale ale indicelui BET.

Inseamna, oare, aceasta ca ne putem baza pe studiul evolutiei numarului de fumatori din orasul respectiv pentru a prognoza evolutia indicelui BET si a ne imbogati la bursa ? in mod evident, raspunsul este negativ. O asemenea corelatie este aleatoare si nu implica si cauzalitate.

Care este mecanismul greselii ? cineva ne vinde un pont si ne spune ca evolutia indicelui BET este determinata de evolutia numarului anual de fumatori din orasul X. Noi, ca niste investitori atenti, nu investim imediat pe baza acestei informatii, ci mai intai o testam, verificand aceasta ipoteza pe datele istorice ; cum, insa, orasul X a fost ales tocmai datorita corelatiei cu randamentele BET, o asemenea verificare ne va confirma ipoteza : intr-adevar, cele doua serii sunt corelate. In plus, iata, numarul de fumatori din orasul X pare ca determina nu numai randamentele indicelui BET, dar si pe cele ale indicelui WIG si cele ale S&P500 ! Am descoperit oare secretul investitiei la bursa ? nu, am descoperit doar mai multe serii de date corelate intre ele (randamentele BET, WIG si S&P500 sunt corelate intre ele, iar corelatia tuturor cu numarul de fumatori este aleatoare).

Greseala initiala este ca nu am studiat in mod sistematic un anumit fenomen (evolutia numarului de fumatori din toate orasele), pentru a vedea daca fenomenul in sine influenteaza randamentele bursiere, ci am ales in mod explicit un singur aspect al fenomenului (un singur oras) pentru ca acesta se potrivea cu aceste randamentele, iar creierul nostru in cautare de modele a simplificat problema ; va avea numarul de fumatori din acel oras influenta asupra performantelor viitoare ale BET ? in mod sigur nu, corelatia aleatoare fiind doar temporara.

Desigur, acest exemplu este complet exagerat, insa nu cred ca este greu sa il transpunem in domeniul analizei actiunilor si a increderii excesive in anumite modele si corelatii care nu sunt insotite de cauzalitate. In fine, pentru a incheia aceasta idee : nu toate corelatiile sunt lipsite de cauzalitate ; volumele la bursa sunt corelate cu randamentele actiunilor pentru ca intrarea de sume mai mari de bani in piata poate determina cumparari mai mari si cresteri de preturi ; un alt exemplu : evolutiile de la BVB sunt corelate cu cele de pe alte piete intrucat investitorii mari au o abordare globala sau regionala a investitiilor in actiuni, determinand evolutii similare pe mai multe piete.

De cele mai multe ori modelele de evolutie a actiunilor cele mai interesante sunt ascunse si se prezinta numai unui observator atent, ce este dispus sa investeasca mult timp si rabdare pentru a le descoperi. Am vorbit mult despre legatura dintre psihologia colectiva si analiza tehnica si am descoperit ca cele doua sunt legate, insa aceeasi psihologie ne poate si induce in eroare in ceea ce priveste anumite modele si tendinte.

Psihologia colectiva nu ne ajuta sa explicam numai elemente de analiza tehnica. Tendintele majore de evolutie a pietelor si schimbarile semnificative ale acestor tendinte se bazeaza intr-o masura foarte mare si pe elemente concrete : date macroeconomice, rate de rentabilitate si de crestere, fenomene valutare, somaj, inflatie, consum, crestere economica, dobanzi, etc, intrucat toate acestea se traduc in performante individuale ale emitentilor si ale actiunilor lor.

Cum, insa, *performantele anterioare nu reprezinta o garantie a realizarilor viitoare*, rezulta ca elementele concrete prezentate mai sus sunt luate in calcul mai mult in ceea ce priveste estimarile lor viitoare si nu ca valori istorice. Iar estimarile, asa cum am vazut, pot subiective intr-o anumita proportie.

In tranzactiile cu actiuni intotdeauna exista doua parti : un cumparator care mizeaza pe cresterea actiunilor si un vanzator care mizeaza pe scaderea lor. Daca toata lumea ar fi de aceeaasi parere, atunci nu s-ar realiza tranzactii : fie toata lumea ar dori sa cumpere, dar nu ar vinde nimeni, fie toata lumea ar dori sa vanda, dar nu ar

cumpara nimeni. Astfel, intotdeauna tranzactiile se executa in urma intersectarii a doua viziuni contrare.

Cand exista mai multe persoane care estimeaza ca actiunile vor scadea, atunci vor fi mai multi vanzatori si mai putini cumparatori, analizele de pe piata de capital spun ca *sentimentul pietei este negativ* si actiunile scad. Invers, cand sunt mai multi investitori care estimeaza o crestere, exista mai multi cumparatori si actiunile intr-adevar cresc.

