

SEMNALUL DE 3%

JASON KELLY este autorul cărții *The Neatest Little Guide to Stock Market Investing* (Cel mai meticulos ghid al investițiilor la bursa de valori), un bestseller care a trecut testul timpului. În fiecare duminică dimineață el trimite prin e-mail *The Kelly Letter* (Scrisoarea lui Kelly), furnizând ceea ce mulți înscriși consideră a fi cea mai bună lectură a săptămânii. Din moment ce și-a realizat visul de a putea trăi și lucra oriunde în lume, Jason s-a mutat în Japonia în 2002 și lucrează din biroul său din zona rurală la circa două ore de Tokyo.

După cutremurul și tsunamiul din martie 2011, el a înființat *Socks for Japan*, o organizație de voluntari care a distribuit supraviețuitorilor 160 000 de pachete primite din toată lumea. Peste 70% din donații au venit din Statele Unite. În momentul acela de criză, vederea etichetelor de expeditori ale bisericilor, trupelor de cercetașe Brownie*, cafenelelor de cartier, departamentelor de iluminat și energie electrică din orașele mici, clasei a patra a doamnei Wilson și ale altor bastioane ale culturii americane, l-a umplut de mândrie pentru țara sa.

Își ocupă timpul scriind cărți și *The Kelly Letter* și explorând Japonia. Împreună cu sora și partenera sa de afaceri, Emily, este coproprietar al Cafenelei Red Frog din Longmont, Colorado. Vizitează-i website-ul la jasonkelly.com.

* Trupele Brownie fac parte din Girl Scout, cea mai mare organizație de fete-cercetași din SUA cu 2,7 milioane de membri (1,9 milioane fete și 800.000 de adulți), fondată în anul 1912 de Juliette Gordon Low. (n.red.)

Jason Kelly

SEMNALUL

DE 3%



**TEHNICA DE INVESTIȚII
CARE ÎȚI VA SCHIMBA VIAȚA**

Traducere din limba engleză:
Romică Lixandru

ACT și Politon

2018

*Mamei mele,
în numele căreia am studiat prima dată
acțiunile de pe bursă.*

CUPRINS

<i>Prefață la ediția în limba română</i>	9
<i>Mulțumiri</i>	13
<i>O notă despre calculele de performanță</i>	15
<i>Introducere: Frământările financiare</i>	17
Capitolul unu: De ce suntem derutați de piețe	21
Mediul cu validitate zero	25
Prognoza datului cu banul	36
Dovezi ale neputinței	46
Îl chemăm pe Peter cel Perfect	50
Ce gândim noi <i>versus</i> ce este real	56
Rezumatul executiv al acestui capitol	57
Capitolul doi: Valorificarea fluctuației	59
Semnalul de 3%	60
Volatilitatea este oportunitate	63
Retragerea spre indici	66
Cum să depășești pragul de predicție 50/50	67
Reechilibrarea reactivă	70
Rezumatul executiv al acestui capitol	75
Capitolul trei: Stabilirea unui obiectiv de performanță	77
Ce înseamnă o performanță bună?	77
Calibrarea fluctuațiilor pe fundalul obiectivului nostru	82
Rezumatul executiv al acestui capitol	103
Capitolul patru: Ce investiții să utilizezi	105
Pentru creștere, mergi pe companiile mici	105
Pentru siguranță, mergi pe obligațiuni	109
Avantajul performanței	112
Îvingerea acțiunilor păstrate eroic	119
Înfrângerea metodei costului mediu unitar	129
Ai pierdut 30%, menține-te pe poziții	137
Variațiuni ale planului	144
Rezumatul executiv al acestui capitol	158

Capitolul cinci: Gestionarea banilor în plan	161
Începe cu un sold mare în numerar	162
Fondul tău propriu-zis de obligațiuni	164
Păstrează un cont „pentru cumpărare de minime”	176
Ajustarea fondului de obligațiuni pe măsură ce îmbătrânești	181
Unirea forțelor	184
Rezumatul executiv al acestui capitol	186
Capitolul șase: Planul în acțiune	189
Procedura trimestrială	190
Cheltuielile mici sunt un lucru important	195
Considerații despre impozite	198
Conturile individuale de pensie	201
Conturile tipice de brokeraj	203
Conturile de pensie de la angajator	216
Planul lucrează unde lucrezi tu	245
Rezumatul executiv al acestui capitol	246
Capitolul șapte: Viața planului	249
Aranjamentul	250
Anul 1	263
Anul 2	271
Anii 3-7	277
Anii 8-9	293
Anii 10-13	306
Analiză	324
Rezumatul executiv al acestui capitol	334
Capitolul opt: Spor la semnal	337
<i>Anexa 1: Planul lui Mark</i>	339
<i>Anexa 2: Instrumente</i>	345
<i>Anexa 3: Drepturi și permisiuni</i>	347
<i>Anexa 4: The Kelly Letter</i>	349

Prefață la ediția în limba română

Una dintre cele mai mari revelații pe care le-am avut ca investitor a fost legată de faptul că „jocul la bursă” este, în proporție foarte mare, un ghem de emoții amestecate cu informații de-a valma extrase din bilanțuri sau analize tehnice sofisticate. În fond, atunci când tranzacționezi ca investitor individual sau manager de fonduri cu milioane de euro în administrare, cel care încearcă să fie cât mai rațional este tot omul. Ești tu, în sincron cu sute, mii sau milioane de alți oameni care, la fel ca și tine, încearcă din răspuțeri să anticipeze mișcarea următoare a pieței și să câștige.

Apoi, dincolo de emoții, de dorința de a da marea lovitură, este disciplina, rigoarea rece și calculată de a urma un plan care să te ducă spre obiectivele tale, să nu-ți dea răgazul necesar pentru ca emoția să-ți blocheze creierul sau să te facă să te îndoiești de validitatea deciziilor.

Cartea de față este un antidot emoțional, un plan matematic riguros și dovedit în piață pentru atingerea obiectivelor financiare personale. Chiar și sumele mari de bani cu care te poți întâlni prin vânzarea unor active imobiliare sau a unei afaceri ar trebui investiți treptat. Iar asta pentru că investiția este un comportament, nu un eveniment.

Te invit să facem o scurtă incursiune în aspectele principale ale cărții lui Jason și să extragi informațiile cu adevărat relevante pentru situația și starea ta financiară actuală.

După o scurtă analiză a comportamentului investitorilor, foarte solid argumentată cu studii și consolidată cu cercetări științifice aprofundate făcute de celebri laureați ai premiului Nobel, concluzia unanimă este că pe bursă acționăm într-un **mediu cu validitate zero** și nimeni nu poate face doar mișcări pozitive, câștigătoare.

Comparativ cu metodele tradiționale de investiții, cum ar fi metoda costului mediu unitar, metoda semnalului de 3% îți dă posibilitatea să simți că îți controlezi investițiile. Îți asigură întotdeauna semnale clare privind cumpărarea sau vânzarea și cantitatea pe care trebuie să o achiziționezi. Singurul concurent real ca tehnică de investiție pentru planul semnalului de 3% rămâne, totuși, costul mediu unitar.

Metoda este folositoare și pentru cei care sunt adepții sistemului „cumpără și păstrează”. Avantajul semnalului de 3% este că te ferește de emoțiile neplăcute provocate de scăderea pieței și contracarează frica de a pierde atunci când reintri pe piață.

Ca tehnică de lucru, metoda pornește de la un portofoliu de 80/20 acțiuni cu obligațiuni care va fi echilibrat periodic în momentele oportune semnalizate de plan. La fel ca majoritatea metodelor de investiții pe termen lung, și aceasta presupune alimentarea contului de investiții cu un procent de circa 9% din venitul tău net.

Fiind mai degrabă un manual de investiții decât o carte de beletristică cu elemente motivaționale, cartea trebuie parcursă având la îndemână caiet, creion și calculator. Are însă suficiente elemente prin care te poți asigura că ai înțeles exact modul în care metoda 3Sig* funcționează și produce randamente scontate în timp. Îți recomand de asemenea să descarci de pe site-ul lui Jason (www.jasonkelly.com) instrumentele de lucru în format Excel și PDF, necesare administrării investițiilor tale.

Un alt aspect demn de reținut de la Jason este contul pentru cumpărarea de minime. Acesta trebuie să aibă o valoare aproximativ egală cu valoarea obligațiunilor din portofoliul tău și va crește în timp proporțional cu acestea.

Un avertisment demn de menționat în ce privește modalitatea de investiție reprezentată de 3Sig este faptul că, în cazul americanilor, dacă aceste mutări sunt făcute într-un cont de pensii, profiturile anuale realizate vor fi scutite de impozit, ceea ce deocamdată nu este funcțional în România. Cu toate acestea se pare că 3Sig funcționează foarte bine și în conturile normale de tranzacționare.

* Prescurtare pentru metoda semnalului de 3%. (n.red.)

În loc de concluzie, metoda 3Sig pare a fi o bună strategie de tranzacționare pentru toți cei care nu au foarte mult timp de pierdut cu analize tehnice sofisticate, dar își doresc să aibă în portofoliul lor acțiuni și obligațiuni pentru a beneficia de avantajele acestor clase de active.

Atunci când vă propuneți să aprofundați metoda 3Sig vă recomand să vă înarmați cu răbdare și cu instrumente de scris și calculat, pentru că această carte nu este o poveste despre investiții. Este un curs despre o modalitate practică de a investi într-o piață foarte volatilă cu riscuri asociate pe măsura potențialului de câștig.

Spor la bani și decizii inspirate!

Eusebiu Burcaș

– antrenor de bunăstare

MULȚUMIRI

Sunt înconjurat de oameni fabuloși.

Nu-mi pot imagina viața fără Doris Michaels, singura agentă pe care am avut-o vreodată. Am fost unul dintre primii ei clienți și voi fi unul dintre ultimii. Este o bucurie să lucrăm în continuare împreună după toți acești ani și să-i văd pe ea și pe inegalabilul ei soț Charlie în fiecare călătorie la New York.

Editorul meu de la Plume, Kate Napolitano, a lucrat cu mine la *The Neatest Little Guide to Stock Market Investing*. La un prânz dintr-o zi de decembrie, chiar înainte să apară cea de a cincea ediție, ea mi-a ascultat discursul pasionat despre o nouă manieră revoluționară prin care lumea să investească utilizând doar două fonduri de indici și ceea ce eu numesc semnalul de 3%... și iată că am ajuns aici. Ea a fost prezentă când am început și m-a însoțit la fiecare pas de-a lungul drumului.

Numeroși cercetători au contribuit la ansamblul lucrărilor care m-au ajutat să creez planul, dar în acest spațiu limitat voi menționa doar trei dintre ei. Psihologul comportamental Daniel Kahneman mi-a arătat de ce succesul la bursa de valori îi ocolește pe investitori și de ce rentează să respecti o formulă. În ceea ce privește formula, îi sunt îndatorat lui Michael Edleson pentru conceptul de reechilibrare spre un obiectiv fix de performanță, concept care face o medie a valorii. John Bogle de la Vanguard a fost un campion neobosit al investițiilor în fonduri de indici pe parcursul ultimelor patru decenii, iar fondurile cu costuri scăzute de genul acesta sunt tot ce trebuie pentru semnalul de 3%. Vă mulțumesc, domnilor. Îmi doresc să fi fost mai mulți oameni ca voi pe Wall Street.

Îi mulțumesc în special lui Roger Crandell, pe care l-am cunoscut prima dată când s-a abonat la *The Kelly Letter* dar care mai

târziu a devenit prietenul și colaboratorul meu în cercetare. Codarea lui excelentă ne-a oferit multe dintre rezultatele planului istoric prezentate în această carte și software-ul său a verificat încă o dată rezultatele din foile mele de calcul. Ai fi uimit de volumul de prelucrare de date necesar pentru a prezenta lucruri care par a fi concluzii simple. Roger mi-a ușurat această sarcină.

La final, mulțumesc Fidelity, Investment Company Institute, Morningstar, Standard & Poor's, TD Ameritrade, Vanguard și Yahoo! Finance pentru informațiile pe care mi le-au pus la dispoziție.

O NOTĂ DESPRE CALCULELE DE PERFORMANȚĂ

Prețurile istorice ale acțiunilor și fondurilor se schimbă în timp datorită divizărilor și a dividendelor. Această carte prezintă valori ajustate până în toamna anului 2013. Dacă verifici prețurile istorice ale investițiilor pe care le vezi în această carte, multe se vor fi schimbat. Poți sta liniștit, pentru că asta nu afectează performanța istorică. Ceva ce a crescut cu 20% în 2005, a crescut indiferent dacă vom calcula utilizând prețurile din 2005, din 2013 sau dintr-un an viitor. În calculele de performanță care nu apar în text, am utilizat prețuri neajustate pentru plata dividendelor pentru a reflecta mai bine schimbarea din situațiile contabile de care au avut parte investitorii la momentul acela. Din acest motiv, câteva dintre prețurile discutate în capitolul 7 – „Viața Planului” – sunt diferite față de cele prezentate în tabelele cu prețuri ajustate din alte părți ale cărții.

Perioada principală de timp din această carte este a celor 50 de trimestre calendaristice de la începutul lui 2001 și până la jumătatea lui 2013. La începutul perioadei, prețurile de închidere din decembrie 2000 sunt utilizate pentru achizițiile inițiale. Asta îi zăpăcește uneori pe oameni pentru că se întreabă dacă perioada de timp include anul 2000. Nu, ci doar utilizează prețurile de închidere din decembrie 2000 ca punct de plecare pentru o privire degajată la perioada dintre primul trimestru al lui 2001 și finalul celui de-al doilea trimestru al lui 2013, un cadru temporal de 50 de trimestre sau de 12,5 ani.

În cele din urmă, planul semnalului de 3% produce recomandări de tranzacționare pentru a cumpăra și a vinde două fonduri în același timp. În viața reală, tranzacțiile nu se vor produce exact în același timp dar pot să fie destul de apropiate datorită execuției

rapide a ordinelor din zilele noastre. Am calculat performanțele din trecut cu toate tranzacțiile utilizând prețurile de închidere ale perioadei de timp în discuție. Chiar dacă performanțele din lumea reală vor varia din cauza prețurilor ușor diferite ale executării ordinelor, nu ar trebui să varieze cu mult. Ține-te de plan și, în principiu, va face pentru tine ceea ce este expus aici.

INTRODUCERE

Frământările financiare

Într-o zi cu multă vreme în urmă, am găsit-o pe mama stând derutată în spatele unui teanc de idei despre bursă. A împins unul dintre rapoarte spre mine și a zis: „Nu înțeleg dacă e laie sau bălaie. Tu ce crezi?” Laie sau bălaie. Mai târziu aveam să descopăr că era un mod adecvat de a exprima problema, pentru că recomandările bursiere sunt deseori greșite. Mama nu putea să înțeleagă ideile din fața ei – și nici autorii lor nu puteau. Ei mergeau pur și simplu pe ghicite.

Am pornit la drum într-un demers de cercetare de două decenii căutând o modalitate mai bună prin care oamenii obișnuiți să se poată conecta la potențialul de profit al bursei de valori. Am vrut să-i eliberez de recomandările pe care nu te poți bizui ale experților în acțiuni, să-i țin departe de erorile din investiții care generează stres în viețile lor personale și să le arăt cum să evite să plătească excesiv pentru performanțe submediocre. Am discutat cu manageri fiscali profesioniști cu o largă apreciere, am citit toate cărțile despre subiect, m-am abonat la buletinele informative, am scris propriile cărți și propriul buletin și am apărut în presă.

Cercetarea m-a ajutat să aflu că părți ale industriei investițiilor sunt conectate într-un sistem deștept gândit să mute bani din conturile investitorilor în conturile firmelor și ale consultanților. Funcționează în felul următor: Ademeneste oamenii pe drumul perfid al selecționării de acțiuni și al anticipării pieței știind că vor da greș, prezintă alternative care par mai sofisticate decât să lucrezi de unul singur și apoi taxează excesiv acele alternative care produc rezultate efectiv mai proaste decât piața negestionată luată singură.

Lucrul pe care experții nu vor ca tu să-l știi – dar pe care nu-l vei mai uita după ce vei citi această carte – este că prețurile sunt tot ceea ce contează. Ideile nu au nicio valoare iar opiniile sunt distrageri. Singurul lucru care contează este prețul unei investiții și dacă este sau nu sub un nivel care semnalează momentul oportun pentru a cumpăra sau deasupra unui nivel care semnalează momentul oportun pentru a vinde. Putem să cunoaștem nivelul acesta și putem monitoriza prețurile pe cont propriu, fără să ne trebuiască vreun expert, și să reacționăm corespunzător la ce ne spun prețurile și nivelul. Încă și mai bine, putem automatiza reacția pentru că este pur matematică.

