

HAIHUI PE WALL STREET

Editura ACT și Politon

Str. Înclinată, nr. 129, Sector 5, București, România, C.P. 050202.

tel: 0723 150 590, e-mail: office@actsipoliton.ro

www.actsipoliton.ro

A Random Walk down Wall Street - 13th Edition

Copyright © 2023, 2019, 2016, 2015, 2012, 2011, 2007, 2003, 1999, 1996, 1990, 1985, 1981, 1975, 1973

by W. W. Norton & Company Inc.

All rights reserved

© 2023 Editura ACT și Politon pentru prezenta ediție românească

Traducător: **Bogdan Ghiurco**

Redactor: **Camelia Zara**

Tehnoredactor: **Teodora Vlădescu**

Coperta: **Alexandra Ilie**

Copyright Manager: **Andrei Popa**

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României

MALKIEL, BURTON G.

Haihui pe Wall Street / Burton G. Malkiel; trad.: Bogdan Ghiurco. - Ed. a 2-a. - București: ACT și Politon, 2023

ISBN 978-630-303-134-7

I. Ghiurco, Bogdan (trad.)

336

AVERTISMENT: Distribuirea, copierea sau piratarea în orice fel a acestei cărți nu este pedepsită numai prin lege, dar contravine și tuturor normelor și principiilor etice și sănătoase pe care un astfel de titlu le promovează. Ce fel de efect va avea energia pe care vreți să o transmiteți mai departe, dacă aceasta vine prin furt, ilegalitate și lipsă de respect față de autor și față de toți cei care au contribuit la crearea acestei cărți, astfel ca ea să ajungă la dumneavoastră? Împărtășiți cu ceilalți informațiile importante, valorile și lecțiile pe care le-ați aflat din acest material, într-un mod corect și responsabil.

Burton G. Malkiel

HAIHUI PE WALL STREET

Cel mai bun ghid de investiții pe care îl poți cumpăra

Ediția a II-a

Traducere din limba engleză de
Bogdan Ghiurco

ap!
act și politon

Pentru Nancy și Piper

Cuprins

<i>Prefață la ediția în limba română</i>	13
<i>Mulțumiri</i>	17
<i>Introducere la a cincizecea ediție aniversară</i>	19

Partea I

ACȚIUNILE ȘI VALOAREA LOR

1. FUNDAȚII SOLIDE ȘI CASTELE DE NISIP	37
Ce înseamnă un mers aleatoriu?	38
Investiția ca mod de viață al zilelor noastre	41
Investiția în teorie	45
Teoria fundației solide	45
Teoria castelului de nisip	48
Cum se desfășoară o plimbare haihui	51
2. NEBUNIA MASELOR	53
Mania lalelelor	54
Bula Mării Sudului	59
Wall Street o face de oaie	67
Concluzii	77
3. BULE SPECULATIVE ÎNTRE ANII 1960 ȘI 1990	79
Judecata sănătoasă a instituțiilor	79
Înflăcărații ani '60	80
Mania „Nifty Fifty”	92
Furtunoșii ani '80	94
Ce înseamnă toate astea?	102

4. BULELE EXPLOZIVE DIN PRIMELE DECADE ALE ANILOR 2000	107
Bula Internetului	108
Bula imobiliară din S.U.A. și criza de la începutul anilor 2000	126
Bulele și activitatea economică	135
Mini bule în acțiunile meme	138
Bula criptomonedelor	141
Lecții învățate	153

Partea a II-a

CUM PRACTICĂ PROFESIONIȘTII CEL MAI TARE JOC DIN ORAȘ

5. ANALIZA TEHNICĂ ȘI ANALIZA FUNDAMENTALĂ	157
Analiza fundamentală vs. analiza tehnică	158
Ce putem învăța din grafice?	160
Justificarea metodei grafice	165
De ce s-ar putea ca metoda grafică să nu funcționeze?	167
De la grafician la tehnician	169
Tehnica analizei fundamentale	170
Trei avertismente importante	180
De ce s-ar putea ca analiza fundamentală să nu funcționeze?	183
Analiza fundamentală și cea tehnică folosite împreună	185
6. ANALIZA TEHNICĂ ȘI TEORIA MERSULUI ALEATORIU	191
Găurile din pantofi și ambiguitatea previziunilor	192
Există o inerție a pieței de acțiuni?	194
Ce înseamnă, mai exact, mersul aleatoriu?	195
Câteva sisteme tehnice mai elaborate	200
O serie de alte teorii tehnice care te ajută să pierzi bani	207
Analiza contraargumentelor	215
Implicații pentru investitori	218

7. CÂT DE BUNĂ ESTE ANALIZA FUNDAMENTALĂ?

TEORIA PIEȚEI EFICIENTE	221
Opiniile Wall Street-ului și ale lumii academice	222
Analiztii financiari sunt clarvăzători?	223
De ce este încețoșat globul de cristal	225
Oare analiztii financiari chiar aleg soluții câștigătoare?	
Performanța fondurilor mutuale	240
Forma semi-puternică și forma puternică a teoriei pieței eficiente	250

