

Ce ar trebui sa invatam din criza financiara

2008 a fost un an greu pentru investitorii la bursa. Scaderea indicelui BET in 2008, de 71% si cea a indicelui BET-FI, de 84%, sunt nu numai cele mai mari variatii negative din istoria celor doi indici, dar si scaderi de neimaginat cu mai putin de un an in urma.

Despre ce s-a intamplat si cauzele aferente s-a scris, in mod inevitabil, destul de mult. Astazi, insa, aproape de finalul unuia dintre cei mai grei ani ai pietei de capital romanesti, tema este alta: vreau sa vedem ce putem invata, ca investitori la bursa, din aceste scaderi si din aceasta criza.

Tema mi se pare esentiala, pentru ca pe piata lucrurile evolueaza rapid, iar lectiile invatate se uita repede. Candva, in a doua jumatate a anului viitor, poate chiar mai devreme sau poate si mai tarziu, criza se va apropia de sfarsit si va incepe sa fie uitata.

Entuziasmul care, fara indoiala, va reveni pe piata ne va face sa privim din nou lucrurile doar pe termen scurt si intr-o lumina favorabila, ne va face sa uitam criza si sa o catalogam ca pe o anomalie irepetabila. O asemenea abordare se va dovedi o mare greseala.

Cei mai multi investitori au avut pierderi in 2008: majoritatea au pierdut sume de bani pe masura ce portofoliile au scazut in valoare (mai mult pentru cei care nu au inteles desfasurarea si amploarea crizei, mai putin pentru cei care au analizat in mod obiectiv situatia). Prin urmare, ar fi pacat ca aceste pierderi, mai degraba mai mari decat mai mici, sa nu ne invete lucruri care sa ne ajute pe viitor.

Dar ce anume ar trebui retinut? Oare ar trebui sa invatam ca oricand poate interveni o noua criza a creditelor ipotecare care poate produce scaderi mari la bursa? Raspunsul este negativ, aceasta reprezentand doar o particularizare inutila – nu va mai urma prea curand o criza a creditelor ipotecare, tot asa cum nu a mai urmat o criza a companiilor *dot-com* dupa cea din 2000, sau o criza similara celei provocate de Enron sau alte companii cu practici dubioase de administrare, audit sau pastrare a evidentelor contabile.

Oare ar trebui sa invatam ca exista o conspiratie mondiala sau locala a bancherilor, finantistilor si guvernelor care manevreaza pietele financiare avand in minte obiective ascunse publicului larg? Din nou, raspunsul este negativ. Aceasta este o explicatie comoda si simplista, dar situata foarte departe de realitate. Atunci cand se evaporau trilioane de dolari din valoarea activelor de toate felurile, chiar nu castiga nimeni, desi multe carti, filme sau emisiuni realizate de amatori incearca sa ne convinga de contrariu.

Putem continua mult timp in acest mod, cautand lectii punctuale, insa eu cred ca cel mai important lucru pe care trebuie sa il retinem din criza nu este vreun element particular, ci unul mult mai general si mai greu de cuprins in analize: faptul ca mecanismele bursiere care duc la formarea si evolutia preturilor sunt extrem de complexe. Cine nu tine cont de acest lucru, simplificand excesiv lucrurile printr-un model sau printr-o teorie, va avea de pierdut.

Afirmând ca mecanismele bursiere sunt complexe nu dezvăluie vreun secret fabulos care ne va ajuta să ne pensionăm rapid investind la bursă. De altfel, acesta este și motivul pentru care toată lumea *nu* se pensionează rapid investind la bursă și sute de milioane de oameni își pastrează, încă, locurile de muncă: dacă ar fi existat o singură strategie de investiție, metoda, modalitate de analiză sau informație care să garanteze succesul pe piața de capital, atunci în mod cert cea mai mare parte din omenire ar abandona munca plătită (și sistemul economic s-ar prăbuși oricum, dar aceasta este o altă discuție).

Prin urmare, mecanismele bursiere sunt extrem de complexe, iar o dovadă clară și dureroasă a acestui fapt este chiar prezenta crizei. Însa cum ne ajută în mod practic constatarea complexității fenomenelor bursiere (care sună ca un clișeu dintr-un manual prafuit de economie)?