Aceasta este esența semnalului de 3%. Noi îl stabilim ca pe o linie constantă de performanță la care să revenim în fiecare trimestru și apoi fie cumpărăm până urcăm la nivelul ei, fie vindem până coborâm la nivelul ei. Folosită cu indici obișnuiți ai pieței, acest plan simplu surclasează chiar bursa în sine. Cum majoritatea presupușilor profesioniști se clasează sub piață, planul îi surclasează cu mult și pe ei. Ar putea să pară prea frumos ca să fie adevărat iar profesioniștii vor să crezi asta, dar nu este adevărat și această carte îți va demonstra asta. Avantajul performanței semnalului de 3% poate fi al tău după doar patru calcule de 15 minute pe an, fără să-ți irosești nicio clipă din viața ta cu pălăvrăgeala lipsită de merite a pieței.

Spre deosebire de majoritatea planurilor automate, acesta recunoaște latura ta emoțională care vede știri și vrea să acționeze, așa că îți va arăta acțiunea corectă de executat la un ritm perfect. Nu vei interveni prea des și nu vei crea dezordine, dar nici nu vei sta la distanță prea multă vreme având sentimentul că ți-ai abandonat investiția. Vei apărea suficient de des cât este necesar pentru a-ți menține finanțele pe drumul cel bun și pentru a rămâne convins că totul este în regulă. Planul acesta este gândit pentru a câștiga cât mai mult de pe urma pieței într-un fel care îți satisface atât nevoile emoționale, cât și pe cele ale portofoliului.

Vom începe cu o privire asupra felului în care instinctele noastre ne poartă pe drumuri greșite la bursă și asupra felului în care așa-ziii experți profită de pe urma acestor vulnerabilități. Vei afla că bursa este un mediu cu validitate zero și vei începe să te referi

la experții care oferă opinii referitoare la direcția viitoare a acesteia prin termenul „zero-val.”*

După aceea, vom schița abordarea superioară a acestei cărți, semnalul de 3%. E nevoie doar de un fond de acțiuni, un fond de obligațiuni și o linie de semnal. Vei descoperi cum să verifici trimestrial ca să vezi dacă creșterea fondului de acțiuni este sub țintă, la țintă sau deasupra țintei iar apoi să muți bani în direcția corespunzătoare între fondul de acțiuni și fondul de obligațiuni. Această acțiune, de a utiliza doar claritatea netulburată a prețurilor, automatizează lovitura de maestru din investiții de a cumpăra ieftin și de a vinde scump – fără vreun fel de interferență a experților zero-val.

Apoi, vom explora părțile planului mai în detaliu astfel încât să știi ce tipuri de fonduri sunt ideale, de ce programul trimestrial funcționează cel mai bine, cum să gestionezi contribuțiile în bani la plan și dezechilibrele ocazionale dintre cele două fonduri, și când să implementezi o regulă specială tip „menține-te pe poziții” care păstrează planul complet investit pentru recuperarea de după o prăbușire a pieței. Vei vedea că planul funcționează în orice cont, chiar și într-un 401(k)**. În cele din urmă, îl vei vedea împreună cu alte abordări de investiții într-un scenariu de viață reală care adună laolaltă tot ce ai învățat.

Ești gata? Hai cu mine într-o călătorie spre o modalitate mai bună de a investi.

*Termenul se referă la lipsa de validitate a mediului investițiilor și a așa-zisilor experți din domeniu. (n.red.)

** Plan de economii pentru pensie oferit de companiile din SUA angajaților săi. (n.red.)

CAPITOLUL UNU

De ce suntem derutați de piețe

Iată-te ocupându-te de cariera ta, având câteva obiective financiare în minte, respectând principiul elementar de a cheltui mai puțin decât câștigi și de a economisi restul, până când, într-o bună zi, ți se spune că dacă îți investești economiile pe bursa de valori, acestea vor crește de-a lungul timpului. „Creștere?” te gândești tu. „Sună bine.” Cum să nu, te asigură experții, cu vreo 10 procente pe an în medie de-a lungul timpului. Asta înseamnă că economiile tale se vor dubla la fiecare șapte ani! Dacă ești atent și un pic mai deștept decât alții, ai putea să te descurci și mai bine.

Și așa începe. Lucrurile merg bine timp de câțiva ani după ce îți muți economiile în bursa de valori, probabil în fonduri mutuale, și probabil într-un cont de pensie la muncă, și după aceea piața cade. Titlurile anunță o recesiune. Șomajul crește. Citești despre Rezerva Federală*, la care nu te-ai gândit niciodată înainte, dar nu ești sigur ce să alegi din rezumatele discuțiilor de la ultima întâlnire a comitetului său despre piața deschisă. Acum experții spun că era evident că urma o recesiune. „Numai priviți istoria,” opinează cineva cu înțelepciune la TV. „Banii investitorilor inteligenți stau pe margine.”

Se presupune că *tu* ar trebui să fii inițiatul care investește inteligent, dar nu te-ai retras deloc pe margine. Ești prins în joc și pierzi în fiecare zi. Îți asculți instinctul, care îți spune să-i asculți pe experți și să tragi pe dreapta cât de repede poți. Totul este transformat în bani lichizi și te simți bine la prânzul din ziua aceea

* Este vorba despre Sistemul federal de rezervă [monetară] al Statelor Unite (*Federal Reserve System*), care este banca centrală națională și sistemul național aferent al acesteia. (n.red.)

pentru că acum nu mai pierzi. „Pfiu! Restul fraierilor care nu sunt destul de deștepți să citească despre Rezerva Federală” – sau doar Fed, cum îți place să-i zici acum – „n-au decât să stea acolo și să fie zdrobiți în fiecare zi. Eu am ieșit. Voi cumpăra înapoi mai târziu, când prețurile sunt mai mici.” Te gândești că 20% nu a fost o pierdere prea rea în situația generală. Îi vei câștiga înapoi.

Știrile rămân rele. Fiecare articol pe care îl citești prezintă o companie care concediază angajați. Fed-ul ia tot felul de măsuri de care nu ai auzit niciodată iar economiștii sunt îngrijorați. Veștile proaste te fac să te simți fericit că stai pe margine dar prețurile fondurilor mutuale și acțiunilor pe care sperai să le cumperi din nou continuă să crească. Până la momentul în care economia pare să se stabilizeze, acestea au revenit la prețuri care sunt mai mari decât erau înainte să înceapă necazurile. Nu doar că ai ratat ocazia să recuperezi cele 20 de procente pierdute, acum mai trebuie să hotărăști și dacă vei cumpăra la loc, la prețuri mai mari. Refuzi să faci asta la început, pur și simplu pentru că te seacă. Cine vrea să plătească un preț ridicat pentru a cumpăra înapoi un lucru pe care l-a vândut la un preț mai mic înainte? Trec trei luni, apoi șase, apoi nouă și prețurile sunt mult mai mari decât atunci când ai hotărât să nu cumperi înapoi. „Prețul acțiunilor crește pentru că nu există nimic îngrijorător la orizont,” remarcă expertii la TV. „Banii cunoscătorilor inteligenți sunt investiți integral.”

Poftim? *Tu ești* cunoscătorul inteligent, dar tu ești categoric pe dinafara pieței și ratezi câștigurile. Expertii spun că nu e prea târziu. Minimele sunt în urmă, dar acesta este un trend de durată și e încă devreme. Un comentator spune că este precum jocul de baseball, iar piața este abia în repriza a treia. Are sens, îți spui, și astfel cumperi înapoi investițiile pe care le-ai vândut cu o pierdere de 20%.

Pun pariu că știi ce urmează mai departe. Știrile sunt în continuare bune iar prețurile mai cresc o vreme, dar apoi încep să coboare chiar dacă știrile rămân bune. Când știrile devin din nou proaste, încep să cadă și mai repede. Până să-ți dai seama, ai pierdut alți 20% în toiul altei recesiuni încărcate de vești proaste și auzi de la aceiași experți că pentru cunoscătorii inteligenți

– oricine ar fi ei –, era evident că trebuia să te retragi. (Te voi scuti eu de cercetare. Acești cunoscători nu există. Sunt o ficțiune a presei financiare, irelevanți pentru planificare.)

Din această scurtă incursiune ai putea trage concluzia să cumperi atunci când știrile sunt proaste și să vinzi atunci când sunt bune. E ușor de spus și mai greu de făcut, dar tu încearcă. Începe prin a te întreba ce înseamnă suficiente vești proaste. Este primul titlu înfricoșător sau al zecelea? O săptămână de reportaje? O lună? Un an? Bineînțeles, are sens să cumperi la prețurile mici care însoțesc știrile proaste, dar nimeni nu știe care este volumul de știri rele care vor aduce prețuri optime de cumpărare. „Cumpără minimele”, ciripesc oamenii pe lângă subiect de parcă ar fi chiar atât de simplu, la care un veteran hârșăit al liniilor fluctuante ale prețurilor ar trebui să răspundă: „Care minime?” Și asta fără să mai amintim de dificultatea similară de a ști cât înseamnă suficiente știri favorabile pentru vânzare. Piața este la fel de înșelătoare în momente de minim sau de maxim și fiecare nou moment înșelător le oferă investitorilor o nouă ocazie de a o da în bară.

Citind despre dificultatea expusă în aceste pagini într-o formă compactă, fără emoții reale, ea devine evidentă de la o poștă și te tentează să o iei peste picior. Totuși, știi ceva? Drumul acesta este bătut de nenumărați investitori, dar industria financiară îi ademeneste mereu înapoi. Ciclul distrugător pare evident în retrospectivă, dar nu este deloc evident atunci când se produce. Caracterul alunecos al bursei de valori nu are limită.

Suntem foarte vulnerabili când se pune problema banilor, simțindu-ne deprimăți când îi pierdem și euforici când îi câștigăm, și suntem incapabili să anticipăm. Combinația aceasta face ca piețele financiare să fie o rețetă otrăvitoare pentru majoritatea oamenilor și cu toate acestea milioane sunt forțați să participe pentru că este singurul mod prin care vor putea să-și cumpere vreodată o casă mai mare, să trimită un copil la facultate sau să iasă într-o bună zi la pensie.

În această carte vom construi un plan care îți plasează economiile pe o traiectorie de creștere trainică, fără nevoia de a anticipa

piața. Cu toate acestea, înainte să ajungem acolo, este important să înțelegi de ce nu ar trebui să te deranjezi să anticipezi piața. Majoritatea investitorilor învață asta pe calea costisitoare. Tu nu o vei face.

În acest capitol vei învăța despre mitul anticipatorului perfect, un personaj fictiv care cumpără în punctele de minim și vinde în punctele de maxim fără să greșească. De aici înainte îl vom numi Peter cel Perfect. Influența pe care o are asupra industriei investițiilor i-a costat pe nevinovați averea. De ce? Pentru că li s-a spus că orice se află sub ceea ce poate să facă Peter este egal cu un eșec și că ar trebui să facă eforturi să-l imite, chiar dacă el nu există. Ei urmăresc câștiguri nerealist de mari și ajung să piardă, la fel cum o persoană care încearcă să o imite pe Tinker Bell poate să sară de pe o stâncă, așteptându-se să zboare. Imitatorul lui Tinker Bell își pierde viața. Imitatorul lui Peter cel Perfect își pierde averea.

Călătoria noastră după un plan care îți mărește economiile atât în perioade bune, cât și în perioade proaste, începe prin analiza a ceea ce nu funcționează. Faptul că facem asta ne va forța să examinăm adevăruri neplăcute despre natura noastră, lucru care li se pare dificil de realizat oamenilor care au succes. În general, investitorii sunt inteligenți și sunt obișnuiți să aibă succes în viață. Ei presupun că ceea ce funcționează în alte părți – muncitul din răspuțeri, studiul, faptul că se diferențiază de mulțime – va funcționa și pe piață. Cu toate acestea, nu funcționează pentru că pieței îi lipsesc regularitățile necesare pentru a îmbunătăți intuiția prin experiență. Reușita la bursa de valori se reduce la a accepta că nimeni nu poate să cunoască viitorul și apoi prin adoptarea unui sistem de investiții care câștigă reacționând în loc să facă predicții. Vom trece la sistemul câștigător destul de curând, dar înainte vom arunca o privire serioasă în oglindă pentru a vedea de ce avem nevoie de el.

Mediul cu validitate zero

Te-ai întrebat vreodată de ce experții înțeleg greșit piețele financiare și de ce și tu greșești? Experții nu sunt proști; și nici tu nu ești. Cum e posibil ca ființele umane să inventeze electricitatea, să proiecteze avioane, să vindece boli, să scrie literatură și să creeze mobilier de lux, dar nu au nici cea mai vagă idee în ce direcție se îndreaptă prețurile acțiunilor?

De fapt, există un răspuns simplu. Observă că toate exemplele de mai sus de realizări umane respectă legi și tipare stabile. Lecțiile pe care le învățăm când studiem electricitatea și alte părți ale universului fizic sunt valabile pentru totdeauna. Motivul pentru care zboară avionul este identic cu cel de acum o sută de ani. Cercetarea medicală se sprijină pe descoperirile trecutului într-un cadru cu reguli imuabile. Tipurile de povești care le plac oamenilor sunt surprinzător de fixe, acesta fiind motivul pentru care încă apreciem operele lui Shakespeare la 400 de ani după ce a murit. Un tâmplar stăpân pe meserie învață cum să lucreze cu o bucată de lemn care are o anumită textură și de fiecare dată când vede textura aceea de lemn din nou știe ce să facă pentru că se comportă la fel de fiecare dată.

În fiecare dintre aceste domenii ale activității umane, recunoașterea unor tipare este rentabilă. Ce învățăm din experiența anterioară ne poate fi de folos în experiențele viitoare. Asta nu este valabil pentru bursa de valori, unde fluctuațiile nu respectă cu precizie niciun tipar, indiferent de ce s-ar putea să fi auzit tu. Lecțiile pe care le-ai învățat în ultimul crah nu te vor ajuta în mod necesar în acesta. La fel și cu ultimul reviriment. Experiența de pe bursă nu se acumulează pentru a crea înțelepciunea disciplinară la fel cum se întâmplă în alte domenii ale vieții. În realitate, tocmai lecțiile pe care le învățăm din piețele din trecut sunt cele care ne pot induce în eroare pe piețele viitoare.

Cum suntem programați

Studierea felului în care mințile și emoțiile noastre funcționează pe tărâmul banilor se numește economie comportamentală sau finanțe comportamentale. Printre altele, ne-a explicat de ce urâm să pierdem bani mai mult decât ne place să-i câștigăm și că ne displace atât de mult să-i pierdem încât, fără să vrem, vom pierde și mai mulți, asumându-ne prea multe riscuri pentru a încerca să recuperăm ce am pierdut.

Trei dintre persoanele cu contribuții de seamă la economia comportamentală sunt Daniel Kahneman, Richard Thaler și Amos Tversky. Kahneman, un psiholog care a câștigat în 2002 Premiul Nobel în Economie, a rezumat descoperirile eforturilor sale de o viață în colaborare cu Thaler, Tversky și alții în cartea sa din 2011, *Thinking, Fast and Slow (Gândire rapidă, gândire lentă)*.

Cartea oferă perspective în câteva arii decizionale, ținând seama de vulnerabilitățile noastre emoționale și de tendința de a trage concluzii grăbite din seturi limitate de probe, lucru la care Kahneman se referă cu „what you see is all there is”^{***} (WYSIATI). El prezintă două feluri în care mintea noastră procesează lumea. Gândirea Sistemului 1 este rapidă, instinctivă, automată și emoțională. Gândirea Sistemului 2 este lentă, logică, precaută și rațională. Sistemul 1 este ușor și necesită puțin efort, deci îl folosim în cea mai mare parte a timpului în viața de zi cu zi. Sistemul 2 este greu și necesită mult mai mult efort, deci ezităm să apelăm la el dacă nu este absolută nevoie.

Credem ceea ce cunoaștem

Opera lui Kahneman a dovedit că mintea noastră nu știe să ia în considerare distribuția de probabilitate și dimensiunile eșantionului atunci când ia decizii.

Distribuția de probabilitate este frecvența cu care se produce ceva. Dacă 3% din oameni au un tic nervos la ochi, iar restul de 97% nu, atunci probabilitatea este de 3 la sută. Totuși, vei uita asta

* Volumul a apărut sub acest titlu la Editura Publica, București, 2012 (n.red.)

** Ce vezi este tot ce există (n.tr.)

atunci când vei fi întrebat dacă crezi că un tip oarecare de lângă fereastră are sau nu un tic nervos la ochi. Acesta e un străin pentru tine. Îl vei măsura de la distanță și te vei întreba dacă pare să fie genul de om care are un tic.

Vei trece în revistă toți oamenii cu un tic la ochi pe care i-ai întâlnit. Felul în care stă îți amintește de un coleg lângă care stă-teai în autobuzul școlii și care avea un tic la ochi. Cu siguranță arată ca cineva care are un tic la ochi, concluzionezi tu, și răspunzi afirmativ. Cu toate acestea, în realitate tu nu știi nimic despre omul de la fereastră. Cu o frecvență atât de mică de oameni care au un tic la ochi, singura presupunere rezonabilă pe care o poți face este că respectivul nu intră în această categorie, dar tu faci o presupunere nerezonabilă cum că ar avea, bazându-te pe experiența ta personală limitată. Cu toții avem tendința să luăm decizii pripite, superficiale.