Partea a III-a

NOUA TEHNOLOGIE DE INVESTIȚII

8. O PERECHE NOUĂ DE PANTOFI PENTRU PLIMBARE:

TEORIA MODERNĂ A PORTOFOLIULUI	257
Rolul riscului	259
Definiția riscului: dispersia profitului	259
Documentarea riscului: un studiu de cursă lungă	264
Reducerea riscului: teoria modernă a portofoliului (MPT)	267
Diversificarea în practică	272

9. CUM SĂ CULEGI ROADE CRESCÂND RISCUL

Beta și riscul sistematic	282
Modelul de evaluare a activelor financiare (CAPM)	286
Să analizăm performanța	294
Evaluarea dovezilor	297
Expediția cuanților în căutarea unor indicatori de risc mai buni: teoria arbitrajului prețurilor	300
Modelul trifactorial Fama-French	302
O explicație cu factori multipli a prețurilor acțiunilor	304
Rezumat	304

10. FINANȚELE COMPORTAMENTALE	309
Comportamentul irațional al investitorilor individuali	313
Finanțele comportamentale și economisirile	334
Limitele arbitrajului	336
Care sunt lecțiile învățate din finanțele comportamentale?	342
Ne învață finanțele comportamentale cum să învingem piața?	353
11. NOI METODE DE CONSTRUIRE A PORTOFOLIULUI: STRATEGIILE	
BETA INTELIGENTE, PARITATEA DE RISC ȘI INVESTIȚIILE ESG	355
Ce este o strategie „beta inteligentă”?	356
Patru „arome” savuroase: argumente pro și contra	360
Fondurile mixte în practică	373
Implicații pentru investitori	376
Paritatea de risc	378
Investițiile ESG	390
Observații de încheiere	396

Partea a IV-a

UN GHID PRACTIC PENTRU „HOINARI” ȘI ALȚI INVESTITORI

12. MANUAL DE SĂNĂTATE PENTRU CEI CARE SE PLIMBĂ HAIHUI ȘI PENTRU ALȚI INVESTITORI	399
Exercițiul 1: Fă-ți proviziile necesare	400
Exercițiul 2: Ai grijă să nu ajungi la sapă de lemn. Acoperă-ți spatele cu rezerve de numerar și o asigurare	403
Exercițiul 3: Fii competitiv. Lasă randamentul rezervei de numerar să țină pasul cu inflația	407
Exercițiul 4: Învață cum să eviți percepătorul	412
Exercițiul 5: Asigură-te că ți se potrivește pantoful. Înțelege obiectivele investiției tale	420

Exercițiul 6: Începe-ți plimbarea de la tine de acasă – traul în chirie îți slăbește puterea investițională	429
Exercițiul 7: Cum să analizezi o promenadă prin țara obligațiunilor	432
Exercițiul 7a: În timpul perioadelor de represiune financiară, folosește substituenți de credite pentru o parte a portofoliului de obligațiuni agregate	443
Exercițiul 8: Tiptil pe tărâmul aurului, obiectelor de colecție și al altor investiții	444
Exercițiul 9: Nu uita, costurile de investiție nu sunt întâmplătoare; unele sunt mai mici decât altele	448
Exercițiul 10: Evită prăpăstiile și pietrele de încercare. Diversifică-ți pașii investiției	450
13. CUM SĂ FURI CURSA FINANCIARĂ: UN MANUAL PENTRU ÎNȚELEGEREA ȘI ESTIMAREA PROFITURILOR DIN ACȚIUNI ȘI OBLIGAȚIUNI	455
Care sunt factorii care influențează rentabilitatea acțiunilor și obligațiunilor?	456
Patru epoci istorice ale randamentelor de pe piața financiară	462
<i>Epoca I: Epoca Liniștii</i>	464
<i>Epoca II: Epoca Neliniștii</i>	466
<i>Epoca III: Epoca Exuberanței</i>	472
<i>Epoca IV: Epoca Dezamăgirii</i>	476
Piețele din 2009 până în 2022	477
Pronosticarea randamentelor viitoare	478
14. GHID DE INVESTIȚII ÎN FUNCȚIE DE ETAPELE VIEȚII	483
Cinci principii de alocare a activelor	484
Trei linii directe în croirea unui plan de investiții în funcție de etapele vieții	502
Ghidul de investiții în funcție de etapele vieții	505
Fonduri pentru tot ciclul vieții (cu dată fixă)	510

Administrarea investiției după pensionare	511
Cum să-ți investești economiile pentru pensie	513
Metoda „fă-singur”	517
15. TREI PAȘI URIAȘI PE WALL STREET	523
Pasul „la mintea cocoșului”: investițiile în fonduri de tip index	526
Pasul „fă singur”: reguli utile pentru selectarea acțiunilor	541
Pasul „jucătorului de rezervă”: angajează un „plimbăreț” profesionist pe Wall Street	547
Consilierii de investiții, standard și automatizați	549
Câteva gânduri de final pentru plimbarea noastră	557
Un ultim exemplu	559
<i>Epilog</i>	561
<i>Ghidul de referință al „hoinarului” pentru fondurile mutuale și ETF-uri</i>	567

PREFATĂ LA EDIȚIA ÎN LIMBA ROMÂNĂ

A treisprezecea ediție a acestui veritabil compendiu de investiții financiare ajunge și la cititorii români prin intermediul volumului de față care vă propune nu doar o hoinăreală pe faimoasa Wall Street așa cum ar putea sugera titlul, ci mai degrabă o radiografie a istoriei investiționale de câteva sute de ani până în zilele noastre. După cum spune chiar Malkiel, subtitlul acestei cărți ar putea fi *Cum să te îmbogățești încet, dar sigur*.