Greșeala cea mai mare pe care o fac investitorii la bursă este că se blochează într-o anumită strategie, modalitate de gândire sau tehnică de analiză și pierd din vedere contextul general. Vreți o dovadă a acestei afirmații? Cu cât ați pierdut mai mulți bani anul acesta, cu atât strategia Dumneavoastră a fost mai greșită – din păcate, nu există un mod mai elegant pentru a spune acest lucru (o excepție notabilă la această afirmație: dacă sunteți investitor pe termen lung, care se măsoară în intervale de la 2-3 ani în sus, atunci strategia nu a fost greșită, însa mulți investitori din România au un orizont al investiției mult mai scurt).

Care a fost mecanismul greșelii? cea mai mare parte a investitorilor s-a bazat pe un element punctual în deciziile de investiție anul acesta, și a greșit. Să prezentăm câteva exemple de asemenea elemente punctuale, împreună cu consecințele lor:

1. Analiza fundamentală: investitorii care au urmărit în decursul anului 2008 cum indicii de evaluare P/E și P/B scad accelerat în timp ce rezultatele financiare ale emitentilor rămân bune sau chiar cresc, s-au bucurat. Aceștia au cumpărat sau au păstrat acțiunile în portofolii așteptând o revenire a indicilor la valori “normale”, revenire ce nu a avut loc. Acțiunile s-au ieftinit în continuare, cu toate rezultatele bune ale emitentilor.
2. Analiza tehnică: au greșit și investitorii care și-au irosit resursele identificând praguri de rezistență succesive și nenumărate momente de “intrare” semnalate de diverși indicatori tehnici, diverse valori, minime relative, reveniri și alte chestiuni similare.
3. Au greșit și investitorii care s-au bazat pe părerea brokerilor, analiștilor sau jurnaliștilor care au recomandat cumpărări. Reecomandarile greșite ale acestora i-au costat scump pe investitori. Foarte puțini brokeri și analiști au recomandat vânzări sau prudență în 2008.
4. Strategie de investiții: o strategie favorită de investiții este cea de *reducere a mediei* – cumpărări succesive la prețuri din ce în ce mai mici pentru reducerea

pretului mediu. Sunt unele situatii in care o asemenea abordare face sens, dar de cele mai multe ori, pentru profilul investitorului roman, strategia este daunatoare intrucat nu face altceva decat sa inlocuiasca o pierdere mai redusa cu una mai mare, datorata cumpararilor aditionale pe scadere.

5. Macroeconomie si focus local: investitorii care nu au luat in calcul ceea ce se intampla in economiile si pe pietele de capital externe, au avut de ce sa regrete aceasta scapare. In anul 2008 Romania, cu tot cu piata ei de capital, este conectata la economiile si pietele de capital globale, fie ca ne place acest lucru, fie ca nu. Chiar daca economia Romaniei a functionat la parametri excelenti in 2008 (lucru pe care sa se schimbe si el), aceasta nu inseamna ca bursa nu a inregistrat unul din cei mai slabi ani din istoria sa.
6. Statistica: un alt motiv popular pentru care investitorii nu au vandut la timp sau au cumparat neinspirat a fost cel care spune ca *actiunile au scazut prea mult pentru a putea scade in continuare*. Asemenea calcule si comparatii simple ne sunt la indemana, insa sunt profund daunatoare. Desigur, daca ne impiedicam de o oportunitate in care, in vremuri normale, gasim o masina, o casa sau un calculator bun al caror pret scade deodata cu 50% fara motiv, vom cumpara. Insa in cazul activelor financiare, o scadere de 50% poate sa continue pana ajunge 70, 80 sau 90% fara probleme. In plus, nu traim vremuri normale. O alta posibilitate de a aplica statistica in mod simplist este cea care spune ca *actiunile nu mai pot scadea pentru ca nu au mai ramas vanzatori*. Gresit, din nou: actiunile deja vandute nu au disparut, ci au fost cumparate de alti investitori care vor vinde la randul lor. Vanzatori exista intotdeauna.
7. Intuitia: fara a cadea in ezoteric, putem accepta ca intuitia are loc in domeniul investitiilor. Insa, pentru a fi rigurosi, trebuie sa definim ce inseamna aceasta. Dupa mine, intuitia este un mecanism de aplicare mai putin constienta a unor informatii deja existente. Atentie, insa: daca informatiile existente arata in directia gresita, si intuitia va arata in aceeasi directie. Nu va bazati pe intuitie, sau macar folositi si analiza alaturi de aceasta.
8. Psihologia investitionala: stim ca speranta moare ultima, insa in domeniul investitiilor nu este suficient sa speri ca actiunile vor creste pentru ca acest lucru sa se si intample. Cu toate acestea, speranta a reprezentat un motiv de a ramane cu actiuni in portofoliu, desi pretul lor scazuse cu zeci de procente. Psihologia gresit aplicata i-a facut pe unii investitori sa creada, in mod eronat, ca si alti investitori vor incepe sa cumpere datorita scaderilor de pret si/sau ca alti investitori nu vor vinde la asemenea preturi mici.