Dimensiunea unui eșantion este reprezentată de numărul de unități studiate. Cu cât este mai mare dimensiunea unui eșantion, cu atât sunt mai multe unitățile pe care le studiem și cu atât devin mai exacte rezultatele noastre. Instinctual, știm asta, dar uităm când trebuie să o punem în practică. Nu ai lua un medicament care se laudă cu o rată de vindecare de 100%, fără niciun efect secundar, dacă ai ști că a fost testat doar pe cinci persoane. Dacă toate cele cinci persoane s-au vindecat fără efecte secundare, statistica este corectă, dar problema este dimensiunea eșantionului. Înțelegem asta. Ce nu înțelegem cu aceeași ușurință este că, atunci când ne folosim de experiența noastră personală, cea mai vie colecție de date de viață la dispoziția noastră, ne bazăm pe un eșantion cu dimensiuni la fel de mici pentru concluziile pe care le tragem. La bursa de valori, ne amintim că anul trecut am pierdut bani după întâlnirea din iunie a Fed-ului, așa că suntem precauți când avem întâlniri viitoare în iunie. Treceam cu vederea lunile de iunie care nu au prevestit nimic rău pentru că nu ne-au afectat personal.

Ne grăbim să ne formăm o părere bazându-ne pe bucata limitată de viață pe care am trăit-o direct și pierdem din vedere că aceste lecții personale reprezintă doar o picătură într-un ocean. Dacă întâlnim trei oameni de treabă în cămăși albastre, devenim pur și simplu predispuși să avem o părere bună despre cămășile

albastre. Nu verificăm procentul tuturor oamenilor care sunt de treabă, nu studiem proporția de cămăși albastre, nu ne gândim la cartierul în care ne aflăm, nu ne oprim să observăm cât de multe persoane de treabă purtau cămăși de altă culoare și alte considerații elementare prin care ar trebui să trecem înainte de a ajunge la o concluzie. Nu, trei oameni de treabă în cămăși albastre înseamnă că o cămașă albastră face ca persoana să fie de treabă, punct.

Kahneman ne amintește că eșantioanele mari sunt mai exacte decât cele mici și că eșantioanele mici dau rezultate extreme mai des decât cele mari. Așa că picătura noastră de experiență ne va expune la rezultate extreme și vom trage concluzii bazându-ne pe ele cu toată încrederea pentru că acestea sunt tot ce cunoaștem direct. Deseori vom porni siguri pe noi în direcția greșită, bazându-ne pe ceea ce a fost corect în trecutul nostru limitat. Când vine vorba despre bursă asta este și mai grav pentru că există un nivel suplimentar de incertitudine. Nu doar că experiența noastră este o felie micuță din istoria pieței, dar chiar și ceea ce a fost adevărat în istoria pieței nu va fi în mod necesar adevărat din nou. Acest fapt supărător a dat naștere unui proverb în rândul agenților de pe bursă: „Funcționează doar până la un anumit punct.”

Mintea noastră creează povești plauzibile din seturi limitate de date. Pe piață, asta se întâmplă în fiecare zi. La sfârșitul zilei, experții explică încrezători de ce a crescut sau a scăzut piața. Totuși, până și ei știu că motivul prezentat este de obicei arbitrar. Odată, am participat la o emisiune TV specializată pe finanțe în cadrul căreia doi invitați explicau evoluția pieței din ziua respectivă. Un invitat era tipul pregătit să explice de ce a crescut piața; celălalt era tipul pregătit să explice de ce a scăzut piața. Ei erau, respectiv, investitorul optimist și investitorul pesimist.* Din moment ce nimeni nu știe în ce direcție va merge piața într-o anumită zi, postul TV acoperise posibilitățile invitând pe cineva care putea să spună ceva convingător indiferent ce s-ar fi întâmplat. Edificator, nu-i așa?

* În original, autorul folosește termenii *bull* și *bear*, unde *bull* se referă la o persoană care estimează o creștere a cursurilor bursiere, iar *bear* o persoană care estimează o scădere a acestora. În continuare în carte ne vom referi la *bull* prin „investitor optimist”, iar la *bear* prin „investitor pesimist”. (n.red.)

Kahneman a scris că este în natura gândirii noastre din Sistemul 1 – tipul rapid, instinctiv, automat și emoțional – să „genereze judecăți super-încrezătoare deoarece, așa cum am văzut, încrederea este determinată de coerența celei mai bune povești pe care o poți spune din dovezile pe care le ai la îndemână. Ai grijă: intuițiile tale îți vor furniza predicții prea extreme și vei avea tendința să ai mult prea multă încredere în ele.”

Credem că am știut de la bun început

Și mai descurajator de-atât, când ni se dovedește că ne-am înșelat și ne schimbăm părerea, nu ne putem aminti prea bine ce ne-a adus la concluziile eronate de la început. Le îndepărtăm prin raționalizare, convingându-ne singuri uneori în cazuri legate de bursă că nu am greșit *noi*, a greșit *piața*. Ar fi trebuit să crească sau să scadă, dacă ar fi fost mai rațională și ar fi înțeles semnele la fel de bine pe cât le-am înțeles noi. În cele din urmă, hotărâm nu doar că nu ne înșelam în ceea ce privește opinia noastră eronată, ci că nici măcar nu era opinia noastră. Nu, de fapt noi am crezut – am știut, mai degrabă – că piața avea să scadă. Este atât de evident dacă privești înapoi. Așa că, data viitoare când suntem convinși de evidențe, noi pornim la fel de încrezători ca data trecută când am înțeles greșit, crezând că palmaresul nostru este mai bun decât este în realitate și că ceea ce știm de data asta este profitabil.

Această credință greșită că am știut cum stau lucrurile de la bun început se numește eroare retrospectivă. O utilizăm pentru a ne îmbunătăți performanțele în retrospectivă, crezând că am știut lucrurile din trecut pe care nu le știam de fapt la momentul respectiv și pe care le cunoaștem abia acum, când privim în urmă. Noi acumulăm problemele acestei tendințe gândindu-ne că dacă am avut dreptate data trecută, probabil că vom avea și de data asta, deși nu am avut dreptate ultima oară și nu avem nicio justificare să credem că vom avea de data asta. Îți poți imagina o ființă mai inadecvată pentru analiza rațională a pieței? Suntem doar atât de deștepti cât să ne băgăm singuri într-o grămadă de neazuri, adeseori cu bani care contează.

Referitor la eroarea retrospectivă despre care vorbeam, Kahneman a scris că mintea umană suferă din cauza unei capacități imperfecte de a-și aminti nivelurile anterioare de cunoaștere și opiniile vechi care s-au schimbat. Când ajungem la concluzii noi, pierdem înțelegerea concluziilor dinainte și ne învățăm să gândim că am crezut dintotdeauna ce credem acum. Asta micșorează în memoria noastră măsura în care am fost prinși pe picior greșit de dezvoltările din trecut și creează iluzia că am înțeles trecutul pe măsură ce s-a desfășurat. După aceea, ne gândim că dacă am navigat prin trecut destul de bine, probabil că vom putea să prezicem și rezultatul actualelor evenimente. Ne simțim în largul nostru în această iluzie că am înțeles trecutul și că putem prognoza viitorul. Este mai reconfortant decât să recunoaștem că habar n-avem nici de ce lucrurile s-au derulat așa cum au făcut-o, și nici ce se va întâmpla mai departe.

Confundăm norocul cu competența

Ca să te distrezi cu adevărat, aruncă-i unei persoane câteva succese întâmplătoare pe piață. Privește cum îi crește încrederea, cum i se umflă orgoliul. Și mai important, urmărește suma crescândă de bani pe care o alocă următoarelor sale idei. „A funcționat ultima dată,” își spune aceasta. „Mare păcat că ideea mea care a câștigat 30% a făcut-o cu doar 10 000 \$. Ce ar fi dacă aș folosi 50 000 \$ data viitoare?” Chiar așa, ce ar fi...

În plus, pe lângă neînțelegerea faptului că succesele în lanț de pe piață se pot produce întâmplător, pe lângă faptul că nu se vede că două treimi dintre managerii financiari profesioniști pierd în fața pieței, pe lângă neînțelegerea faptului că o mână de succese recente nu anulează un munte de prognoze copilărești, nu recunoaștem capacitatea unei singure erori cu prea mulți bani de a șterge toate câștigurile pe care le-am acumulat în trecut. Poți să nimerești de patru ori la rând, dar dacă greșești suficient de rău a cincea oară, te vei întoarce de unde ai plecat având doar un act care te scutește de impozit cu care să te lauzi după toată munca dificilă și după stres.

Chiar dacă hazardul spune că din când în când trebuie să existe succese chiar și printre participanții cei mai puțin competenți, ne utilizăm succesele în vederea unei îmbunătățiri a evaluării competențelor personale. Nu suntem norocoși, suntem buni. Asta ar putea să fie în regulă dacă ne-am scădea nota la evaluarea competențelor noastre după fiecare rateu, dar nu facem așa ceva. Când avem dreptate, suntem deștepți. Când de înșelăm, nu e vina noastră – găsim întotdeauna explicații. Evaluarea pe care ne-o facem nouă înșine se ridică până la calificativul de „maestru”, urcând cu fiecare succes, dar luând doar câte o pauză după fiecare eșec.

Iată cum a rezumat Kahneman ceea ce reprezintă probabil concluzia ignorată cu cea mai mare încăpățănare din studiile despre finanțele comportamentale: „Există un consens general în rândul cercetătorilor că aproape toți cei care selecționează acțiuni, indiferent că o știu sau nu – și puțini știu asta – joacă un joc de noroc. Sentimentul subiectiv al agenților de pe bursă este că fac presupuneri informate într-o situație cu o doză mare de incertitudine. Cu toate acestea, în modelele de piață foarte eficiente presupunerile informate nu sunt mai exacte decât presupunerile la nimereală.” De ce? Pentru că toți cei care concurează dețin aceleași informații, așa că nu există niciun avantaj care să poată fi obținut.

Nou-veniții de pe piață cred că explorează teritorii noi atunci când citesc bilanțurile contabile, când disecă discuțiile conducerii, când se întâlnesc cu competitorii și așa mai departe. Ce le scapă lor este că toată lumea face aceleași lucruri. Înțelegerea perspectivelor unei companii sau perspectivelor pieței nu este suficientă pentru a lua o decizie înțeleaptă în legătură cu direcția viitoare a prețurilor. Orice știm noi, știu de asemenea și ceilalți, reducând sarcina celui care alege acțiuni la o speculație despre ce vor face oamenii schimbători cu informațiile pe care le dețin. Nu știe nimeni, așa că deciziile noastre, laolaltă cu cele ale tuturor celorlalți, sunt reduse la presupuneri informate lipsite de semnificație. Uneori vom câștiga, alteori vom pierde, la fel ca restul mulțimii, dar cumva vom concluziona că suntem mai pricepuți decât majoritatea – chiar dacă vom obține rezultate medii.

Totuși, iluzia competenței poate fi convingătoare. Să zicem că ai ajuns printre primii 3,1% manageri de investiții, alăturându-te

unui grup de 313 persoane din 10 000 care au câștigat bani cinci ani la rând. Ai fi mândru de tine – și pe bună dreptate, ar recunoaște majoritatea oamenilor. Nassim Nicholas Taleb nu ar fi de acord. El a arătat în cartea sa din 2001, *Fooled by Randomness* (Păcăliți de hazard), că rezultatul ar putea fi pus pe seama întâmplării. „Nu,” obiectezi tu, dar să parcurgem un experiment simplu oferit de Taleb.

Imaginează-ți un concurs onest în care managerii au o șansă de 50% să obțină profit în fiecare an și o șansă de 50% să înregistreze o pierdere. După ce un manager pierde, îl scoatem din concurs. Dă cu banul pentru fiecare manager în primul an – cap înseamnă profit, pajură înseamnă pierdere – și 5.000 dintre ei vor pierde și vor fi eliminați. Fă asta din nou în fiecare an care urmează. Grupul de 5.000 rămași la finalul primului an va fi redus la jumătate la finalul celui de-al doilea an și rămânem cu 2.500. La finalul anului trei vom avea 1.250; anul patru, 625, iar anul cinci 313. Taleb trage concluzia experimentului: „Acum avem, într-un joc corect, 313 manageri care au câștigat bani timp de cinci ani la rând. Prin noroc pur.”

Totuși, nu vor fi numiți norocoși. Vor fi catalogați ca străluciți și vor apărea probabil pe copertile revistelor. Vor deveni subiectele articolelor care pretind că dezvăluie secretele succesului de la bursă, care vor conține recomandări contradictorii cum ar fi „cumpără mai mult din ce funcționează”, dar „cumpără noi acțiuni ale câștigătorilor al căror preț a scăzut.” Articolele vor ilustra eroarea supraviețuitorului, greșeala de a te concentra pe trăsăturile oamenilor și companiilor care nu au fost eliminate fără să le compare cu cele care au fost eliminate. Este felul în care auzim că un alergător a câștigat cursa pentru că s-a antrenat în fiecare zi ore întregi înainte de răsăritul soarelui, ignorând faptul că și învinsul a făcut același lucru. Este felul în care un reporter ne spune foarte ostentativ că managerii de investiții care au câștigat au discutat cu președinții companiilor din portofoliile lor, ignorând faptul că și perdanții au făcut același lucru.

Acești câștigători ai investițiilor vor fi sărbătoriți și căutați. Nici măcar unul dintre ei nu va discuta despre numeroasele momente de incertitudine cu care s-a confruntat pe parcurs,

nenumăratele lucruri asupra cărora nu avea niciun control, dar care au mers în favoarea lui din pură întâmplare. Kahneman a scris că „să recunoști că nu faci decât să ghicești este inacceptabil, în special atunci când mizele sunt mari. Acțiunea în baza unei cunoașteri închipuite este de multe ori soluția preferată.”

Cunoașterea închipuită și norocul sunt mai bine cunoscute pe bursă sub numele de pricepere.

Limitele recunoașterii de tipare

Noi am evoluat până la a recunoaște tipare. După ce le recunoaștem, învățăm cel mai bun mod de a reacționa la ele astfel încât să fim pregătiți când apar din nou. Drumurile ude sunt alunecoase, așa că învățăm să conducem mai atent pe ele. Plitele pot fi fierbinți, așa că ne apropiem de ele cu precauție. Chiar dacă un drum ud nu este deosebit de alunecos, nu strică să conducem cu atenție. Precauția în apropierea unei plite nu este niciodată o idee rea.

Atunci, de ce recunoașterea tiparelor dă greș la bursa de valori? Pentru că ne închipuim că vedem tipare în hazard, unde nu există de fapt niciunul, și chiar și tiparele care există efectiv nu ajung să se repete suficient cât să te poți baza pe ele. Așa cum zilele incredibil de diferite au în comun structura fundamentală a dimineții, zilei și nopții, la fel și traiectoriile incredibil de diferite ale pieței au în comun trăsături similare. Acestea atrag atenția instincțelor noastre de recunoaștere a tiparelor, care ne spun că ne aflăm pe un teritoriu familiar și că știm ce avem de făcut, dar apoi evenimentele iau un curs diferit.

Eroarea confirmării

Michael Shermer, scriitor care abordează teme științifice, a explicat această tendință de recunoaștere a tiparelor în ediția din 25 noiembrie 2008 a revistei *Scientific American*. El ne-a botezat creierele „mecanisme de convingere” și „mașini de recunoaștere a tiparelor” care atribuie sens tiparelor pe care credem că le vedem în natură. Uneori, evenimente diferite au legătură unul cu altul, alteleori nu. Acolo unde există o asociere, așa cum știm despre plite că sunt fierbinți și, prin urmare, că trebuie să fim atenți, am dobândit

o cunoaștere valoroasă și ne putem ajusta comportamentul în feluri care contribuie la supraviețuirea noastră și la posibilitatea de a perpetua specia. Suntem urmașii detectorilor de tipare cu cel mai mare succes. Această învățare prin asociere este o trăsătură pe care o avem în comun cu alte animale supraviețuitoare. Este o parte fundamentală a identității noastre.

Cum capacitatea noastră de a recunoaște tipare ne-a ajutat să supraviețuim, nu-i de mirare că apelăm la ea practic în orice situație. Totuși, nu suntem buni la detectarea limitelor sale, și ne folosim de ea chiar și atunci când mediul nu este favorabil creării unor tipare stabile. Bursa este un astfel de mediu.