Ce este o plimbare aleatorie* dincolo de un concept teoretic destul de greu digerat de armata de analiști financiari și administratori de fonduri? Pe înțelesul cititorului care este la început de drum în investiții, teoria mersului aleatoriu spune că evoluția prețului activelor pe piețele financiare este la fel de greu de prevăzut ca și pașii unui bețiv.

Pornind de la o analiză amuzantă a principalelor bule financiare din ultimele secole, Burton face de fapt o analiză a comportamentului investițional dominat de emoții al majorității oamenilor. Maniera simplă și transparentă de expunere a acestor fenomene social-investiționale te va îndemna ca cititor să explorezi mai în detaliu resorturile care au acționat în aceste puncte de referință ale evoluției investiționale, de la mania bulbilor de lalea până la deja faimosul bitcoin.

În partea a II-a trecem ușor de la istoria investițiilor, pe care, între noi fie vorba, toți cei care n-o cunosc vor fi nevoiți

* *Random walk* în engl., în orig. (n.red.)

s-o trăiască pe pielea și, mai ales, buzunarul lor, la instrumente consacrate de analiză. Analiza tehnică și cea fundamentală sunt tratate cu un fin discernământ de către autor cu avantajele și dezavantajele fiecărei metode în parte, precum și consecințele aplicării lor combinate. În finalul celei de-a doua părți, Malkiel conchide că, indiferent de sofisticarea metodelor de analiză folosite, este aproape imposibil să „bați piața”. Să nu uităm că și legendarul Warren Buffett recomandă plasarea banilor în fonduri de tip index; a stipulat această cerință chiar și în propriul testament.

În esență, spune autorul, mișcarea pieței nu poate fi anticipată cu acuratețe de niciuna dintre metodele de analiză tehnică sau fundamentală și, pe termen lung, singura strategie viabilă este cumpără și păstrează (buy & hold).

De la clasicele forme de analiză trecem ușor la modelele mai sofisticate dezvoltate în ultimii zeci de ani precum teoria modernă a portofoliului și de analiză a riscului. Se pare că una dintre metodele confirmate pentru creșterea randamentului unui portofoliu este creșterea controlabilă a riscului.

Nu mai puțin interesantă este introducerea pe care Malkiel o face în teoria finanțelor comportamentale. Această ramură nouă și încă destul de crudă a analizei comportamentului investițional face trecerea de la presupunerea că investitorii sunt ființe raționale și iau decizii bazate doar pe analiză logică la realitatea că oamenii, ființe emoționale, iau majoritatea deciziilor bazându-se pe emoții. Ba mai mult, piețele fiind în esență un cocktail de emoții ale tuturor actorilor implicați, și prețul, respectiv randamentele investițiilor, vor fi influențate preponderent de emoții și doar pe alocuri cenzurate de logică.

Mai mult decât atât, modelul comportamental spune că în toată lipsa de rațiune a deciziilor investiționale bazate pe emoții, există niște modele care pot fi cuantificate și pe baza cărora „investitorii inteligenți” (ca să-l cităm pe faimosul Ben Graham) pot lua decizii.

De departe partea cea mai interesantă și mai practică a cărții este partea a IV-a, care, după cum îi spune și numele, se constituie într-un ghid de investiții numit de autor „manual de sănătate”.

De-a lungul timpului, oricâte lecții de finanțe și investiții am predat în speranța că fiecare își va lua punctual ceea ce are nevoie pentru nivelul de experiență și obiectivele personale, tot „rețetele gata pregătite” au avut cel mai mare succes. Și, într-un fel, este perfect explicabil. Majoritatea oamenilor caută, conform principiului minimei rezistențe, scurtături pentru o viață mai bună și mai împlinită și rețete prefabricate.

Pentru toți aceștia, și chiar pentru investitorii care preferă să fie „mai inteligenți decât piața”, modelele propuse și descrise foarte detaliat de Malkiel sunt pe de o parte repere în construirea unui portofoliu de investiții care să asigure randamente optimizate, cât și rețete pentru investitorii comozi. Să nu uităm însă avertismentul autorului pentru investitori în ce privește răbdarea și consecvența:

Repede nu poți decât să sărăcești. Ca să te îmbogățești, trebuie s-o iei încet și să începi acum.

Cel mai interesant lucru pe care îl oferă această carte sunt exercițiile practice care simulează situații reale pe care le-ai putea întâlni în viață și oferă răspunsuri clare și pertinente la

întrebări pe care majoritatea investitorilor le au, cel puțin la început de drum.