Va recunoasteti in situatiile de mai sus? Oare ati gresit folosind analiza tehnica sau fundamentala, parerile brokerilor si analistilor, statistica, intuitia, macroeconomia si psihologia investitionala? Oare ma contrazic acum dupa ce am accentuat in nenumarate randuri importanta analizei riguroase?

Raspunsul este ca ati gresit in masura in care v-ati bazat numai pe anumite segmente ale elementelor de mai sus, dar ati pierdut din vedere contextul lor complet. Haideti sa analizam aceleasi criterii de mai sus din alte unghiuri:

1. Da, indicii de evaluare pe care se bazeaza analiza fundamentala au scazut mult, insa in perioade de criza valorile acestor indici nu mai sunt comparabile cu cele din perioadele de crestere. Da, rezultatele financiare raman bune, dar perceptia investitorilor asupra acestor rezultate a devenit negativa si prin urmare preturile scad. Nu aplicati analiza fundamentala in mod simplist.
2. Este usor sa ne pierdem in detalii si in abordari pe termen scurt in ceea ce priveste analiza tehnica, insa au fost si indicatori care au aratat scaderi. Unul dintre acestia este si cel mai simplu posibil: linia de tendinta a preturilor pe termen mediu. Atunci cand in ianuarie 2008, de exemplu, constatam ca actiunile scad deja de sase luni, este clar ca e ceva in neregula si ca ar trebui sa fim foarte prudenti. Daca ajungem in iulie 2008 si vedem scaderi de peste un an, atunci trebuie sa vindem fara sa privim in urma, indiferent ce spun diversi indicatori mai sofisticati.
3. Cei mai multi brokeri si analisti au gresit recomandand cumparari in 2008, dar au existat si voci contrare in randul lor. Cine le-a ascultat?
4. Atunci cand riscurile pe piata cresc, trebuie sa se schimbe si strategiile de investitii. Strategia de reducere a mediei este buna intr-o conjunctura cu riscuri mici. Atunci cand riscurile cresc, asa cum s-a intamplat anul acesta, trebuie sa abordam strategii specifice, ca de exemplu folosirea obligatorie a ordinelor *stop loss*.
5. Informatiile macroeconomice si financiare locale (din Romania) trebuie luate in calcul, insa acestea au o importanta secundara pentru evolutia BVB. Pe primul loc se afla, in mod oarecum paradoxal pentru neinitiati, stirile economice si financiare din tari precum America, Germania sau Japonia. Cine nu este atent la corelatii si globalizare, greseste.
6. Statistica si comparatiile pot fi folosite si pentru scopuri mai nobile decat cel care spune ca *actiunile nu mai pot scadea pentru ca au scazut prea mult*. Cati investitori au scos de la naftalina evolutiile preturilor si graficele actiunilor din perioada 1997-1999? Acestea ar fi oferit lectii extrem de valoroase.
7. Intuitia a adus multi bani la bursa, dar a si pierdut multi bani (poate chiar mai multi). Sunteti siguri ca va puteti baza (numai) pe ea?
8. Psihologia investitionala corect aplicata ar fi trebuit sa arate ca perceptiile investitorilor s-au inrautatit si ca reperatele de analiza folosite in trecut nu mai sunt valabile deocamdata. Nu folositi psihologia investitionala crezand ca alti investitori vor proceda la fel ca Dumneavoastra sau, mai rau, ca alti investitori vor proceda numai cum credeti Dumneavoastra.

Investitorii care ar fi luat in calcul elementele de mai sus, ar fi vandut o parte sau toate actiunile si ar fi fost mult mai relaxati (si ar fi avut mai multi bani in portofoliu).

O buna parte din concluziile acestui articol se rezuma la urmatorul sfat simplu: puneti-va permanent intrebarea *ce se intampla daca gresesc?*

Increderea nemarginita in strategiile proprii este o greseala pe piata de capital. Fenomenul bursier este atat de complex, incat riscul ca anumite elemente, idei, informatii si indicatori sa fie neglijati este mare si permanent. Prin urmare, intrebati-va mereu ce se intampla daca gresiti si daca aveti o strategie eronata, fie ca aceasta se bazeaza pe analiza tehnica, analiza fundamentala, parerea brokerului propriu, intuitie, analiza statistica, macroeconomie sau psihologie investitionala.