Detectorul nostru de tipare este atât de sensibil, încât poate să găsească tipare semnificative chiar și în zgomotul irelevant. Shermer numește această tendință *patternicity**. În cartea sa din 2012, *The Believing Brain* (Creierul credul) a argumentat că oamenii mai întâi nascocesc credințe și abia *după aceea* găsesc dovezi cu care să le susțină. Mecanismul nostru de convingere analizează informațiile senzoriale căutând tipare, le alege și apoi creează o narațiune în jurul lor care să ne susțină interpretarea. Dacă o opinie este suficient de puternică, țâșnește din capetele noastre ca o antenă invizibilă programată pe o frecvență pentru dovezi care să o confirme. Îi scapă dovezile care o contrazic, care se găsesc pe o frecvență diferită, și clădește treptat o pledoarie din ce în ce mai puternică pentru opinia inițială. Această pledoarie mai puternică face convingerea și mai credibilă, lucru care mărește antena, care colectează și mai multe dovezi, care consolidează pledoaria și tot așa, într-o buclă de feedback care, în unele cazuri, metamorfozează convingerea într-o fixație permanentă a psihicului unei persoane.

Ce discutăm noi poartă numele de eroare a confirmării, interpretarea selectivă a informației pentru a se potrivi unei opinii preconcepute. Dacă vara trecută te-ai ars cu acțiunile, vara asta ai tendința să fii precaut. Crezi că acțiunile vor cădea din nou și îți vei regla antena pentru a asculta comentariile investitorilor pesimiști și să te concentrezi la datele economice proaste pentru a-ți

* De la termenul *pattern* = tipar (n.red.)

confirma opinia. Ești predispus spre confirmarea hotărârilor luate deja, în loc să preiei abordarea mult mai utilă de a atribui o greutate egală tuturor informațiilor disponibile.

Experții zero-val

Gândește-te la ce potențial are această tendință de a provoca pagube pe bursa de valori. Vedem tipare în date aleatorii, clădim opinii pe tiparele lipsite de înțeles și apoi ne apucăm să colectăm informații pentru a ne confirma opiniile. Când detectorul nostru de tipare se ciocnește cu caracterul aleatoriu al bursei, ne desfășurăm la nesfârșit cu povești convingătoare motivând de ce acțiunile vor crește, cu altele la fel de convingătoare motivând de ce vor scădea, și drept rezultat ajungi la o performanță medie care nu merită deloc efortul.

Kahneman a scris că „există două condiții de bază pentru dobândirea unei competențe: un mediu care este suficient de regulat pentru a fi previzibil și o ocazie de a învăța aceste regularități prin practică prelungită. Atunci când ambele condiții sunt satisfăcute, intuițiile au șanse mari să fie pertinente.” Bursa nu se califică pentru că „cei care selecționează acțiuni și cei din științele politice care fac prognoze pe termen lung operează într-un mediu cu validitate zero. Eșecurile lor reflectă impredictibilitatea fundamentală a evenimentelor pe care încearcă să le anticipeze.”

Asimilează această expresie: mediu cu validitate zero. Pare de rău augur, așa cum ar trebui. Aproape că-l auzi pe unul dintre propagandiștii de carnaval de pe Wall Street strigând: „Doamnelor și domnilor, bine ați venit în mediul cu validitate zero! Încălziți-vă motoarele de ghicit! Mult noroc în planificarea viitorului!” Urmează o distracție financiară, cel puțin pentru trecători. Pentru cei din cadrul experimentului care își pun viitorul la bătaie nu e nimic amuzant în asta.

Validitatea zero a bursei de valori este un concept-cheie pe care îl voi menționa în repetate rânduri pe parcursul cărții. Hai să-l prescurtăm la zero-val de aici înainte, un epitet util pentru a ne referi atât la piața în sine, cât și la experții care oferă

recomandări cu validitate zero despre acțiuni, supuse unei rate de eșec de 50%, despre care vei citi în secțiunea următoare.

Kahneman ne anunță că putem avea încredere în intuiție doar într-un mediu cu regularități stabile. „Dacă mediul este suficient de regulat și dacă jucătorul a avut ocazia să învețe regularitățile acestuia, mașinăria asociativă va recunoaște situații și va genera predicții și decizii rapide și exacte. Poți avea încredere în intuițiile cuiva dacă aceste condiții sunt satisfăcute.”

Pe bursa de valori ele nu sunt satisfăcute, ceea ce înseamnă că nu poți avea încredere în intuițiile nimănui despre viitorul acesteia – și nici în ale tale.

Prognoza datului cu banul

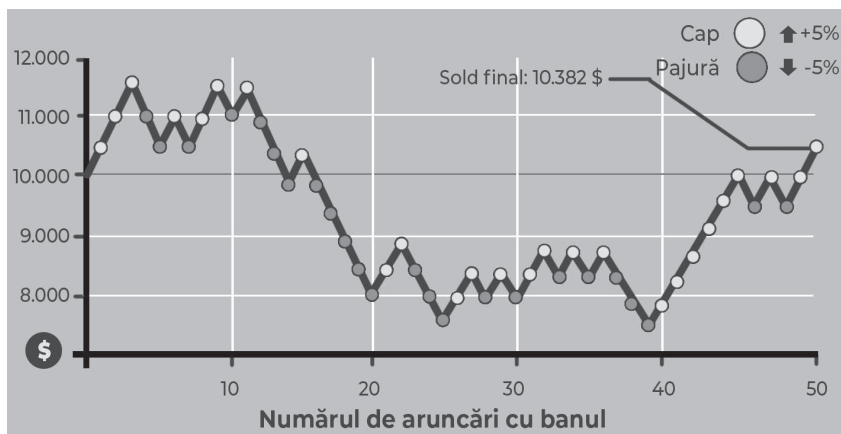
Tot ce ai citit până acum explică una dintre cele mai supărătoare cifre din investițiile la bursă: 50, adică 50%. E greu să obții o valoare mai mediocră decât atât și aproape toate studiile asupra participanților de la bursă, atât din categoria profesioniștilor, cât și a celor cu jumătate de normă, concluzionează că aceștia au dreptate doar 50% din timp. Este aceeași șansă procentuală pe care o ai pentru cap sau pajură când dai cu banul, acesta fiind motivul pentru care întâlnești frecvent metafora datului cu banul ca referință pentru participarea la bursă. Aceasta este o idee majoră pe care ar trebui să o înveți pe de rost, pentru că este un defect fundamental al comportamentului uman pe bursa de valori. Ne înșelăm în jumătate din timp. Este important să încorporezi această realitate în perspectiva pe care o ai despre bursa de valori ca pe o modalitate de a detecta riscul în fiecare prognoză și în fiecare idee pe care o întâlnești, indiferent cât de credibilă pare.

Experții sunt întotdeauna impresionanți. Ei sunt profesori de finanțe, managerii unor sume mari de bani, profeți ai pieței cu o carieră lungă, care au luat decizii de succes în biografiile lor editate selectiv și președinți ai unor organizații cu nume autoritare. Nu sunt prezentați niciodată drept „cineva de undeva care a zis o chestie,” deși palmaresurile lor sugerează că așa ar trebui.

O firmă de cercetare în domeniul investițiilor pe nume CXO Advisory a urmărit aproape 6 600 de prognoze despre piața americană de valori făcute de 68 de experți folosind discipline multiple din 2005 până în 2012. Eu am fost unul dintre experții din studiu. Câteva prognoze au venit din arhive și câteva dintre cele mai recente din studiu se derulau dincolo de 2012. Cea mai veche urmărită în cadrul eșantionului a fost făcută la finele lui 1998, iar notarea finală a avut loc în 2013, așa că studiul a oferit o privire bună asupra performanței tipice în diferite medii utilizând metode variate. Ce a descoperit? O precizie medie de doar 47%, chiar mai rea decât atunci când dăm cu banul. Totuși, le vom acorda oamenilor prezumția de nevinovăție și vom accepta că precizia medie este cea de 50%, așa cum se întâmplă când dăm cu banul.

Într-un mediu în care lucrurile merg la nimereală se întâmplă chestii interesante, iar despre unul dintre aceste cazuri ai citit mai devreme, când a produs un subset convingător de câștigători pe piață la finele a cinci ani. Asta nu poate fi întâmplător, ne gândim noi, dar ne înșelăm. Caracterul aleatoriu nu ni se pare aleatoriu. Adeseori pare a fi mai ordonat decât credem că ar trebui să fie, având tendințe cărora le sunt asociate povești pentru a explica de ce piața a continuat să urce sau să coboare. Într-o serie de dat cu banul, spre exemplu, succesiunile de cap (C) și de pajură (P) sunt obișnuite. Majoritatea oamenilor cred că o secvență ca CCCCCPPPPP are mai puține șanse decât CPCPCPCPCP să se producă, însă, din punct de vedere statistic, ambele au șanse egale.

Pentru a vedea iluzia de predictibilitate pe care acest caracter aleatoriu o produce pe bursă, ia în considerare următorul grafic pe care l-am creat pe o foaie de calcul dând cu banul cu o monedă de 25 de cenți. Am început cu un sold de 10 000 \$. Am dat cu banul de 50 de ori. Cap însemna o creștere de 5% a soldului, iar pajură o scădere de 5%. Iată un grafic al schimbărilor soldului pe parcursul celor 50 de aruncări:



Schimbări într-un sold de 10 000 \$ prin datul cu banul

Nu seamănă cu un lucru pe care l-ai putea vedea la bursă? Mie așa mi se pare și, când soldul scade sub 9 000 \$, parcă aud efectiv experții spunând că „trendul este evident descendent” și sugerând că ar trebui să faci și tu ce au făcut investitorii inteligenți când soldul se afla la 11 000, adică să tragi pe margine. Când trendul ar „fluctua” în jurul nivelului de 8 000, rețelele de televiziune ar organiza o petrecere în care investitorii optimiști și cei pesimiști ar fi asmuțiți unii împotriva altora în „bătălia pentru 8 000”, în care primii ar susține că piața urma să se redreseze, în vreme ce ultimii ar spune că ia o pauză înainte să coboare și mai mult pentru că „elementele fundamentale pur și simplu nu sunt acolo.” Când s-ar redresa urcând peste 9 000, investitorii optimiști ne-ar fi zis că ei prevăzuseră deja asta, în timp ce investitorii pesimiști ar fi spus că piața nu mai are multe zile bune.

Am avea parte de toată agitația asta pentru o secvență de dat cu banul. Iată secvența care s-a produs în biroul meu:

CCC PP C P CC P C PPP C PPPPP CC PPP CC P C P CC P C P C PPP
CCCCC P C P CC

Observă câte succesiuni s-au produs. În doar 50 de aruncări cu banul, am produs șase succesiuni de trei sau mai multe rezultate identice la rând. Amintește-ți din ce ai citit mai devreme că șirurile de succese ni se vor urca la cap, păcălindu-ne să credem că

suntem mai buni decât în realitate. Secvențele aleatorii oferă false dovezi pentru competență.

Rătăcind pe Wall Street

Cea mai faimoasă analiză a hazardului acțiunilor este cartea lui Burton Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street (Rătăcind pe Wall Street)*^{*}, publicată pentru prima dată în 1973 și revizuită de mai multe ori. În ceea ce pentru tine ar trebui să fie deja o perspectivă necontroversată, Malkiel constată că piața este eficientă până în punctul în care toată lumea știe totul în același timp, ștergând toate avantajele care pot fi utilizate, astfel încât un investitor va obține rezultate mai bune pe termen lung deținând pur și simplu un fond de indici pe parcursul suișurilor și coborâșurilor. Un fond de indici este o colecție negestionată de acțiuni care îi permite unui investitor să cumpere pur și simplu piața fără să aleagă companiile care se vor descurca bine.

Malkiel a scris în cea de-a zecea ediție, apărută în 2012, că „piața stabilește prețurile acțiunilor atât de eficient, încât un cimpanzeu legat la ochi care aruncă cu săgeți în listele cu acțiuni tranzacționate poate selecta un portofoliu care evoluează la fel de bine ca acelea gestionate de experți. Pe parcursul ultimilor patruzeci de ani, ipoteza aceasta a rezistat remarcabil de bine. Peste două treimi dintre managerii profesioniști de portofolii au fost surclasați ca performanțe de indicele negestionat S&P 500.”

Metafora cu rătăcirea se referă la ce ai văzut mai devreme când am creat un tabel cu rezultatul a 50 de aruncări cu banul. Fiecare mișcare este independentă de ultima și de cea de dinaintea ei și de toate cele de dinainte. Fiecare variație este întâmplătoare și, astfel, nu merită energiile noastre de prognozare. Nu este deloc nevoie să plătești pentru servicii predictive, să analizezi proiecțiile cu câștiguri sau să studiezi grafice complicate pentru că toate sunt inutile.

^{*} Volum în curs de apariție la Editura ACT și Politon. (n.red.)

Imprecizia precisă

Totuși, nu vei auzi asta niciodată în domeniul acțiunilor tranzacționate. Niciun analist nu se așază la masă să te avertizeze că este susceptibil la câteva erori și câteva raționamente greșite în ce privește considerațiile despre acțiuni și că este surclasat de un cimpanzeu legat la ochi care aruncă săgeți. În loc de asta, îți va prezenta o analiză de ansamblu convingătoare a ratelor de creștere ale industriei, istoricul profiturilor unei companii, noile planuri îndrăznețe ale conducerii și proiecții bazate pe ceea ce consideră că ar fi presupuneri rezonabile.

Presupuneri tembele

Problemele stau la pândă în presupuneri. Unul dintre profesorii din facultate obișnuia să ne spună: „Nu presupuneți, domnilor! Asta ne face măgari și pe mine, și pe voi.” Cu toate acestea, în lipsa certitudinilor, ce altceva poate să facă un analist? Pliantele oficiale ale investiției sunt obligate să sublinieze că performanțele viitoare nu pot fi garantate, de regulă cu declarații ca asta: „Performanțele anterioare nu sunt determinante pentru rezultatele viitoare.” Bun, dar spuneți, vă rog, cum să analizăm viitorul din moment ce nu s-a produs încă? Nu avem altceva decât trecutul. Și, din moment ce trecutul nu ne oferă garanții, nu există niciun fel de garanție în domeniul acesta de activitate.

Analizii trebuie să presupună, să facă proiecții și să atribuie valori variabilelor. Asta este tot ce pot să facă și demersul este inerent lipsit de precizie. Totuși, rezultatele oferă iluzia preciziei furnizând răspunsuri ferme la finalul unor formule uneori complicate. Din nefericire, formulele calculează relații exacte între variabile care nu oferă niciun fel de putere predictivă. Programatorii de calculatoare numesc asta „gunoi înăuntru, gunoi în afară”^{*}. Dacă nu putem avea încredere în puterea de predicție a valorilor introduse într-o formulă, atunci nu putem avea încredere în puterea predictivă a rezultatului obținut de formulă. Dacă așa stau lucrurile, care este rostul formulei?

^{*} În engleză *garbage in, garbage out*. (n.red.)

Asta îmi amintește de un banc vechi despre economiști. Un matematician, un contabil și un economist aplică pentru același job. Interviewatorul îl întreabă pe matematician: „Cât fac doi plus doi?” Matematicianul răspunde: „Patru.” Interviewatorul îl cheamă pe contabil și îi pune aceeași întrebare: „Cât fac doi plus doi?” Contabilul răspunde: „Cam patru, plus sau minus câteva procente, dar în general patru.” În cele din urmă, interviewatorul îl cheamă pe economist și îi prezintă aceeași întrebare: „Cât fac doi plus doi?” Economistul se ridică în picioare, încuie ușa, trage jaluzelele, ia loc lângă interviewator și șoptește: „Cât vrei să faci?” Înlocuiește economistul cu un analist al acțiunilor de la bursă care calculează valoarea exactă a unei companii sau câștigurile viitoare de la bursă și bancul merge și așa.

Există o mulțime de motive să te îndoiești de cât ghicește cineva că va fi valoarea viitoare a unei acțiuni, date fiind numeroasele variabile pe care nu pot să le cunoască, dar factorul imprevizibil suprem este felul în care gândește piața și felul în care reacționează la știrile generale și la cele specifice unei companii, indiferent care sunt acestea, care vor apărea în viitor. Chiar dacă cineva calculează perfect valoarea corectă a unei acțiuni determinând fiecare variabilă în mod corect printr-o analiză a fluxului de numerar actualizat, se poate ca piața să nu ducă niciodată prețul acțiunilor spre valoarea corectă. Compania poate să livreze venituri și cheltuieli absolut la țintă, dar chiar și atunci poate să vadă cum prețul acțiunilor sale se îndepărtează de ceea ce variabilele pertinente au determinat că ar fi valoarea corectă. Cine poate să spună ce este corect? Doar piața, cea mai maniaco-depresivă entitate dintre toate.

Acesta este un concept greu de acceptat din cauză că munca meticuloasă care este înglobată în calcularea evaluărilor acțiunilor și a prognozelor pentru piață este convingătoare. Oamenii îmbrăcați în costume aflați în birouri scumpe chiar lucrează zile și nopți la chestia asta – după ani întregi în care au studiat metodele. Ni se pare scandalos că s-ar putea ca totul să fie în van. Faptul că un domeniu întreg poate să plutească în ceața iluziei și a unei false încrederi este deprimant, dar adevărat, și este mai bine să-l înveți mai devreme decât mai târziu.