Modelul de investiții pentru un ciclu de viață este un material care ar trebui să fie predat și discutat cu orice tânăr încă de la vârsta de la care începe să înțeleagă finanțele și banii. Cu siguranță aceste concepte îl vor ajuta să evite capcanele financiare și să-și construiască înțelept un portofoliu pentru momentele provocatoare ale vieții.

Personal, deși sunt investitor de peste 25 de ani în aproape toate instrumentele financiare ce există pe piețele locale și globale, am găsit în cartea lui Burton Malkiel înțelepciunea și dragostea bunicului meu. Uneori cu asprime, dar cel mai adesea cu glume și cu răbdare, acest veteran al investițiilor ne călăuzește prin labirintul instrumentelor și teoriilor investiționale ținându-ne de mână.

Sunt deopotrivă recunoscător și foarte bucuros pentru binecuvântarea de a scrie aceste cuvinte, dragi cititori români interesați de investiții și de bunăstarea personală și a comunității. Nu uitați că, dincolo de toate, banii sunt doar un mijloc de a ne face viața mai bună și prin care putem să-i ajutăm și pe cei mai puțin favorizați decât noi. Singurul motiv pentru care merită să fii bogat, dincolo de realitatea că bogăția este mai sexy decât sărăcia, este să-i ajuți pe cei din jurul tău.

Spor la bunăstare și investiții profitabile!

Eusebiu Burcaș

www.burcash.ro

MULȚUMIRI

Sunt recunoscător în special numeroaselor persoane care mi-au pus la dispoziție datele necesare pentru a aduce la zi analizele empirice care vin în sprijinul recomandărilor din această carte. Astăzi, la 50 de ani de la prima ediție, cred cu și mai multă tărie în teza originală a cărții. Datele extrase din ultima jumătate de secol de experiență în investiții sprijină clar opinia că indexarea pe o bază largă este o strategie optimă pentru administrarea averii.

Recunoștința mea față de cei menționați în edițiile anterioare este în continuare vie. Pe lângă ei, trebuie să menționez numele câtorva persoane care au contribuit în mod deosebit la această ediție aniversară. Kristen Perleberg de la Leuthold Group mi-a pus la dispoziție calcule actualizate care explică tiparele istorice ale randamentelor titlurilor de valoare. Larry Swedroe mi-a comunicat datele în ce privește structura factorului randamentelor titlurilor de valoare și rezultatele istorice luând clar în calcul aspectele ambientale, sociale și de administrare ale investițiilor de portofoliu. Jeremy Schwartz și Jeremy Siegel și-au actualizat calculele privind randamentele acțiunilor pe termen lung. Scott Donaldson mi-a comunicat estimările recente pentru randamentele anuale.

Andrew Shuman de la Vanguard Group a colectat datele privind fondurile mutuale care stau la baza calculelor

pentru multe grafice și simulări care sprijină recomandările privind investițiile din aceste pagini. Am primit ajutor la căutări și din partea asistentei mele Shazra Raza, studentă la Princeton. James Lange a contribuit la această ediție aniversară în numeroase feluri.

Asocierea mea cu W. W. Norton rămâne o colaborare excelentă, și le mulțumesc lui Brendan Curry și Carolinei Adams pentru asistența lor indispensabilă în publicarea acestei ediții.

Soția mea, Nancy Weiss Malkiel, a avut de departe cele mai importante contribuții la finalizarea cu succes a ultimelor nouă ediții. Pe lângă faptul că mi-a oferit cele mai afectuoase încurajări și sprijin, a citit cu atenție diferite drafturi ale manuscrisului și mi-a dat nenumărate sugestii care au adus lămuriri și au îmbunătățit considerabil textul. Reușește în continuare să găsească greșeli care mi-au scăpat și mie, și mai multor corectori și redactori. Cel mai important, mi-a adus o imensă bucurie în viață. Nimeni nu merită dedicația unei cărți mai mult decât Nancy și a doua cea mai bună prietenă a ei, Piper.

Burton G. Malkiel
Universitatea Princeton
iulie 2022

INTRODUCERE LA A CINCIZECEA EDIȚIE ANIVERSARĂ

Au trecut 50 de ani de la publicarea primei ediții a cărții *Haihui pe Wall Street*. Sfatul privind investițiile din ediția originală era foarte simplu: investitorii ar fi mult mai avantajati dacă ar cumpăra și ar păstra un fond de tip index cu o bază largă decât să încerce să cumpere și să vândă acțiuni individuale sau fonduri mutuale gestionate activ. Am declarat cu îndrăzneală că orice informație care afectează perspectivele companiilor individuale se vor reflecta rapid în prețul acțiunilor acestora. În această situație, un cimpanzeu legat la ochi care aruncă cu săgeți pe listările bursiere, poate selecta un portofoliu care să fie la fel de profitabil precum cele administrate de experți. Desigur, sfatul nu era să arunci efectiv cu săgeți. Analogia corectă era să arunci un prosop peste cotațiile acțiunilor și să cumperi și să păstrezi un portofoliu alcătuit din toate acțiunile dintr-un indice larg al pieței bursiere. Un portofoliu de acest fel avea șanse mari să depășească rezultatele fondurilor de acțiuni gestionate de profesioniști, ale căror onorarii anuale ridicate, costuri substanțiale de tranzacționare și consecințe fiscale reduc profitul investiției.