O asemenea intrebare va va forta sa sapati mai adanc, sa luati mai multe elemente in calcul, sa incercati permanent abordari si indicatori noi, sa ascultati pareri noi si sa cercetati cat mai multe posibilitati si scenarii. Scopul unei asemenea cautari nu este sa va contraziceti si schimbati permanent strategia existenta, ci sa o confirmati si mai bine in unele cazuri, sa o rafinati si adaptati in altele, si chiar sa o intoarcati la 180 de grade in unele situatii particulare.

Desigur, nu ne place sa ne intrebam ce se intampla daca gresim pentru ca nu ne place sa gresim. Satisfactia emotionala vine din descoperirea unor abordari castigatoare (fie ca se refera la bursa, fie ca se refera la alte aspecte din viata), care sa ne diferentieze de cei din jur, care sa ne faca sa fim apreciati si prin aceasta, sa fim satisfacuti de abilitatile proprii. Insa, daca judecam la rece, oare ce este de preferat: convingerea gresita ca suntem pe drumul cel bun si pierderi dezastruoase in portofolii sau admiterea faptului ca am gresit, pierderi mai mici si bani mai multi?

Atunci cand estimarile Dumneavoastra nu devin realitate, iar piata evolueaza in sens contrar asteptarilor, exista numai doua variante: fie gresiti Dumneavoastra, fie greseste piata. Permeteti-mi sa ma indoiesc de a doua varianta. Piata nu greseste niciodata, iar acest lucru nu se intampla pentru ca nu ar da dovada niciodata de irrationalitate, ci pentru ca piata nu poate gresi, intrucat evolutia ei este una singura, bazata pe nenumaratele elemente care ii influenteaza cursul. Prin urmare, singurul care poate gresi este investitorul.

Admiterea greselii nu este simpla din punct de vedere psihologic. Insa eu sunt pregatit oricand sa admit o greseala si sa imi reanalizez strategia, daca aceasta imi maximizeaza randamentul investitiei.

Ce invatam din criza financiara?

- in primul rand, faptul ca fenomenele bursiere sunt intotdeauna mai complexe decat realizam si ca niciodata nu vom reusi sa studiem, intelegem si analizam toate elementele care stau la baza acestor fenomene;

- in consecinta, pentru a cuprinde o masura cat mai semnificativa din aceste fenomene, trebuie sa fim permanent deschisi, sa studiem cat mai multe metode, indicatori, sisteme si pareri, fara a ne bloca intr-o singura modalitate de studiu si analiza;
- chiar si asa, cu o abordare echilibrata si diversa a analizei, trebuie sa ne intrebam intotdeauna ce se intampla daca gresim. Am luat in calcul toate elementele importante sau ne-a scapat ceva major? Ne-am gandit si la corelatiile cu pietele externe, nivelul multiplilor in perioade similare, perspectiva rezultatelor financiare, tendinta generala pe grafic, istoricul mai vechi, nu doar cel recent, parerile care nu coincid cu opinia generala si multe alte lucruri similare?
- Avem un plan de rezerva pentru situatia in care piata evolueaza in directia contrara asteptarilor? Suntem pregatiti sa acceptam oricand ca am gresit pentru ca ne-a scapat ceva si ca trebuie sa ne revizuim fundamental strategia, cumparam cand credeam ca trebuie sa vindem sau vanzand cand credeam ca trebuie sa cumparam?

Toate acestea sunt lucruri care fac sens, dar nu sunt deloc simple. Anul viitor (sau, poate, in 2010 sau mai tarziu) vom vedea istoria repetandu-se, dar in oglinda: multi investitori care au fost convinsi ca in anul 2008 actiunile *isi vor reveni* si nu au vandut la timp, vor rata si momentul de cumparare atunci cand acesta va veni, fiind convinsi ca actiunile *nu isi vor mai reveni*. De ce? Pentru ca nu vor fi deschisi, se vor bloca intr-o singura directie (de scadere), vor asculta opinia dominanta la acel moment si nu vor lua in calcul toate elementele disponibile.