Absurditatea formulelor

Suntem păcăliți de formulele pieței de valori pentru că am învățat să avem încredere în rezultatele formulelor în alte domenii ale vieții, cele în care acestea funcționează. Spre deosebire de mediul cu validitate zero al bursei, unele sectoare ale vieții ne furnizează regularități pe care le putem măsura și pe care putem să ajungem să le înțelegem mai bine după ani de studiu și practică. Aceștia sunt factorii pe care Kahneman i-a pomenit ca fiind necesari pentru crearea unei intuiții corecte.

Medicina este un bun exemplu de mediu cu validitate ridicată care utilizează în fiecare zi formule pe care se poate baza. Îmi place să compar domeniul medical cu bursa de valori pentru că ambele operează într-o mare de riscuri, ambele forțează decizii dificile în casa cu minunății a judecății umane și ambele se bazează pe formule și calcule pentru a îmbunătăți rezultatele acelei judecăți umane. Diferența este că formulele medicale oferă șanse mari de succes care inspiră încredere, în timp ce formulele pentru acțiuni oferă șanse de succes de genul datului cu banul, care inspiră o încredere scăzută. Motivul este că formulele medicale se bazează pe inputuri care au stabilitate de-a lungul timpului, în timp ce majoritatea formulelor pentru acțiuni se bazează pe inputuri care sunt variabile de la un mediu la altul și care produc rezultate diferite în momente diferite.

O ramură a medicinei care se sprijină pe formule convenabile este obstetrica, domeniul sarcinii și al nașterii. Pariez că ești mai înclinat să ai încredere în rezultatele unui test obișnuit de sarcină de la farmacie decât în prognoza despre bursă cel mai profesionist pregătită, și pe bună dreptate. Testele de sarcină sunt exacte în 99% dintre cazuri, prognozele bursiere în 50%. Dincolo de test, până și un proces încărcat de incertitudine ca nașterea unui copil oferă mai multă regularitate decât bursa.

În 1952, o anestezistă pe nume Virginia Apgar a creat o formulă simplă prin care doctorii să evalueze rapid sănătatea unui nou-născut. Se numește scorul APGAR în cinstea inventatoarei și pentru a reprezenta cele cinci criterii pe care le verifică: aspectul, pulsul, grimasa, activitatea și respirația. Aspectul analizează

culoarea pielii bebelușului de la un palid periculos la un roz sănătos al extremităților, pulsul este ritmul cardiac de la zero la peste 100, grimasa măsoară reacția bebelușului la stimuli, activitatea examinează tonusul muscular și forța, iar respirația evaluează puterea respirației. Un doctor examinează bebelușul nou-născut și atribuie o valoare de 0, 1 sau 2 fiecărui criteriu și apoi le adună pe toate pentru a obține un scor general. Un scor mai mare sau egal cu 7 înseamnă sănătos, între 4 și 6 înseamnă riscant, iar 3 sau mai puțin înseamnă critic. Cum obstetricienii examinează mii de nou-născuți de-a lungul carierei lor, iar factorii biologici care afectează nou-născuții sunt constanți, doctorii devin foarte buni în evaluarea fiecărui criteriu APGAR. Chiar și practicanții atât de competenți dovedesc cea mai mare consistență în evaluarea criteriului care necesită cea mai mică doză de judecată personală, ritmul cardiac, dar ajung să fie competenți de asemenea și la celelalte.

Dacă un analist al bursei ar avea sarcina de a stabili sănătatea unui nou-născut, ar începe cu șase luni înainte. Ți-ar spune ce procent din copiii nou-născuți intră în fiecare interval de punctare APGAR, ar discuta despre sănătatea mamei și de ce sugerează un anumit scor și s-ar face nevăzut atunci când copilul s-ar naște efectiv. Dar știi ceva? Nu e vina lui, pentru că toată lumea vrea să știe scorul APGAR al bebelușului-bursă cu șase luni înainte, atunci când *nimeni*, nici măcar Virginia Apgar în persoană, nu ar putea ști cum se vor desfășura lucrurile. Așa cum un doctor îți poate spune scorul APGAR al unui bebeluș doar după nașterea acestuia, la fel și un analist îți poate spune prețul unei acțiuni doar după ce acesta apare. Trecutul și prezentul sunt ușoare. Viitorul e cel care ne pune probleme.

Cum determina doctorul sănătatea unui copil nenăscut, înainte ca evaluarea APGAR să fie posibilă? Măsurându-i semnele vitale în momentul acela, nu proiectând în viitor. Doctorul creează profilul biofizic al bebelușului după frecvența cardiacă, tonusul muscular, mișcare, respirație și volumul de lichid amniotic din jurul lui. Aceste rezultate nu sunt presupuse sau prognozate din măsurători anterioare, și nici nu primesc probabilități bazate pe măsurătorile altor bebeluși în condiții similare. Ele sunt verificate în clipa de față

pentru a determina sănătatea în clipa de față, iar profilul pe care îl creează este suficient de exact pentru a reduce mortalitatea când este comparat cu controalele istorice. Un studiu din anii 1990 a descoperit că rata fals-negativă a profilului biofizic modificat era de doar 0,8 la 1000 de femei. Succes în găsirea acestui tip de precizie la bursă! Frecvența ratei fals-negative a Wall Street-ului ar fi mai degrabă de 500 la 1000.

Formulele pentru bursă ne provoacă neplăceri mari atunci când produc recomandări proaste, lucru care se întâmplă frecvent pentru că nu te poți baza pe ele. Avem încredere în formulele care par solide mai mult decât ne permit șansele lor de 50/50, apoi ne supărăm când șansele de eșec ni se pun în cale în jumătate dintre cazuri și nu în procentajul acela redus de cazuri în care dau chix în alte sectoare ale vieții, iar supărarea noastră este amplificată de consecințele financiare ale comiterii unei greșeli la bursă. Mizele sunt mult mai mari pe piață decât în medicină, la urma urmei. Medicina are de-a face doar cu viața și moartea, pe când acțiunile au de-a face cu banii.

Când vedem formule pe bursa de valori, avem încredere în ele pentru că ne este dificil să ne amintim că sunt presupuneri exacte care au șanse de succes de doar 50/50. Ne scapă faptul că nu toate calculele sunt egale. Mediul cu validitate zero al pieței neutralizează formulele care încearcă să-i prezică viitorul pentru că sunt construite pe factori din trecut care ar putea să nu mai producă aceleași rezultate din nou.

Să știm că nu putem cunoaște ceea ce nu poate fi cunoscut

Caracterul nesigur al formulelor de investiții este vina analiștilor bursieri? Pare nedrept să atacăm analiștii pentru că nu știu ceea ce nimeni altcineva nu ar putea să știe. Dar pe de altă parte, poate că ar trebui să recunoască această limitare și să înceteze să dea sfaturi născocite bazate pe proiecții dovedite ca nesigure.

Daniel Kahneman a scris în *Gândire rapidă, gândire lentă* despre studiul datelor cu performanțele a douăzeci și cinci de consultanți în materie de avere pe durata unei perioade de opt ani.

Scorurile din fiecare an erau factorii principali utilizați în calcularea bonusurilor anuale. El a clasificat consultanții în funcție de performanțele lor pentru a găsi diferențe de competență între ei. A reușit vreunul dintre ei să ofere în mod consistent profituri mai bune clienților? A calculat coeficienți de corelare între pozițiile din fiecare pereche de ani pentru a obține un total de 28 de rezultate. „Cunoșteam teoria și eram pregătit să găsesc dovezi slabe pentru persistența competenței. Cu toate acestea, am fost surprins să aflu că media celor 28 de corelații a fost de 0,01. Cu alte cuvinte, zero. Corelațiile consistente care ar fi sugerat diferențe în competență nu erau de găsit. Rezultatele semănau cu ceea ce te-ai aștepta de la o întrecere de zaruri, nu de la un joc bazat pe competență.”

Când el și partenerul său de proiect, Richard Thaler, și-au prezentat rezultatele directorilor de la firma de investiții în timpul cinei, au fost surprinși să vadă că directorii nu sunt surprinși. „Asta ar fi trebuit să fie noutăți șocante pentru ei, dar nu erau,” și-a amintit Kahneman. Viața de la firmă a continuat la fel ca înainte, ignorând cu toții informațiile care le amenințau carierele și stima de sine. Judecata atentă pe care o aplicau problemelor complexe era mai viscerală pentru ei decât un fapt statistic despre rezultatele lor. Unul dintre directori i-a spus lui Kahneman mai târziu, cu un aer ușor de autoapărare, că a lucrat bine pentru firmă și că nimeni nu-i poate răpi asta. Kahneman a rămas politicos și tăcut, dar s-a întrebat: „Dacă succesul tău s-a datorat în mare parte întâmplării, cât merit ai dreptul să-ți arogi pentru el?”

Domeniul nu se va schimba niciodată atât timp cât se pot face bani. Nu are niciun rost să-ți dorești o lume diferită. Totuși, ar trebui să ne apărăm de fluxul nesfârșit de recomandări nejustificate din domeniul investițiilor ignorându-l. Ei nu cunosc viitorul; clienții lor nu cunosc viitorul. Ei sunt plătiți în pofida faptului că nu știu; clienții lor suferă consecințele faptului că ei nu știu.

Observatorul perspicace al bursei concluzionează: „Nimeni nu poate să cunoască viitorul unei acțiuni sau al unei industrii sau al pieței pentru că acesta este intrinsec incognoscibil. Totuși, eu pot să fiu mai inteligent decât ceilalți știind că nu pot să știu incognoscibilul și găsind un fel de a-mi înmulți banii, în ciuda incertitudinii.”

Viața însăși este incertă, deci bineînțeles că și bursa este incertă. Gândește-te la toate punctele de cotitură din istorie când o țară a fost cât pe ce să câștige un război, un candidat a fost cât pe ce să câștige niște alegeri și o echipă era cât pe ce să câștige o competiție. Gândește-te la momente din viața ta când ai fi putut să o iei spre est dar în schimb ai luat-o spre vest, când ai refuzat o invitație pe care ai fi putut-o accepta sau când ai crezut că un test va fi pozitiv dar s-a dovedit negativ. Existența este tapițeria unei astfel de incertitudini. Calitatea sa definitorie este misterul.

Viața din afara bursei de valori ne învață cu o claritate pregnantă că viitorul este nesigur. Învățăm să trăim cu o asemenea incertitudine în alte sectoare ale vieții dar, din cine știe ce motive, credem că experții știu viitorul bursei de valori. Nu îl cunosc pentru că nu-l pot cunoaște. Și nici noi nu putem. După ce acceptăm asta, putem să începem să lucrăm spre o abordare mai eficientă a multiplicării banilor noștri.

Dovezi ale neputinței

În lumina a tot ce ai citit până acum, este aproape de la sine înțeles că ființele umane nu au reușit să bată bursa de valori de-a lungul timpului. Aproape. Dar în eventualitatea în care nu se înțelege, hai să trecem în revistă descoperirile câtorva studii reprezentative care dovedesc asta.

Într-un articol din februarie 2010 publicat în *The Journal of Finance*, intitulat „False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas” („False descoperiri în performanța fondurilor mutuale: Măsurarea norocului în coeficienții alfa estimați”), profesorii Laurent Barras, Olivier Scaillet și Russell Wermers și-au prezentat concluziile după ce au studiat 2076 de manageri de fonduri în cei 32 de ani din 1975 și până la finele lui 2006. Ei au tras concluzia că 99,4% dintre acești manageri nu vedeau niciun fel de competență în selectarea acțiunilor. Doar 2,4% erau competenți pe termen scurt. Doar 0,6% au bătut indicele bursier în tot intervalul de timp, un rezultat pe care profesorii l-au descris ca „statistic nediferit de zero.” Mai mult, „proporția de manageri de fonduri competenți s-a diminuat rapid de-a lungul

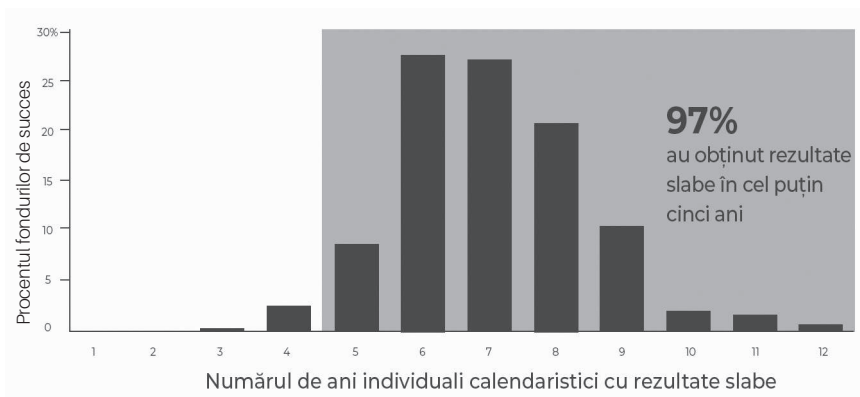
ultimilor 20 de ani, în timp ce proporția de manageri de fonduri lipsiți de competență a crescut substanțial.” Profesorilor li s-a părut „derutant” că investitorii tolerează fonduri gestionate activ sub medie „atunci când o paletă crescândă de fonduri gestionate au devenit accesibile (cum ar fi ETF* -urile).” În planul acestei cărți vom utiliza tocmai astfel de fonduri gestionate pasiv pentru a obține rezultate mai bune în timp ce plătim taxe mai mici.

Unul dintre motivele pentru care cei care încearcă să anticipeze piața pierd este că rata de precizie la care trebuie să se ridice pentru a bate un indici gestionat pasiv este excesiv de mare. William Sharpe, câștigător al Premiului Nobel în Economie în 1990 și creator al raportului Sharpe pentru a măsura rezultatele ajustate la risc ale investițiilor, abordează asta în articolul „Likely Gains from Market Timing” („Câștiguri probabile din anticiparea pieței”) publicat în ediția din martie-aprilie 1975 a ziarului *Financial Analyst Journal*. El a descoperit că anticipatorii au nevoie de o precizie de 74% ca să bată un portofoliu pasiv care își asumă aceeași doză de risc. Proverbul acela vechi că două din trei nu-i rău deloc nu funcționează la bursă. Ai nevoie de trei din patru și aproape nimeni nu poate să reușească asta.

Într-un articol din iulie 2013, „The bumpy road to outperformance” („Drumul accidentat spre surclasare”) compania de investiții Vanguard a confirmat „cercetarea considerabilă” care arată că „în medie, fondurile mutuale de acțiuni gestionate activ au rezultate sub valorile lor respective de referință.” Utilizând date de la Morningstar, o firmă de cercetare în investiții cu sediul în Chicago, a aflat că din 1540 de fonduri americane de acțiuni gestionate activ în perioada dintre 1988 și 2012, doar 55% au supraviețuit – și două treimi dintre supraviețuitori au pierdut în fața valorii de referință. Doar 275 de fonduri, sau 18% din grupul original, au și supraviețuit și au depășit și valoarea de referință. Totuși, nu te gândeai vreodată că deținerea unuia dintre acești 275 de câștigători a fost floare la ureche. Vanguard a descoperit că „aproape toate fondurile care au obținut rezultate bune – 267 sau 97% – au avut

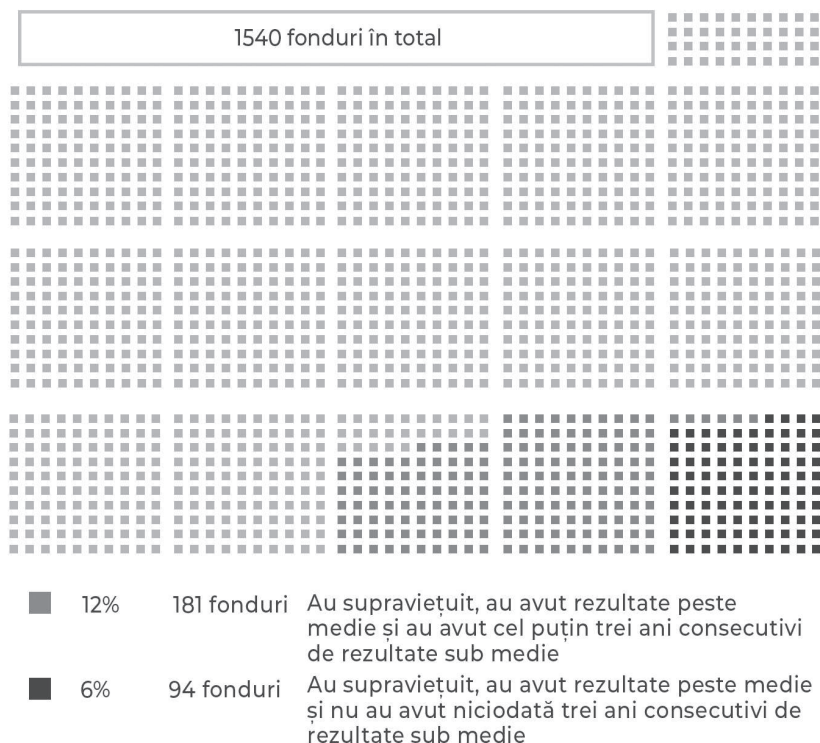
* Acronim pentru Exchange-Traded Funds (fonduri tranzacționate la bursă) (n.red.)

parte de cel puțin cinci ani calendaristici individuali în care au rămas în urma valorii de referință a clasei lor. De fapt, peste 60% au avut șapte sau mai mulți ani cu rezultate slabe.” A prezentat distribuția fondurilor câștigătoare de-a lungul anilor individuali cu rezultate slabe în graficul următor:



Numărul de ani calendaristici cu rezultate slabe obținute de 275 de fonduri de succes, 1998-2012. © Folosit cu acordul The Vanguard Group, Inc.