Acum, 50 de ani mai târziu, cred cu și mai multă tărie în această teză originală, și există un câștig de șapte cifre care o demonstrează. O persoană care ar fi investit 10.000\$

la începutul lui 1977 (când a devenit disponibil primul fond de tip index), ar avea un portofoliu în valoare de 2.143.500 de dolari la începutul anului 2022, presupunând că toate dividendele au fost reinvestite. O altă persoană care a cumpărat acțiuni într-un fond mutual obișnuit gestionat activ și-ar fi văzut investiția crescând la 1.477.033 de dolari. Diferența este uimitoare. La 1 ianuarie 2022, investitorul care a ales fondul de tip index avea cu 666.467 de dolari mai mult, adică două treimi dintr-un milion de dolari.

Astăzi, este larg acceptată ideea că investiția într-un index este o strategie optimă. În prezent, peste jumătate din banii investiți în fonduri mutuale de acțiuni sunt în fonduri de tip index. Și alte trilioane sunt investite în fonduri de tip index tranzacționate la bursă (EFT-uri, fonduri de tip index care fac tranzacții pe piețe publice de titluri de valoare). Dar, la început, ideea că investitorii ar trebui să cumpere fonduri de tip index a fost ridiculizată și considerată nebuneasă și imprudentă.

Ar fi un eufemism să spun că, inițial, *Haihui pe Wall Street* nu a stârnit un răspuns pozitiv. Prima ediție a fost recenzată în revista *BusinessWeek* de un specialist în bursa de valori, care a criticat-o aspru. Acesta considera că ideile prezentate erau naive în cel mai bun caz, și imprudente în cel mai rău. Nu înțelegea de ce investitorii ar trebui să se mulțumească cu o „mediocritate garantată”. Alți critici au spus că ideea conform căreia piețele financiare sunt destul de eficiente este „una dintre cele mai mari erori din istoria gândirii economice”.

Din fericire, nu m-am lăsat descurajat. Mi-am spus că, dacă nu ar fi nimeni care să dezaprobe ceea ce ai scris,

atunci poate că nu ai publicat ceva demn de citit. Poți evita oricând criticile nespunând nimic și nefăcând nimic.

La trei ani după publicarea inițială a cărții, Jack Bogle, CEO al Vanguard Group, a inaugurat primul fond de tip index disponibil publicului pentru investiții. „Primul fond de tip index” nu a fost primit mai bine decât *Haihui pe Wall Street*. Cei de la Vanguard au inițiat noul lor fond angajând câțiva bancheri de investiții de pe Wall Street pentru a vinde acțiuni în valoare de 250 de milioane de dolari. Bancherii au reușit să găsească cumpărători pentru doar 11 milioane. Deși cei de la Vanguard erau dispuși să vândă fără comision mai multe acțiuni ale fondului, cumpărătorii erau încă puțini. Obişnuiam să glumesc cu Jack Bogle că noi doi eram singurii acționari. Fondul era descris la scară largă ca fiind un eșec. Era numit „nebunia lui Bogle”, „sortit eșecului” și chiar „neamerican”. Timp de mulți ani, fondul de tip index a atras capital puțin. Oricât de optimist ar fi fost Jack cu privire la indexare, tot nu și-ar fi putut imagina că fondurile de tip index aveau să atragă trilioane de dolari în investiții.

În aceste pagini, cititorii vor găsi mult sprijin pentru ideea că piețele reflectă noile informații fără întârziere și că sunt foarte eficiente. Mai mult, dovezile convingătoare acumulate de-a lungul anilor ar trebui să-i facă chiar și pe sceptici să creadă în propunerile pe care le-am avansat privind indexarea. Cel mai important, cartea s-a dorit a fi întotdeauna un ghid complet de investiții, iar aplicările practice ale acestor idei vor fi explicate clar. Dar, înainte să începem, aș vrea să-ți spun, cât mai simplu posibil, ce se înțelege prin sintagma „piețe eficiente” și cum este adesea greșit interpretată în presă. Și aș mai vrea să clarific

argumentele de bun simț în favoarea ideii de a face din fondurile de tip index principala investiție pentru oricine economisește ca să iasă liniștit la pensie sau să obțină securitate financiară.

Teoria din spatele opiniei că indexarea este cel mai bun mod de a-ți investi mare parte din portofoliu este cunoscută sub numele sofisticat de „ipoteza pieței eficiente”, sau prescurtat EMF*. Albert Einstein a spus odată despre ipoteze și teorii: „Dacă nu le poți explica unui copil de șase ani, atunci înseamnă că nu le-ai înțeles”. Așadar, iată explicația mea simplă a acestei teorii.