Din pacate, vestile proaste nu se opresc aici. Lucrurile sunt chiar si mai complicate. Nu numai ca trebuie sa luam in calcul nenumarate elemente mai mult sau mai putin concrete, inasa trebuie sa luam in calcul si sa fim pregatiti si pentru elemente pe care nu le putem estima.

Psihologia investitorilor este unul din aceste elemente. Desi cu totii pretindem ca ne pricepem la psihologie, totusi de multe ori ne este greu sa intelegem rationamentele si actiunile unor persoane pe care le cunoastem de ani de zile. Prin urmare, resorturile psihologice ale masei investitorilor nu vor fi niciodata complet previzibile si vor produce surprize permanente (unele negative, iar altele pozitive).

Un alt element care nu poate fi estimat este influenta aleatorului in evolutiile bursiere. Da, exista multe elemente si evolutii aleatoare. *De ce au scazut actiunile X cu 0,5% astazi, ce s-a intamplat?* se intreaba uneori un jurnalist sau un investitor incepator. Se poate intampla sa avem un raspuns, sau se poate intampla ca, in situatia data, sa nu avem unul: pur si simplu unele evolutii sunt aleatoare, adica nu pot fi explicate punctual intrucat se bazeaza pe un complex de factori.

Cum integram asemenea elemente in analiza noastra? Nu incercand sa le estimam, ci fiind constienti de efectele lor, respectiv de cresterea riscului pe care asemenea elemente il induc.

In fine, pe langa toate aceste lucruri cu care trebuie sa ne batem capul, unele mai concrete iar altele aleatoare sau mai greu de estimat, mai exista elemente majore care nici macar nu pot fi anticipate, nu numai ca nu pot fi estimate.

Daca cineva ar fi declarat la sfarsitul anului 2006 ca va veni in scurt timp o criza a creditelor ipotecare in SUA care va duce la scaderea actiunilor BVB cu 70-90%, probabil ar fi fost privit cu ingaduinta alocata celor a caror minte nu mai functioneaza in parametri normali. Situatiile cu creditele ipotecare si influenta crizei asupra BVB nu puteau fi prevazute la adevarata lor anvergura de nimeni.

Exista si elemente pozitive majore care nu pot fi anticipate. Daca in 1999, dupa aproape trei ani de scaderi la bursa si volume microscopice, cineva ar fi declarat ca actiunile BVB vor creste de peste 10 ori (cum s-a si intamplat, de altfel), din nou, ar fi fost privit cu neincredere. Prin urmare, se intampla din cand in cand lucruri pe care nu le anticipam.

Iata inca unul: acest articol a iesit mult mai lung decat am anticipat. Va multumesc pentru rabdare, daca ati ajuns pana aici, si inchei cu doua paragrafe de concluzii generale.

Nu putem anticipa toate evolutiile si fenomenele la bursa, insa ne putem pregati pentru ele, chiar daca nu le cunoastem. Scaderea actiunilor cu 80% in 2008 era greu de anticipat. Insa un simplu ordin stop loss si o strategie ulterioara prudenta, de asteptare, bazate pe faptul ca am studiat mai mult decat altii, nu ne-am luat dupa opinia generala si ne-am pregatit pentru faptul ca piata ne poate surprinde in moduri ce depasesc orice asteptari, ar fi transformat pierderea de 80% intr-una de 10-15%. Prin urmare, trebuie sa luam in calcul tot ceea ce putem lua in calcul, iar la aceasta sa adaugam si ceea ce nu putem lua in calcul. Suna banal, dar aceasta este realitatea. Chiar si asa, trebuie sa fim pregatiti pentru orice scenariu, inclusiv pentru situatia in care gresim fundamental.

Astazi, cresterea actiunilor este greu de imaginat, insa din punct de vedere psihologic trebuie deja sa incepem sa ne pregatim pentru ea. Dupa scaderile majore de anul acesta, la un moment dat, nu stim cand, va veni o perioada de cresteri mari. Trebuie sa fim pregatiti si atunci vom transforma criza in oportunitate (ca sa folosesc inca un cliseu la moda), pentru ca nu ne vom mai intalni cu aceste preturi mici de cumparare prea curand (atentie, va rog; prin aceasta nu spun ca trebuie sa cumparam luna viitoare, ci ca trebuie sa fim pregatiti sa cumparam oricand va veni momentul oportun – pe aceasta tema vom mai vorbi anul viitor).

Acestea sunt lucrurile pe care trebuie sa le invatam din criza financiara. Restul sunt detalii.

Razvan Pasol
www.kmarket.ro, decembrie 2008