Din păcate, nu aceasta a fost cea mai îngrijorătoare dintre descoperirile companiei Vanguard. Observând că „pentru numeroși investitori, trei ani consecutivi de rezultate slabe reprezintă punctul în care cedează, după care vor abandona fondul,” a examinat anii consecutivi de performanțe slabe. A selectat „fondurile care au supraviețuit timp de 15 ani, și-au depășit valoarea de referință și au evitat trei ani consecutivi de performanțe slabe.” Rezultatele au fost „evidente: doar 94 – sau 6% – din cele 1540 de fonduri inițiale au satisfăcut aceste criterii. Altfel spus, pe durata acestei perioade, două treimi din fondurile care au avut rezultate peste medie au avut parte de *cel puțin* trei ani consecutivi de rezultate sub medie.” Am ilustrat dimensiunea redusă a cercului învingătorilor în următoarea reprezentare grafică:



Doar 6% din 1 540 de fonduri au supraviețuit, au avut rezultate peste medie și nu au avut niciodată trei ani consecutivi de rezultate sub medie. © Folosit cu acordul The Vanguard Group, Inc.

Aș putea să umplu restul acestei cărți cu astfel de studii, dar cred că ai înțeles ideea. O majoritate copleșitoare de manageri de investiții pierd în fața pieței și până și învingătorii au parte de succesiuni lungi de pierderi care îndepărtează o grămadă de investitori înainte să beneficieze de pe urma eventualului succes. Pe lângă toate astea, nu putem vedea decât care este fracțiunea minusculă de manageri care s-au descurcat mai bine în trecut. Cum ne ajută asta acum? În nici un fel, pentru că nu avem cum să știm care vor fi câștigătorii în viitor.

Să-l cunoaștem pe Peter cel Perfect

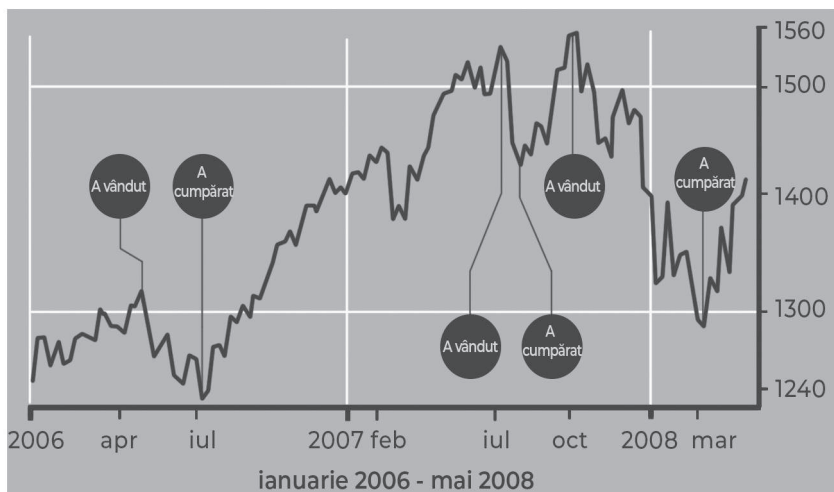
Acum este momentul să vă prezint factorul deviant care face să fie atât de greu să ajungem la concluzii rezonabile despre previziunile și anticiparea pieței. El este Peter cel Perfect. El este vocea diabolică pe care o auzim când ne uităm la un grafic din trecut al bursei, notându-i punctele de maxim și de minim. Peter întrebă: „Cum ar fi fost dacă vindeai în punctul acela de maxim, apoi cum-
părai în punctul acela de minim, apoi vindeai în următorul punct de maxim și cum-
părai în următorul punct de minim? Nu ar fi fost uimitor?” Cu alte cuvinte, fă o pauză pentru a-ți imagina cum e să atingi perfecțiunea așa cum Peter reușește tot timpul.

Are numărul tău

Peter profită de toate erorile noastre. Știe că vom privi la acele puncte de maxim și de minim în retrospectivă și vom gândi că știam atunci ce știm acum. El este perfect conștient de capacitatea noastră de a uita greșelile pe care le-am comis, de a ne aminti succesele pe care le-am avut și de a ne supraevalua capacitățile. Peter ar putea la fel de bine să întrebe: „Nu ai avut o vagă bănuială că te pășteau necazurile atunci când indicele S&P 500 se apropia de valoarea maximă? Sunt sigur că ai avut. În general, tu ai o intuiție bună pentru astfel de lucruri.” Îl ascuți și te trezești dând aprobator din cap. „Da, într-adevăr, începusem să mă neliniștesc când piața urca atât de mult. Chiar părea prea frumos ca să fie adevărat. Mă gândeam să vând.” Peter zâmbește și te bate pe umăr. „Sigur că te gândeam!” exclamă el. „Ai intuit corect atunci și o să intuiești corect și data viitoare.”

Problema este că nu ai intuit corect atunci, și probabil că nu o vei face nici data viitoare. Doar te-ai gândit să vinzi, fără să o faci, dar Peter știe că amintirea gândului este destul pentru a te convinge retrospectiv ca ai avut perfectă dreptate. El te atrage de partea anticipării, comparând constant rezultatele tale reale și rezultatele plictisitoare ale indicelui cu rezultatele pe care el le-a obținut după ce și-a sincronizat perfect achizițiile și vânzările, sugerându-ți astfel să urmărești și tu la rândul tău perfecțiunea.

Hai să ne uităm la puțină istorie reală a pieței și la felul în care Peter ne induce în eroare cu ea. Iată un grafic al indicelui S&P 500 din ianuarie 2006 până în mai 2008:



Indicele S&P 500, din ianuarie 2006 până în mai 2008, cu tranzacționările fictive ale lui Peter cel Perfect.

Ce își amintește Peter din acest interval este că a vândut la sfârșitul lui aprilie 2006 la 1320 „pentru că toată lumea știe că vinzi în mai și-ți vezi de trai.” El a început anul cu 10 000 \$ când indicele S&P 500 era la 1250. După vânzare, avea 10 560 \$, reușind un profit bun de 5,6% în patru luni.

Și-a folosit toți cei 10 560 \$ să cumpere înapoi acțiuni la începutul lunii iulie, piața fiind la 1240 deoarece căderea abruptă care o precedase „a dus piața mult prea jos, prea repede.” Nu a vândut nimic în punctul de vârf din februarie 2007 sau în scăderea scurtă și abruptă care a urmat pentru că „mișcarea a fost atât de rapidă, încât era evident că piața elibera din presiunea acumulată.” Desigur, la mai puțin de două luni după aceea, Peter își recuperase toate pierderile de pe hârtie produse în februarie și martie. Fii atent la hopul acesta micuț aruncat în poveste. Suntem sceptici în fața performanței realmente perfecte, dar dacă Peter sau altcineva include câteva erori minore în palmaresul său istoric, suntem mai înclinați să lăsăm precizia ridicată să ne impresioneze.

Peter și-a continuat marșul înainte. A vândut la 1550 la începutul lui iunie 2007, la un an după ultima sa cumpărare. Cei 10 560 \$ ai lui au crescut cu 25% până la 13 200 \$, o performanță anuală uimitoare! Chiar mai uimitor, el a pus toți cei 13 200 \$ înapoi la treabă la sfârșitul lunii, după ce piața a scăzut la 1440, menționând că „scăderea a fost atât de drastică într-un interval atât de redus, încât am știut că se va redresa.” Așa s-a și întâmplat și, câteva luni mai târziu, i s-a părut că piața „pare că s-ar clătina puțin” și a securizat profiturile la 1560 la începutul lui octombrie, multiplicându-și cei 13 200 \$ cu 8,3% ajungând la 14 300 în doar două luni.

După aceea, a stat la adăpost pe margine „împreună cu toți ceilalți investitori inteligenți” în timp ce piața se învoldura în crize și starturi până la minimum de 1290 din martie 2008. Sigur, a ratat câteva reveniri bune în noiembrie și ianuarie dar, „ce dracu, nu le poți câștiga chiar pe toate,” spune el scuturându-se și te trezești că îl placi puțin mai mult pentru onestitatea lui. Oricum, s-a hotărât să cumpere la al treilea punct de minim și acesta s-a dovedit a fi cel bun. El și-a adus cei 14 300 \$ înapoi pe piață la 1280 în martie 2008 și au crescut cu 9,3%, ajungând la 15 630 \$, piața fiind la 1410 când ai stat de vorbă cu el la începutul lui mai 2008.

Peter cel Perfect are o frumoasă sumă de 15 630 \$ după ce a făcut doar șase mutări în acest interval de douăzeci și opt de luni. Totuși, acestea erau mutări destul de evidente, îți dai tu seama când privești graficul. Cine nu ar fi putut să vadă aceste urcări și căderi majore? Peter le-a intuit bine, iar tu te-ai gândit la ele așa cum trebuie. Bețivanii care au cumpărat dar nu au vândut nimic, indexatorii ăia șterși care au început anul 2006 cu același sold de 10 000 \$ pe care îl avea și Peter, au încheiat intervalul acesta de timp cu doar 11 280 \$ spre deosebire de cei 15 630 \$ ai lui. Ei au câștigat doar 12,8%, dar el a câștigat 56,3%. Ar fi putut să se descurce și mai bine, intervine el cu șiretenie, dacă ar fi prins câteva dintre mișcărilor mai mici. „Ce să-i faci,” spune el. „Măcar le-am prins pe cele mari.” Asta e limpede, îți spui tu.

El este pretutindeni

Așa funcționează Peter cel Perfect și ceea ce îți spune. Este rareori numit Peter cel Perfect. În viața reală se va manifesta ca vărul tău Randy atoateștiutorul, sau Greg Aguilera de la contabilitate, sau gălăgiosul ăla din liga de bowling care se preface că duce mâna la portofel când plătești tu băuturile, sau ca un reportaj din mass-media care prezintă favorabil un norocos care a dat cu banul și care a înhățat cel mai recent punct de maxim sau de minim. Apropo, Peter apare rar ca femeie. Femeile nu spun nici pe departe la fel de multe povești pescărești sau de bursă ca bărbații, și cele pe care le spun sunt de regulă mai adevărate.

Mai presus de toate, este un maestru al presei care farmecă toate colțurile mass-mediei financiare. El este tipul ideal la care să apeleze pentru obiectivele lor, și anume să ațâțe flăcările lăcomiei pe piețele în creștere și pe cele ale fricii pe piețele în scădere. Aproape în cazul tuturor reportajelor despre bursă citești printre rânduri mesajul următor: „Nu-ți dorești să fi fost mai bine poziționat pentru ce se întâmplă chiar acum?” Răspunsul este întotdeauna „da” pentru că nimeni nici măcar nu se apropie de perfecțiunea lui Peter – excepție făcând autoiluzionările retrospective. Așa că el își face apariția în articole de fond, purtând un costum de norocos care a câștigat dând cu banul și este descris cu termeni ca „îndrăzneț”, „curajos” și „vizionar”. Mai târziu, după ce curajul, îndrăzneala și viziunea dispar în neant, articolele cu continuarea sunt date deoparte pentru a scoate în evidență persoana care ține acum moneda și strigă îndrăzneț: „cap”!

Spre exemplu, iată fragmente dintr-un articol din secțiunea *MoneyBeat* (Ritmul banilor) al ziarului *Wall Street Journal* publicat pe 2 mai 2013, examinând o prognoză venită de la un Peter apărut sub înfățișarea unui analist al bursei de valori care dă cu banul: „Un observator curajos al graficelor avertizează că s-a ajuns la valoarea maximă... E nevoie de curaj pentru a lansa avertismentul că s-a ajuns la valoarea maximă, mai ales în acest mediu de piață. Indicele S&P 500 e pe un val de apreciere de șase luni – cea mai lungă ascensiune de felul acesta din septembrie 2009 – și a crescut în 14 din ultimele 17 luni... «Acești indicatori sunt toți suficient

de convingători și de captivanți pentru a discuta despre ei și a lansa un avertisment la momentul acesta», a declarat [tipul care dă cu banul].”

Bineînțeles, acest curajos aruncător cu banul a avut dreptate cu avertismentul său pentru piață în timpul creșterilor în lanț care s-au derulat șase luni, nu-i așa? Nu, nu-i așa, dar nu găsim nicio mențiune în care să-i fie lăudat curajul când a ghicit din nou „pajură” în cadrul unei lungi succesiuni în care moneda pieței a ieșit doar „cap.” La mijlocul lui februarie 2013, cu mai mult de două luni jumătate înaintea curajosului său avertisment de atingere a valorii maxime prezentat mai sus, le-a scris clienților despre „perspectiva neutră pe 3-6 luni asupra indicelui S&P 500” a firmei sale și a menționat: „Procentul actual de 86% al atitudinii optimiste este motivul principal pentru care noi credem că au fost realizate cele mai bune câștiguri de pe urma perioadei de creștere susținută.” În cele unsprezece săptămâni dintre această notiță optimistă și nota pesimistă din *Journal*, indicele S&P 500 a câștigat 5%. El a zis „pajură” atunci în februarie, s-a înșelat, apoi a zis din nou „pajură” în mai, și fără îndoială că ar fi zis „pajură” în continuare, până când piața ar fi dat în cele din urmă pajură și putea și el să pretindă că a intuit bine. Pentru asta, presa financiară l-a descris drept curajos.

Nu mă iau de *Journal* pe subiectul acestei ipostaze a lui Peter cel Perfect. Alte publicații prezintă același fel de povești și alți analiști dau cu aceeași monedă. Și alți dătători cu banul au ghicit pe parcurs, desigur, din moment ce precizia este de 50%, și au fost lăudați în mod corespunzător în mass-media. În cele din urmă, și acest aruncător ar avea și el dreptate și ar putea să se convingă pe sine și pe noi ceilalți care nu ne-am prins încă de joc că se pricepe destul de bine – să spună „pajură” până se întâmplă. A avut o mulțime de ocazii să facă asta. La șase luni după ce a avertizat că s-a ajuns la valoarea maximă pe 2 mai, S&P 500 era cu 11% mai sus și creștea în continuare.

Dincolo de valoarea de amuzament, punctul esențial este că nu ne putem lăsa banii în seama acestei șarade. Mass-media financiară creează agitație lăsând să se înțeleagă că prognozele funcționează, că alții se descurcă mai bine, că ar trebui să te antrenezi pentru mutările corecte și că toată lumea ar trebui să

încearcă să-l prindă din urmă pe Peter și pe prietenii săi pe drumul spre perfecțiune.

Nu uita, palmaresul perfect al lui Peter nu există în realitate și majoritatea amicilor săi din rândul managerilor financiari profesioniști pierd în fața pieței. Când vezi termenii „analist” sau „analist de grafice” sau „guru” sau orice alt titlu pentru presupuzii profesioniști ai bursei de valori, înlocuiește-i cu „dătător cu banul.” De fiecare dată când citești o prognoză, intonează cele mai importante cinci silabe din vocabularul pieței: 50%. Peter este peste tot și el face să ne fie greu să rezistăm ispitei de a anticipa.

Peter judecă toate rezultatele bursei comparându-le cu situația perfectă și, – deloc șocant – acestea pierd întotdeauna. Nimeni nu cumpără în punctele de minim și nu vinde în cele de maxim. Nu vei citi asta în multe cărți sau articole despre bursă. Chiar dacă nu este enunțată, sugestia implicită în materialele care laudă bursa este că există mult mai mult profit potențial pe bursă pe care îl poți obține pentru tine însuși dacă reușești să ghicești doar de câteva ori direcția pieței. Dar nu poți. Vei avea dreptate în jumătate din cazuri, probabil, și vei acumula o sumă mare în taxe de tranzacționare, un lanț lung de consecințe fiscale și un nivel ridicat de stres în procesul de a fi învins de piață, dacă ești asemenea majorității managerilor profesioniști de fonduri.