Ipoteza pieței eficiente este alcătuită din două principii fundamentale. Primul spune că informațiile publice se reflectă în prețul acțiunilor fără întârziere. O informație care ar trebui să influențeze pozitiv (sau negativ) viitorul preț al oricărui instrument financiar se va reflecta în prețul activului respectiv astăzi. Dacă o companie farmaceutică a căror acțiuni se vând acum la prețul de 20\$ una primește aprobarea pentru un nou medicament care îi va oferi o valoare de 40\$ per acțiune mâine, prețul acțiunilor va crește la 40\$ imediat, nu încet de-a lungul timpului. Deoarece orice achiziție a unei acțiuni la un preț sub 40\$ va aduce un profit imediat, este de așteptat ca participanții pe piață să crească prețul la 40\$ fără întârziere.

Desigur, este posibil ca efectul deplin al noilor informații să nu le fie imediat evident participanților pe piață. Unii dintre ei ar putea subestima considerabil importanța noului medicament, în timp ce alții l-ar putea supraestima. Prin urmare, piețele ar putea avea o reacție prea slabă sau

* Efficient market hypothesis. (n. trad.)

exagerată la veștile respective. Pandemia de COVID-19 reprezintă un exemplu excelent despre cum emoțiile investitorilor și dificultatea de a prevedea amploarea și gravitatea disrupției economice care rezulta în urma acesteia pot accentua volatilitatea pieței. Dar nu este deloc clar faptul că reacțiile slabe sau exagerate sistematice la anumite noutăți reprezintă o oportunitate pentru investitorii pe piața de acțiuni să facă un profit extraordinar. Acest aspect al EMH implică un al doilea principiu al ipotezei – și, după părerea mea, cel mai important. Într-o piață eficientă, nu ai cum să obții câștiguri extraordinare dacă nu îți asumi riscuri extraordinare.

Această lipsă de oportunități pentru profituri extraordinare este explicată adesea printr-o glumă populară în rândul profesorilor de finanțe. Un profesor care adoptă EMH merge pe stradă împreună cu un student. Studentul vede pe jos o bancnotă de 100\$ și se apleacă s-o ia. „Nu te obosi”, îi spune profesorul. „Dacă chiar ar fi fost o bancnotă de 100\$, nu mai era aici”. Poate într-o variantă mai puțin extremă a poveștii, profesorul îi spune studentului să ia bancnota imediat, fiindcă n-o să mai fie acolo multă vreme. În cadrul unei piețe eficiente, competiția va avea grijă ca oportunitățile pentru câștiguri extraordinare ajustate la risc să nu dureze.

EMH nu sugerează că prețurile vor fi întotdeauna „corecte” sau că toți participanții de pe piață sunt mereu raționali. Există numeroase dovezi că mulți (poate chiar cea mai mare parte din) participanți sunt departe de a fi raționali și au preconcepții sistematice în procesarea informațiilor și în tendințele de tranzacționare. Dar, chiar dacă prețurile ar fi stabilite mereu de investitorii raționali,

acestea (care depind de estimări imperfecte) nu pot fi niciodată „corecte”. Ele sunt tot timpul „greșite”. EMH sugerează că nu putem fi niciodată siguri dacă sunt prea mari sau prea mici. Și orice profit atribuit unor estimări care sunt mai exacte decât consensul pieței nu va reprezenta o oportunitate pentru câștiguri extraordinare fără asumarea unui risc mult mai mare decât ar implica achiziționarea unui fond de tip index cu bază largă.

Sunt foarte conștient că piețele bursiere pot face greșeli scandalozes. În ianuarie 2021, o gloată de investitori înnebuniți au făcut să crească prețul acțiunilor GameStop de la 15\$ la aproape 500\$ înainte să se prăbușească la pământ în februarie. Întreaga bursă a crescut la niveluri fără precedent la începutul anului 2000. În perioada următoare, cele care au crescut cel mai mult au scăzut apoi cu 90% sau chiar peste. Dar nici măcar această bulă spectaculoasă (ținând cont de „dovezile incriminatorii” împotriva EHM) nu a oferit o cale ușoară spre profituri exagerate.

Nimeni nu ar fi putut prezice cât de mult avea să se extindă bula și când era probabil să se spargă. În 1996, prețul acțiunilor și relațiile de evaluare crescuseră deja la niveluri extraordinare. Multiplii raportului preț-câștig erau la stele. Acest lucru l-a făcut pe Alan Greenspan, președintele Rezervei Federale, să țină faimosul discurs în care a sugerat că bursa era la niveluri de bulă și că investitorii dădeau dovadă de „exuberanță irațională”. Bursa de valori a crescut energic timp de patru ani după aceea, și investitorii pe termen lung care au cumpărat acțiuni după acest discurs au câștigat rate generoase de rentabilitate.

Acum știm (după producerea faptului) că prețurile pieței erau la un nivel de apogeu al bulei la începutul anului 2000. Dar nimeni nu a putut să identifice cu precizie dinainte timpii bulei. De altfel, există dovezi considerabile că atât investitorii individuali, cât și cei instituționali care încearcă să găsească momentul potrivit pe bursă greșesc inevitabil. Ei cumpără în perioada de vârf a pieței, când domnește optimismul, și vând când piața atinge niveluri minime, iar pesimismul este exagerat. Și, deși unii investitori s-au bucurat de profituri mari în anumite perioade făcând evaluări mai exacte decât consensul pieței, aceste profituri nu reprezentau posibilități neexploatate de arbitraj pentru profituri extraordinare lipsite de risc. Astfel de tranzacții erau extrem de riscante, și mulți dintre cei care au pariat împotriva pieței au ajuns la ruină. Chiar și unele fonduri speculative care au pariat împotriva acțiunilor GameStop pe când acestea creșteau până la stratosferă, au suferit pierderi care le-au dus la faliment.