Inca o idee pe aceasta tema : de regula investitorii reactioneaza *inaintea* unor fenomene economice, intrucat cea mai mare parte a acestora este anticipata. Din acest motiv spunem ca preturile prezente *includ* evenimente sau elemente viitoare. Miscarile neasteptate de curs se produc datorita diferentei intre valorile inregistrate de anumiti indicatori si valorile anticipate ale acestora, si nu de simpla modificare a acestor indicatori. Spre exemplu : profiturile in crestere ale unui emitent sunt anticipate de piata (datorita raportarilor preliminare si trimestriale ale emitentului, articolelor si studiilor despre piata pe care isi desfasoara activitatea acesta, rapoartelor de analiza, etc), astfel incat acestea nu mai produc miscari in piata la momentul anuntarii lor ; miscarile se produc, eventual, numai daca profiturile anuntate difera semnificativ fata de cele estimate, in plus sau in minus. Mecanismul este valabil si pentru indicatori macroeconomici.

In final, evolutiile secundare pe termen mediu, ascendente sau descendente, reflecta atat informatii, indicatori si fenomene concrete, cat si dezechilibre temporare intre cerere si oferta, adica practic intre viziunile diverselor categorii de investitori ; ma refer la evolutiile secundare intrucat evolutia generala majora a actiunilor pe termen lung si foarte lung este intotdeauna crescatoare (intrucat aceasta se bazeaza pe cresterea economica determinata de progresul tehnic).

Pe langa toate acestea mai exista si tendinte minore, zilnice sau de cateva zile, care includ si doza cea mai mare de fenomene aleatoare. Ideea merita retinuta. Cu cat evolutiile sunt observate la intervale mai rare, cu atat tabloul unei evolutii bursiere este mai clar. Cu cat observatiile sunt mai dese, cu atat intervine mai mult *zgomot de fond* reprezentat de evolutii minore aleatoare.

Aceasta este o problema de perspectiva care ne ajuta sa ne ajustam frecventa observatiilor in functie de strategia proprie de investitie. Daca ne-am propus sa investim pe termen lung, de 3 sau 5 ani, atunci urmarirea in timp real a evolutiei actiunilor la bursa ne va provoca stresuri inutile. Chiar daca performantele vor fi foarte bune in 3 sau 5 ani, scaderile temporare ne vor ingrijora (desigur, nu este bine sa investim in actiuni si sa uitam de ele 3 sau 5 ani ; ceea ce trebuie sa se intample in acest scenariu este o analiza si o ajustare a strategiei cu o frecventa mai

redușă – putem evalua performanțele acțiunilor noastre săptămânal sau lunar, în loc să o facem zilnic sau în timp real, așa cum o facem pentru investiții pe termen mai scurt).

O altă problemă de perspectivă este legată de prețuri : să presupunem că am analizat atent piața și am identificat o speculație care, dacă se confirmă, ne va aduce un câștig de 10% ; suntem destul de siguri că această speculație va fi una reușită. Cu toate acestea, facem următoarea greșală majoră : în loc să cumpărăm direct acțiunile la prețul oferit la vânzare, punem un ordin în piața la cumpărare, la un preț ceva mai mic.

Astfel, încercăm să economisim bani sau ne majorăm câștigul potențial cu un procent minuscul (diferența dintre nivelele de bid și ask poate fi chiar mai mică de 1%), dar cu riscul că piața să înceapă să crească și noi să rămânem cu ordinul de cumpărare în urmă. Desigur, putem persista în greșală majorând prețul ordinului de cumpărare pe măsura creșterii pieței, însă refuzând în continuare să cumpărăm acțiunile oferite la vânzare ; într-un final, vom ajunge în situația în care acțiunea s-a apropiat de câștigul anticipat de 10%, dar noi nu am reușit să o cumpărăm pentru că permanent *am așteptat un preț mai bun*. Aceeași greșală o putem face și la vânzare, când anticipăm o scădere de preț dar nu vindem la prețul cerut la cumpărare, ci introducem un ordin de vânzare mai sus, *asteptând un preț mai bun*.

O altă caracteristică a bursei este că evoluțiile acesteia nu sunt liniare. Cu alte cuvinte, o acțiune nu crește sau scade la burse cu un ritm constant ; mișcări bruște și rapide, de creștere sau scădere, pot urma după perioade mai lungi de evoluții moderate sau chiar de stagnare. Din acest punct de vedere, un investitor inspirat care investește numai în 3-4 momente cheie dintr-un an, totalizând câteva săptămâni, poate obține câștiguri de câteva ori mai mari decât un investitor care a pastrat acțiunile tot anul (desigur, primul investitor își asumă riscul să nu nimerească momentele cheie și să obțină randamente mai mici decât al doilea, ce își asumă riscuri mai mici pastrand acțiunile în portofoliu).