Asta nu contează pentru Peter cel Perfect. El îți va aminti în continuare de profiturile perfecțiunii și te va ispiti spre ușa-capcană a unei alte tentative de a anticipa. Când vom ajunge la planul nostru rezonabil pentru a naviga în incertitudinile acțiunilor, semnalul de 3%, va trebui să ne păzim de influența celor ca Peter comparându-ne rezultatele cu rezultate mai puțin-decât-perfecte, dar mai realiste. Acestea sunt considerate de presă prea plictisitoare pentru a fi prezentate, dar stăpânirea lor la perfecție în timp ce ignori mass-media îți aduce o satisfacție mai mare și profituri mai mari decât piața.

„În ce direcție se îndreaptă piața?” vei fi întrebat. „Cui îi pasă?” vei răspunde tu, iar cei de teapa lui Peter se vor înfuria.

Ce gândim noi *versus* ce este real

Acest capitol ajunge la concluzii pe care persoanele de succes le consideră greu de acceptat. Bursa de valori atrage persoane inteligente, care sunt un grup mândru din fire. Inteligența lor i-a adus la vârful propriei clase, în universități excelente, apreciați de colegii lor și de publicul larg, în poziții bine plătite, în companii, firme, spitale sau alte organizații importante, aclamați de comunitățile lor și deținând case și automobile remarcabile. Investitorii sunt persoane care câștigă în viață și care nu sunt obișnuite cu rezultate slăbuțe. De ce să le accepte la bursă?

„Ei” suntem de fapt „noi.” Noi doi suntem mândri de realizările noastre la rândul nostru și am ajuns să ne respectăm capacitățile. Credem că putem să ne descurcăm mai bine decât media la bursă. Dacă există suficientă expunere și practică, ne gândim că putem să batem chiar și piața însăși, în același fel cum ne-am ridicat la înălțimea altor dificultăți.

Accidentele și problemele naturii umane ne păcălesc să credem că precizarea bursei este cumva altfel decât precizarea viitorului. Totuși, nu este diferită. O persoană care prezice că bursa va crește luna viitoare nu este mai credibilă decât cineva care prezice dacă se va naște sau nu un copil în orașul tău în cea de-a treia marți din luna viitoare sau decât altcineva care prezice data primei ninsori de anul viitor. Șansele fiecăreia dintre aceste predicții vor varia, dar toate sunt incerte. Simțim incertitudinea aceasta în precizarea copiilor sau vremii, dar suntem foarte înclinați să o trecem cu vederea în ce privește bursa. Probabil că ceea ce ne păcălește este speculația care se preface că ar fi cercetare. Dacă oamenii care ghicesc când se vor naște copiii sau când va ninge în viitorul îndepărtat ar face asta la sfârșitul unor rapoarte voluminoase care conțin grafice și tabeluri, probabil că i-am crede și pe ei. Ei nu fac asta, totuși, pentru că nu fac decât să ghicească și nici nu pretind altceva.

Unele persoane își petrec ani întregi din viață străduindu-se admirabil să-și îmbunătățească aptitudinile și rezultatele într-un domeniu care sfidează perfecționarea: bursa de valori. Ei simt stres și frustrare după fiecare ciclu ratat și mulți descoperă abia

târziu în viață că au oferit prea mult din timpul lor prețios unui demers fără speranță. Cât de multe picnicuri, zile de sărbătoare, vacanțe, cine speciale, ceremonii de absolvire, nunți și aniversări trebuie consumate de vârtejul cu validitate zero al bursei de valori pentru a face pe cineva să-și dea seama că s-ar putea să nu merite? Stresul acțiunilor poate deveni o preocupare care consumă tot, o dezamăgire înrădăcinată, adâncă în legătură cu ce a mers prost și revelația și mai rea că nu știi sigur cum să o dregi fără să-ți amplifi necazurile.

Imaginează-ți povara de pe umerii tăi din timpul unei plimbări de duminică cu familia când se presupune că ar trebui să te bucuri de vreme și să sporovăiești. „Nu-i așa că lumina soarelui este încântătoare?” te întreabă soția. Tu aprobi absent și afișezi un zâmbet, dar de fapt te întrebi *când se va opri scăderea prețurilor?* „Ar trebui să facem asta mai des,” auzi tu și ești de acord, dar te gândești că s-ar putea să fie dificil *acum când banii noștri se împușinează cu fiecare zi*. Dar nu trebuie să te lași împovărat de stresul acesta. Și aici apare planul nostru.

Rezumatul executiv al acestui capitol

Nu ne pricepem să anticipăm piața pentru că interpretăm eronat propria experiență limitată ca pe un substitut pentru o complexitate și mai ridicată în acțiune. Amintirile noastre se schimbă de-a lungul timpului ca să ne facă să credem că am știut în trecut ce știm acum și confundăm norocul cu competența. Vedem tipare acolo unde nu sunt și nu ne putem calibra intuiția în mediul cu validitate zero al pieței pentru că ce s-a întâmplat acolo în trecut nu se va repeta neapărat. Idei-cheie de reținut:

- ✓ Recunoașterea tiparelor funcționează bine pentru noi în cea mai mare parte a vieții deoarece se bazează pe reguli stabile, repetabile. În felul acesta, noi o aplicăm în cazul acțiunilor, dar cu efecte dăunătoare pentru că fluctuațiile din prețul activelor nu urmează niciun tipar exact.

- ✓ Mândria și memoria slabă ne fac vulnerabili la eroarea retrospectivă, opinia greșită că am știut tot timpul. Uităm de interpretările noastre greșite sau inventăm explicații pentru ele pentru a trage concluzia că nu am greșit *noi*, a greșit *piața*. Ar fi trebuit să facă ce ne așteptam noi.
- ✓ Confundăm norocul cu competența, apoi devenim și mai încrezători în aptitudinile noastre, investim mai mulți bani pe ideile viitoare și facem praf câștigurile anterioare, pierzând mai mulți bani în erorile ulterioare.
- ✓ Participanții la bursă au dreptate în doar 50% din cazuri, aceleași șanse ca atunci când dăm cu banul. Tendința noastră de a recunoaște tipare cade victimă iluziei predictibilității în aleatoriul acestui mediu 50/50.
- ✓ O majoritate copleșitoare din rândul managerilor de investiții pierde în fața pieței și chiar și învingătorii au parte de șiruri lungi de pierderi care pot alunga o grămadă de investitori înainte să poată beneficia de pe urma eventualelor performanțe peste medie.
- ✓ Domeniul bursier este expert în a ne păcăli să credem că vom deveni mai buni în investiții decât vom fi în realitate. Face asta sugerându-ne că rezultatele perfecte ne sunt accesibile pentru că toate informațiile necesare pentru a lua o decizie perfectă au existat în punctele-cheie din trecut. Lasă pe dinafară că știm doar în retrospectivă ce informații erau corecte.

CAPITOLUL DOI

Valorificarea fluctuației

Acum că știi ce nu funcționează în bursă, este momentul să ne uităm la ce anume funcționează: semnalul de 3%, prescurtat de acum încolo ca 3Sig. Vei ignora expertii zero-val iar, în schimb, vei urma sistemul dovedit al semnalului de doar patru ori pe an.

Vom începe capitolul cu o prezentare generală a planului. Apoi vom explora fluctuația prețului, caracteristica pieței care reprezintă praful de pușcă din spatele glonțului 3Sig. Există doar trei direcții în care poate să se îndrepte bursa: în sus, pieziș sau în jos. Merge înainte alternând aceste direcții în ritmul său și se presupune că, de pe urma acestei fluctuații, ar trebui să obținem profit vânzând la prețuri mai mari decât cele pe care le-am plătit.

În sensul acesta, fluctuația este frumoasă. Avem nevoie ca prețurile să se schimbe ca să putem beneficia de pe urma cumpărării și vânzării. Dacă nu ar face-o, faptul că aducem bani în plus pe bursă ar semăna cu depunerile și retragerile dintr-un cont bancar la care nu primim dobândă. Totuși, fluctuația poate să devină periculoasă când puterile noastre premonitorii ne abandonează – așa cum au obiceiul – și ajungem să vindem cu mai puțin decât am cumpărat. Acestea sunt de obicei acțiuni, fonduri mutuale și fonduri tranzacționate pe bursă. 3Sig ne va îndruma să reacționăm rațional la fluctuația din prețurile lor cumpărând ieftin și vânzând scump.

Semnalul de 3%

Există șase componente ale 3Sig. Le vom examina pe scurt aici ca să poți vedea spre ce ne îndreptăm și apoi vom petrece restul cărții familiarizându-ne cu ele, de ce funcționează și – cel mai important – cât de uluitor funcționează. Iată-le:

- Vehiculul de multiplicare în care păstrăm majoritatea capitalului nostru pe durata anilor de muncă
- Vehiculul de siguranță în care păstrăm o porțiune mai mică din capitalul nostru
- Alocarea țintă a capitalului nostru între vehiculele de multiplicare și siguranță
- Alocarea vehiculului de siguranță la care se declanșează reechilibrarea înapoi la ținta sa
- Reglarea temporală a semnalului nostru de creștere
- Ținta de creștere

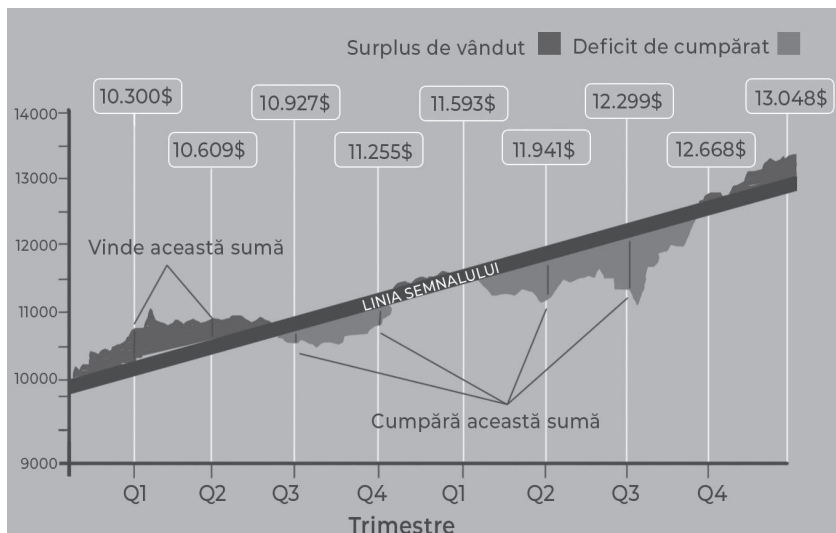
Există o flexibilitate în felul în care sunt completate aceste părți. Spre exemplu, vehiculul de creștere ar putea fi fondul de acțiuni al unei companii mari sau un fond de acțiuni specializat cum ar fi unul care se concentrează pe companiile de tehnologie, sau un fond de acțiuni verificat care investește în acțiuni cu prețuri scăzute. Vehiculul de siguranță poate fi un fond de pe piața monetară, un fond de obligațiuni sau altceva care nu fluctuează mult. În ceea ce privește alocarea, am putea să plasăm jumătate în creștere, jumătate în siguranță sau să mișcăm indicatorul în orice direcție pentru mai multă creștere sau mai multă siguranță. O împărțire de 20/80 între creștere și siguranță ar fi destul de sigură, dar nu ar crește prea mult, în timp ce o împărțire 80/20 ar crește mult dar ar fluctua puternic pe parcurs. La componenta de sincronizare, unde precizăm cât de des ajustăm fondul de acțiuni la ținta sa de creștere, putem să facem asta lunar, trimestrial, anual sau în alt interval. Ținta noastră de creștere ar putea să fie oricât dorim, spre exemplu 2 procente pe lună, 4 procente pe trimestru sau 11 procente anual.

Vom explora diferite permutări ale acestor componente mai târziu în carte dar există o combinație prestabilită, mereu valabilă care este cazul de bază al planului. Funcționează pentru oricine pe durata majorității anilor de serviciu și pe aceasta o am în vedere când mă refer la 3Sig. În cazul de bază al planului, componentele sunt după cum urmează:

- Fondul de acțiuni al unei companii mici pe post de vehicul de creștere
- Un fond de obligațiuni ca vehicul de siguranță
- O alocare țintă de 80/20 între fondurile de acțiuni și obligațiuni
- Un prag de alocare a obligațiunilor de 30% care să declanșeze reechilibrarea înapoi la 80/20
- Un program trimestrial de reglare temporală
- O țintă de creștere de 3%

La sfârșitul fiecărui trimestru te vei uita la soldul fondului tău de acțiuni. Dacă a crescut cu 3 procente, nu vei face nimic. Dacă a crescut cu mai mult de 3 procente, vei vinde profitul suplimentar și vei depune câștigurile în fondul tău de obligațiuni. Dacă a crescut cu mai puțin de 3 procente sau dacă a pierdut bani, vei folosi profituri din fondul tău de obligațiuni pentru a cumpăra la fondul tău de acțiuni până la soldul la care ar fi ajuns dacă ar fi crescut cu 3 procente în trimestrul acela. În felul acesta, vei extrage în mod mecanic profit din fluctuația prețului.

Imaginează-ți linia semnalului de 3% ridicându-se spre dreapta graficului cu prețul. La finalul fiecărui trimestru, soldul fondului tău de acțiuni se va afla fie deasupra, fie dedesubtul liniei semnalului. Ai putea să hașurezi distanța dintre cele două cu verde pentru un surplus de profit deasupra liniei semnalului, cu roșu pentru un profit deficitar sub aceasta. Procedura trimestrială vinde surplusul sau cumpără deficitul pentru a aduce fondul de acțiuni înapoi la linia semnalului. Arată ceva de felul acesta:



Vânzarea surplusurilor și cumpărarea deficitelor de-a lungul liniei semnalului de 3%.

Acest sistem simplu bate bursa, eliminând zgomotul. Nu vei avea nevoie de – și nici nu vei dori – părerea cuiva despre direcția în care se îndreaptă acțiunile, nici măcar de a ta. Planul reacționează mai curând la ce s-a întâmplat *efectiv*, nu încearcă să prezică ce *s-ar putea* întâmpla și nu îți trebuie decât prețurile de închidere trimestriale. Această metodă este alimentată de cifre reale, nu de pronosticuri. Te va ajuta mai mult decât presupușii experți să obții un profit, fără să fii nevoit să-i ascuți, pe măsură ce consolidezi rata de creștere de 3% cu efort puțin și aproape niciun stres. Planul acesta va automatiza o parte importantă din viața ta financiară, iar tu îți vei putea vedea liniștit de trai.

Pe parcursul acestei cărți, vom aborda componentele 3Sig-ului și vom adăuga două completări care îți amplifică performanța: o regulă „menține-te pe poziții” care îți spune să rămâi investit integral în acțiuni pentru redresarea bursei după o cădere, și utilizarea unui cont de achiziții în punctele de minim pentru a finanța semnalele de cumpărare în timpul marilor vânzări.

Pentru a derula 3Sig, vei avea nevoie de numai două fonduri de indici ieftine, unul cu acțiuni ale companiilor mici și unul

pentru obligațiuni. Asta înseamnă că îți poți derula planul oriunde îți păstrezi investițiile, cum ar fi un 401(k), un IRA* sau un cont obișnuit de brokeraj. Cel mai bun loc pentru a desfășura 3Sig este un cont de pensie pentru că îți oferă posibilitatea să urmezi semnalele pentru a vinde, fără să-ți faci griji cu impozitele pe profit. Vom trata asta mai pe larg în capitolul 6. Faptul că îți convertești obiectivele de pensie și alte obiective financiare la 3Sig va elimina nervozitatea generată de bursă din viața ta, va scădea costurile pe care le plătești și va amplifica substanțial performanțele investițiilor tale. Funcționează atât de bine și atât de nedureros, încât te vei întreba cum ai ajuns până aici fără asta.

Ia-ți adio de la distrațiile cu validitate zero și de la anxietatea nehotărârii care bântuie majoritatea abordărilor de investiții și salută de bun venit calculele raționale care elimină toate presupunerile în cele doar patru zile din an în care te vei deranja să verifici. Acesta este felul în care investesc investitorii cu adevărat inteligenți, iar tu urmează să li te alături.

Volatilitatea este oportunitate

Liniile stagnante nu duc la profit. Avem nevoie de maxime și de minime. Sarcina noastră ca investitori este să recunoaștem oscilația inevitabilă între maxime și minime drept fluxul natural al pieței. Presa transformă această mișcare în povești sentimentale de agonie și extaz, dar atunci când le eliminăm și înțelegem că prețurile mici sunt pentru cumpărare și că prețurile mari sunt pentru vânzare, volatilitatea devine prietena noastră.