Ideea că piețele pot să proceseze noile informații cu o viteză rezonabilă și fără întârziere este asociată cu părerea că, de-a lungul timpului, prețurile acțiunilor au un mers aleatoriu. Sintagma „mers aleatoriu” este un concept matematic care spune că următorul număr într-o secvență de numere este independent de numărul anterior din serie și nu poate fi prevăzut. Se pare că expresia a fost folosită prima oară într-un schimb de corespondență care a apărut în ziarul *Nature* în 1905. Subiectul corespondenței era procedura optimă de căutare pentru a găsi un bețiv care a fost lăsat în mijlocul câmpului. Răspunsul era destul de complex, însă punctul de plecare era locul în care fusese lăsat

bețivul, fiindcă, dacă s-a deplasat, probabil că s-a împleticit într-o direcție la întâmplare, în mod imprevizibil.

Tot așa, dacă prețurile de pe bursa de valori încorporează pe deplin informațiile și așteptările tuturor participanților de pe piață, atunci modificările de preț trebuie să fie aleatorii. Desigur, prețurile se vor schimba pe măsură ce noi informații sunt dezvăluite pieței, dar știrile veritabile sunt aleatorii – nu pot fi prevăzute din evenimente trecute. Prin urmare, pe o piață eficientă din punct de vedere al informațiilor, modificările de preț nu pot fi prevăzute. Mișcările aleatorii ale prețurilor nu vor să însemne că bursa este capricioasă. Hazardul indică mai degrabă o bursă de valori funcțională și eficientă decât una irațională.

Dacă prețurile reflectă în mod rezonabil toate informațiile cunoscute, atunci chiar și investitorii neinformați care cumpără un portofoliu diversificat la lista de prețuri oferite de piață va obține o rată de rentabilitate la fel de generoasă ca cea obținută de experți.

Desigur, este posibil ca bursa de valori să nu reflecte deloc unele noutăți. Iar modificările prețurilor ar putea de la o zi la alta să se abată de la hazard în unele cazuri. Prin urmare, probabil că ar fi util să ne gândim la bursa de valori în termeni de eficiență „relativă” mai degrabă decât absolută. Andrew Lo, economist la MIT, sugerează că puțini ingineri s-ar gândi să testeze un anumit motor pentru a afla dacă este perfect eficient. Dar ar încerca să măsoare eficiența motorului în raport cu un ideal fără fricțiune. Tot așa, este nerealist să le cerem piețelor financiare să fie perfect eficiente ca să acceptăm EMH. Dar eu cred că piețele se descurcă excelent să încorporeze informațiile în

prețul acțiunilor și că bursele de valori sunt extraordinar de eficiente. Și există dovezi zdrobitoare că fondurile de tip index cu costuri scăzute nu produc rezultate mediocre. Fondurile de tip index aduc investitorilor câștiguri cu un punct procentual mai mari decât cele aduse de un fond mutual obișnuit gestionat activ.

Nebunia ocazională a prețurilor de pe piață face ca încrederea în EMH (chiar și în eficiența relativă) să fie greu de acceptat pentru mulți oameni. Dar chiar și cei care nu cred în această teorie a pieței eficiente ar trebui să adopte fondurile de tip index deoarece sunt investiții optime de portofoliu. Fondurile de tip index ar trebui să obțină rezultate mai bune decât fondurile gestionate activ chiar dacă piețele sunt ineficiente.

Să ne gândim la următorul silogism. Este indiscutabil că toate acțiunile de pe o piață trebuie să fie deținute de cineva. Toate acțiunile de pe piața Statelor Unite sunt deținute fie de persoane, fie de instituții. Prin urmare, investitorii în ansamblu vor câștiga un randament brut egal cu profitul oferit de piață. Fondurile de tip index ca grup, prin faptul că dețin toate acțiunile din întreaga piață, vor obține și ele randamentul pieței. Dar asta înseamnă că toți ceilalți investitori, care își gestionează activ portofoliul, vor obține și ei randamentul brut al pieței, fiindcă acțiunile disponibile lor vor fi doar o parte din întregul portofoliu de piață.

Practic, competiția a redus cheltuielile percepute de fondurile de tip index la zero. Pe de altă parte, investitorii în fonduri mutuale gestionate activ plătesc o taxă de aproape 1% pe an (raportul de cheltuieli mediu perceput investitorilor în fonduri active). Așadar, un investitor într-un fond

de tip index va obține un randament net în medie cu aproape un punct procentual mai mare pe an decât un investitor într-un fond activ. Iar acest diferențial nici măcar nu ia în calcul faptul că fondurile de tip index (care nu trec de la un titlu de valoare la altul) vor atrage costuri tranzacționale mai mici și taxe mai mici.