Legat de această idee, este bine ca investitorii să evite o greșală comună : vânzarea unor acțiuni, fie că s-a efectuat în câștig sau în pierdere, nu trebuie să fie urmată imediat de cumpărarea altor acțiuni. Uneori sunt perioade nefavorabile a căror finalizare trebuie așteptată ; alteori este nevoie de timp pentru analiză suplimentară. Multi investitori intra, însă, pe pilot automat : dacă au alocat resurse (bani, timp, determinare) pentru investiția la burse, atunci pare că în mod logic trebuie să aibă permanent acțiuni în portofoliu. Acest lucru este de multe ori greșit, dar depinde și de strategia individuală abordată (un investitor pe termen lung va avea permanent acțiuni în portofoliu, unul pe termen scurt nu) ; de multe ori momentul investiției este mai important decât selecția acțiunilor.

Perioadele agitate, in care preturile nu formeaza o tendinta clara, reprezinta ocazii bune pentru a lua o pauza si a lasa piata sa formeze un trend (desigur, perioadele de scadere sunt ocazii si mai bune de a fi in afara pietei, fara actiuni in portofoliu, asteptand vremuri mai bune).

La modul ideal momentul investitiei trebuie sa coincida cu un nivel de minim al pretului, in timp ce momentul iesirii din investitie corespunde nivelului de pret maxim. Cu alte cuvinte, cumparam jos si vindem sus – regula de baza a unei investitii profitabile.

De multe ori, insa, nivelele de minim si de maxim sunt foarte greu de depistat. Daca ratam identificarea acestor nivele, atunci avem o sansa ceva mai buna sa identificam efectele lor : un nivel de pret minim este urmat de o tendinta crescatoare (daca pretul ar continua sa scada, atunci nivelul nu ar fi minim), in timp ce un nivel de pret maxim este urmat de o tendinta descendenta.

Tendintele sunt mai usor de depistat intrucat avem mai mult timp la dispozitie : nivelul de minim sau de maxim se stabileste intr-o anumita zi pe care o putem rata (intr-un anumit moment, de fapt, daca vrem sa fim foarte rigurosi), in timp ce tendintele pot dura zile, saptamani sau luni, ceea ce ne ofera mai mult timp pentru a reactiona.

Odata depistata o tendinta, este simplu sa beneficiem de pe urma ei : in cazul in care aceasta este crescatoare cumparam. Putem chiar sa actionam mai prudent, si sa nu plasam chiar toti banii de la inceput ; vom reduce riscurile daca vom cumpara actiuni in mod esalonat pe o tendinta de crestere, pe masura ce continuarea acesteia reprezinta o confirmare din ce in ce mai puternica a sa. Invers, pe o tendinta de scadere vindem.

Atentie, insa, este foarte usor sa incurcam tendintele si abordarile, accidental sau voit ca urmare a unei asa-numite *strategii de reducere a mediei*. Astfel, exista investitori care *cumpara* actiuni in mod esalonat pe o tendinta de scadere. O asemenea abordare se justifica numai pentru investitorii pe termen lung (care vor pastra mult timp actiuni in portofoliu si care beneficiaza de pe urma cumpararilor la preturi din ce in ce mai mici) ; pentru investitorii pe termen scurt, insa, o asemenea abordare se poate dovedi gresita : daca o speculatie nu a reusit, multiplicarea pierderilor prin cumparari aditionale pe scadere se poate dovedi o idee neinspirata.

Invers, vanzarea actiunilor pe crestere se poate dovedi la fel de gresita, intrucat limiteaza castigurile. Am vorbit in acest document de stabilirea unor praguri maxime de pierdere, dar nu am spus nimic de stabilirea unor praguri maxime de castig ;

asemenea praguri nu se justifica – pentru un investitor pe termen scurt pastrarea unei actiuni se justifica pana in momentul in care tendinta sa de crestere se incheie ; vanzarea mai devreme, legata de un prag procentual de castig "*multumitor*" limiteaza in mod inutil castigul.

Cu aceste idei materialul de psihologie investitionala se incheie. Sper ca macar o parte din ideile, exemplele si sugestiile prezentate vor fi considerate utile si vor ajuta la crestere performantelor investitiilor la bursa.

Razvan Pasol