Din păcate, nu ne pricepem la eliminarea zgomotului. Suntem încă și mai incompetenți în a da la o parte prietenii și familia care recepționează zgomotul și sunt dornici să ne împărtășească ce-au auzit. Mass-media financiară știe cum să creeze o pledoarie convingătoare folosind experți credibili și dovezi convingătoare. Ultimele sunt exprimate frecvent în termenii situării la vreun nivel

* Acronim de la *Individual retirement account* = cont de pensionare individual, este un plan de economii cu dobândă amânată, în conformitate cu reglementările Agenției de Administrare Fiscală a Statelor Unite ale Americii. (n.red.)

semnificativ istoric. Spre exemplu, ai putea să citești că, pentru prima dată în 18 luni, volumul pe Bursa din New York a depășit un anumit număr de acțiuni. Și ce-i cu asta? Răspunsul nu îți este oferit niciodată. Ești lăsat să crezi că ar trebui trasă vreo concluzie importantă, dar va trebui să o tragi singur. Combină asta cu o ocazie în care prețurile acțiunilor au urcat ori au scăzut foarte mult și ești vulnerabil emoțional să alergi într-o direcție aleatorie. Experții te vor îmboldi constant cu lozinci reciclate și uzate cum ar fi „e timpul pentru o pauză” sau „prețul determinat perfect” în tabăra pesimistă și „spațiu de dezvoltare” sau „veștile proaste sunt integrale deja” în tabăra optimistă.

Tot ce trebuie să știi efectiv este că te poți folosi de mișcarea prețului acțiunilor. Nu contează de ce prețurile sunt mari, ci doar că sunt mari. Nu contează de ce au scăzut, ci doar că sunt scăzute. Faptul că sunt ridicate sau scăzute nu influențează în niciun fel șansele ca ele să fie mai mari sau mai mici în următorul interval de timp. Poți să știi doar ce *s-a* întâmplat, nu ce *s-ar putea* întâmpla. S-ar putea întâmpla orice, așa că de ce te-ai mai deranja să ghi-cești? Lasă asta în seama experților.

Cu cât o investiție fluctuează mai mult, cu atât furnizează o oportunitate mai mare pentru profit, dar la un nivel mai ridicat al stresului. Fluctuația redusă este ușor de acceptat emoțional, dar nu este foarte profitabilă. Fluctuația ridicată este greu de acceptat emoțional, dar poate să fie foarte profitabilă. Majoritatea planificatorilor vor sugera că trebuie să se ajungă la un echilibru prin combinarea activelor cu volatilitate redusă cu cele cu volatilitate ridicată, susținând că stabilitatea primelor ne va oferi încrederea pentru a menține investiția pentru performanța solidă a ultimelor.

Eu propun o abordare diferită. În loc să ne bazăm doar pe confortul activelor cu volatilitate redusă pentru a menține direcția volatilității ridicate, de ce să nu introducem de asemenea un mecanism prin care să punem volatilitatea la treabă? Acest lucru face ca schimbările de preț să devină interesante și amuzante, nu devastatoare emoțional, în timp ce executăm încântați automatizarea achiziției de minime și vânzării de maxime. Ne simțim în largul

nostru cu procesul, nu suntem temători în fața pierderilor și lacomi după câștiguri.

Acest confort și eficiența automatizării ne dau posibilitatea să ne concentrăm grosul banilor pe un segment mai volatil al bursei, pentru rezultate mai bune pe termen lung. Sunt puțini planificatorii care recomandă o traiectorie de felul acesta pentru că volatilitatea mai ridicată îi îndepărtează pe cei mai mulți oameni de plan. Asta se întâmplă pentru că majoritatea planurilor nu includ niciun mecanism pentru semnalizarea prețurilor scăzute de cumpărare și prețurilor mari de vânzare. Al meu include, așa că tratarea automată a volatilității mai ridicate face să fie mai ușor să îl urmezi prin suișuri și coborâșuri. Asta te recompensează cu rezultate mai bune de-a lungul timpului, în două feluri. În primul, pentru că părțile volatile ale pieței cresc mai mult decât cele mai blânde după ce se trage linie. În al doilea, deoarece cumpărarea automată a prețurilor scăzute și vânzarea automată a celor mari amplifică această performanță deja mai puternică.

Vom discuta mai târziu pe care dintre părțile volatile ale pieței o vom folosi. Pentru moment, înțelege doar că volatilitatea furnizează oportunitate atunci când este utilizată adecvat. Nu trebuie să te temi de ea. Într-o investiție care nu poate să dea faliment, prețurile în scădere sunt doar o ocazie de a utiliza banii pentru profit mai târziu. Asta poate să pară de la sine înțeles, dar se pierde în forfota zilnică a pronosticării pieței. Până vei ajunge să termini această carte, te vei concentra integral pe prețurile pe care volatilitatea pieței ți le-a furnizat deja, și nu vei acorda deloc atenție celor pe care s-ar putea să ți le livreze în viitor. Vei ajunge să ai încredere că aceeași automatizare care te-a adus până aici te va duce chiar și mai departe și vei înceta să-ți faci griji referitor la direcția pieței. Indiferent încotro se îndreaptă aceasta, automatismul va reacționa corespunzător.

Volatilitatea este o oportunitate, iar tu o vei pune la treabă.

Retragerea spre indici

Privind la dovezile din ultimul capitol și la rafturile de cercetare care le susțin, numeroși investitori renunță să anticipeze piața și se retrag spre fondurile de indici. Chiar și marele investitor Warren Buffett, care a acumulat una dintre cele mai mari averi deținând acțiuni ale companiilor pe care le considera subevaluate, a spus în mai 2007 că majoritatea investitorilor s-ar descurca mai bine deținând fonduri de indici cu costuri reduse decât dacă și-ar încredința banii managerilor sau dacă ar alege acțiuni pe cont propriu. „Un indici cu costuri foarte scăzute va bate majoritatea banilor gestionați de amatori sau a celor gestionați de profesioniști,” a zis el. El credea că poate continua să bată indicele S&P 500, dar că ar fi surprins dacă ar reuși cu mai mult de „câteva puncte procentuale.” Venind din partea unuia dintre cei mai buni selecționeri de acțiuni din toate timpurile, aceste observații sunt demne de atenție.

Un fond mutual de indici sau un fond tranzacționat pe bursă (ETF) deține piața fără să emită vreun fel de judecată. Nu încearcă să ghicească urcușuri și coborâșuri, nu-i pasă de ce se întâmplă în economie, este indiferent la lansările de noi produse incitante și așa mai departe. În cazul indicelui S&P 500, un fond de indici deține acțiunile tuturor celor 500 de mari companii de pe lista creată de Standard & Poor's. În cazul Russell 2000, un fond de indici deține acțiunile tuturor celor 2000 de companii mici de pe listă. Acțiunile dintr-un indici se numesc componentele acestuia. Majoritatea fondurilor de indici dețin toate componentele cu aceleași pondere procentuală ca indicile însuși. Acești indici, mai ales cei mari, cum ar fi Dow Jones Industrial Average și S&P 500, sunt numiți „piața.” Când deținem fonduri de indici, ne plasăm banii în piața însăși, fără nicio tentativă de a alege care sunt acțiunile care vor evolua mai bine decât întregul.

Asta funcționează pentru că este ieftin și îi surclasează pe majoritatea managerilor profesioniști care cad victimă tuturor defectelor umane despre care ai citit în capitolul trecut. În orice an dat, circa două treimi dintre „profesioniști” se descurcă mai prost decât s-ar fi descurcat dacă ar fi cumpărat pur și simplu un fond de

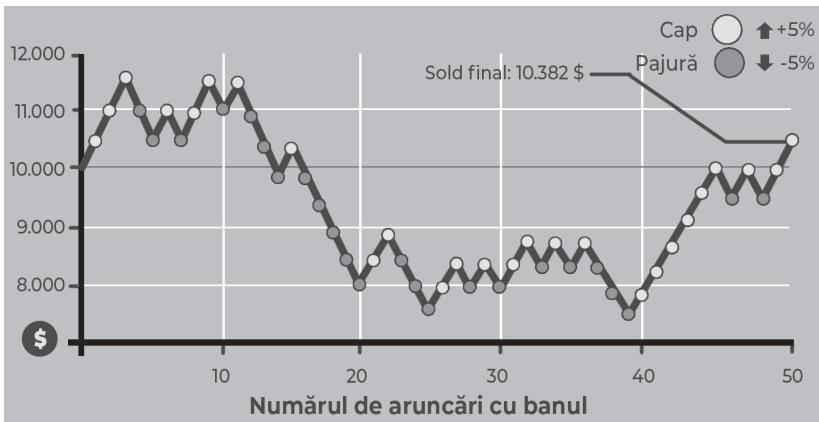
indici în prima zi de tranzacționare din ianuarie și și-ar fi petrecut restul anului pescuind.

Investițiile în indici sunt adevăratul nostru rival, nu Peter cel Perfect sau experții zero-val. Dacă nu putem elabora un plan care bate indicele S&P 500 de-a lungul timpului, ar trebui să renunțăm și să deținem chiar indicele. S&P 500 va fi etalonul nostru de referință în această carte și îl vom depăși serios. Făcând asta, vom face complet praf legiunile de manageri financiari cu valoare zero.

Cum să depășești pragul de predicție 50/50

În ultimul capitol, am văzut un grafic pe care l-am creat dând cu banul de 50 de ori și ajustând un sold de 10 000 \$ cu 5% mai sus pentru cap și cu 5% mai jos pentru pajură. Am aflat că produce șiruri de rezultate care nu par aleatorii și că graficul rezultat arăta ca graficele de pe bursa de valori. Pentru a-ți reîmprospăta memoria, iată secvența de rezultate obținută dând cu banul și graficul pe care l-au produs:

CCC PP C P CC P C PPP C P P P P P CC PPP CC P C P CC P C P C PPP
 CCCCCC P C P CC

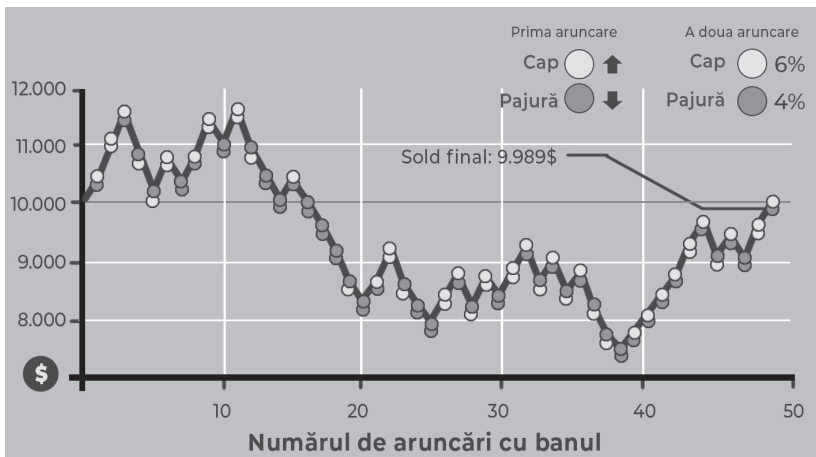


Schimbări într-un sold de 10 000 \$ prin datul cu banul

Pentru a face exemplul mai realist, să adăugăm un al doilea strat de aleatoriu. Pe lângă aceeași secvență de cap și pajură obținută înainte, am dat cu banul de încă 50 de ori. Cap însemna o schimbare de 6% în soldul contului, fie în sus, fie în jos, în funcție de prima aruncare a banului, pe când pajura însemna o schimbare de doar 4%. Iată cea de a doua secvență de rezultate obținute dând cu banul:

P C P CCC PP C P CC PPPPP C PP CC PP C P CC P C P C P C P CC
PPPPP C P C PP C P

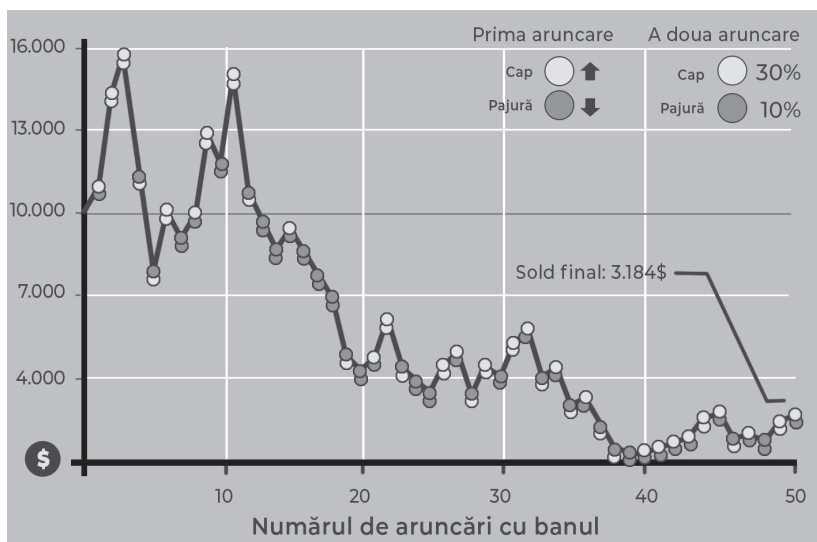
La prima aruncare a ieșit cap în prima secvență, indicând o schimbare pozitivă, și pajură în cea de-a doua secvență, indicând 4%. Soldul de 10 000 \$ a crescut cu 4%, la 10 400 \$. Cea de-a doua aruncare a fost din nou cap în prima secvență, indicând o schimbare pozitivă, și cap în cea de-a doua secvență, indicând 6%. Soldul de 10 400 \$ a crescut cu 6%, la 11 024 \$. Iată cum s-a derulat procesul acesta de-a lungul a 50 de reprize:



Schimbări în soldul de 10 000 \$ în urma a două secvențe de aruncat cu banul

Tiparul este foarte apropiat de cel generat înainte cu mișcări constante de 5%. Cifrele sunt ușor diferite, dar tiparul este aproape același. Cel de-al doilea strat de aleatorii a schimbat foarte puțin rezultatul primului. Motivul este că al doilea strat nu a putut modifica direcția liniei graficului în fiecare repriză, ci doar dimensiunea mișcării. În primul exemplu, graficul s-a deplasat de fiecare dată cu 5%. În cel de-al doilea, s-a mișcat fie cu 4%, fie cu 6%, deci fie ceva mai puțin, fie ceva mai mult. Acele 4 și 6 procente dau o medie de 5 când sunt adunate la rezultatul similar de pe parcurs din moment ce fiecare era la fel de probabil.

Totuși, cifrele mai mari și cifrele mai depărtate pot modifica semnificativ rezultatul, forțând același tipar asupra unui teritoriu mai larg. Iată un grafic cu aceleași secvențe de dat cu banul ca cele de mai sus, dar în care capul produce o mișcare de 30% și pajura produce o deplasare de 10%.



Schimbări în soldul de 10 000 \$ în urma a două secvențe de aruncat cu banul, cu deplasări mai ample.

Această schimbare s-a produs doar mărind deplasările. Primul exemplu cu fiecare schimbare la 5% ne-a lăsat cu 10 382 \$. Cel de-al doilea exemplu cu cap de 6% și pajura de 4% ne-a lăsat

cu 9 989 \$. Acest al treilea exemplu cu cap de 30% și pajura de 10% ne-a lăsat cu 3 184 \$.

În aceste exemple, am obținut rezultate diferite din același tipar aleatoriu de urcușuri și coborâșuri schimbând dimensiunea mișcărilor, dar s-ar fi putut produce de asemenea și schimbând cantitatea de bani care profita de mișcări. Dacă am investi mai mult la prețurile mici și mai puțin la cele mari ne-am spori ușor rezultatele chiar și în timp ce piața urmează un drum aleatoriu. Vom explora asta mai în amănunt în cele ce urmează.

Reechilibrarea reactivă

Dacă suntem convinși de dovezile din capitolul 1, oare nu suntem ipocriți încercând să investim mai mult în punctele de minim și mai puțin în cele de maxim? Dacă nu este posibil să știm când atinge piața punctul minim sau pe cel maxim, cum putem ști când să adăugăm mai mulți bani și când să vindem profiturile?

Nu putem să știm minimele și maximele cu exactitate, dar putem să cunoaștem direcția în care a evoluat piața și putem reacționa corespunzător. Asta nu necesită nicio predicție. Înainte să presupunem viitorul, reacționăm la trecut. Ne determinăm acțiunile prin ce s-a întâmplat deja, în loc de ce s-ar putea sau nu ar putea să se întâmple. Când cresc prețurile și ne trezim cu un exces de profit, vindem. Când scad prețurile și ne trezim înconjurați de chilipiruri, cumpărăm. Eu numesc asta reechilibrare reactivă pentru a descrie reacția la direcția în care s-a deplasat piața reechilibrând mai mult din capitalul nostru pe bursă sau în afara acesteia, după cum este necesar – fără să fie nevoie de vreun glob de cristal. Tentativa mai obișnuită de a profita de pe urma acțiunilor implică reechilibrarea predictivă, care înseamnă să muți bani în direcția în care o aruncare a monedei cu valoare zero îți spune că se vor multiplica în viitor.

Gândește-te la tiparul de dat cu banul la care ne-am uitat. În primul exemplu, ne-am mișcat cu 5% în fiecare punct de inflexiune, în sus și în jos. În al doilea, ne-am mișcat fie cu 4%, fie cu 6%. În cel de-al treilea, cu 30% sau cu 10%. Am atribuit aleatoriu