După părerea mea, cea mai convingătoare dovadă că bursele de valori sunt extrem de eficiente este faptul că sunt extraordinar de greu de depășit. Dacă prețurile pieței erau stabilite în general de investitori iraționali, și dacă era ușor să identifici tipare predictibile în randamentul activelor sau erori exploatabile în prețurile activelor, atunci managerii profesionali de fonduri ar trebui să poată depăși piața. Mai târziu în această carte, îți voi prezenta date complete cu privire la cât de prost se descurcă managerii activi. Deocamdată voi spune doar că, în fiecare an, aproximativ două treimi din portofoliile de acțiuni gestionate de profesioniști au rezultate mai proaste decât un simplu fond de tip index. Iar, de obicei, restul de o treime care depășesc piața într-un an nu sunt aceleași care o depășesc și în anul următor. Prin urmare, când te uiți la performanța pe 10 și pe 15 ani a fondurilor mutuale gestionate activ, descoperi că 90% din ele se descurcă mai rău decât piața. Nu e vorba că rezultatele superioare sunt imposibil de obținut. Dar să găsești un adevărat expert în alegerea acțiunilor este ca și cum ai căuta acul în carul cu fân. Dacă încerci să găsești vedeta viitorului, este mult mai probabil să obții un rezultat inferior celui unui simplu fond de tip index. Și doar pentru că un manager a depășit piața în ultimul an sau în ultimul deceniu nu este un indiciu sigur că va face la fel și în următorul. Măsurătorile directe ale randamentelor

reale obținute de profesioniști, care sunt recompensați cu stimulente generoase pentru a obține rezultate bune, reprezintă cea mai convingătoare dovadă a eficienței pieței. Așa cum spune bine-cunoscuta maximă de pe Wall Street, „când ești sigur că ai cheile să depășești piața, se schimbă încuietorile”.

Dacă mesajul de bază al cărții – că piețele sunt eficiente și că indexarea este cea mai bună strategie pentru investitori – este corect, atunci de ce a fost nevoie de 13 ediții de-a lungul a 50 de ani? Răspunsul este că au avut loc schimbări enorme în ce privește instrumentele financiare disponibile publicului, și că dovezile acumulate susțin cu tărie strategiile de investiție pe care le-am recomandat. Fondurile de tip index nici măcar nu existau când a fost publicată prima ediție. O carte care se dorește a fi un ghid complet pentru investitorii individuali trebuie să fie actualizată pentru a acoperi întreaga gamă de produse investiționale disponibile. În plus, investitorii au de câștigat de pe urma unei analize critice a numărului mare de noi informații oferite de teoreticienii și profesioniștii pieței – transpuse într-un limbaj accesibil pentru toți cei interesați de acest subiect. S-au făcut atât de multe afirmații năucitoare despre piața de acțiuni, încât este important să avem o carte care să lămurească cum stau lucrurile.

În ultimii 50 de ani, ne-am adaptat la ritmul rapid al schimbărilor tehnologice din mediul înconjurător. Astăzi, este mai probabil să ne uităm la filme sau să ne jucăm jocuri video acasă prin serviciile de streaming decât să mergem la cinema sau să cumpărăm un disc fizic. Continuăm să ne întâlnim și să socializăm virtual chiar dacă pandemia de COVID-19 este pe sfârșite. Apelăm din ce în

ce mai mult la internet pentru a afla știrile zilnice. Noile progrese în medicină ne-au influențat semnificativ calitatea vieții. Mașinile electrice și cele care se conduc singure nu mai țin de domeniul științifico-fantasticului. Capacitatea noastră de învățare a fost dezvoltată cu inteligența artificială, iar tehnologia cloud a dat posibilitatea companiilor să accelereze inovația, să-și crească agilitatea și să-și reducă costurile.

Inovația în domeniul financiar în această perioadă a fost la fel de rapidă. În 1973, când a apărut prima ediție a acestei cărți, nu aveam fonduri de piață monetară, ATM-uri, fonduri mutuale de tip index, ETF*-uri, fonduri scutite de taxe, fonduri de piață emergentă, fonduri cu termene-țintă, bilete de bancă cu rată variabilă, instrumente derivate volatile, titluri de protecție anti-inflație, REIT-uri** cu rată de participație, titluri garantate de capital, conturi individuale de pensie Roth, planul 529 de economii pentru studiile universitare, obligațiuni cu cupon zero, opțiuni și contracte financiare și de mărfuri de tip futures și noi tehnici de tranzacționare, ca să amintesc doar câteva dintre schimbările din mediul financiar.

Astăzi, putem tranzacționa acțiuni cu zero comision, și să facem asta de pe smartphone. Iar investiția în indici poate fi făcută cu fonduri și ETF-uri care percep taxe anuale aproape de zero. Mare parte din noile informații care au fost incluse în edițiile ulterioare ale cărții au avut rolul de a explica inovațiile financiare și de a arăta care dintre ele pot aduce foloase investitorului individual. A fost adăugat

* Exchange traded funds – fonduri tranzacționate la bursă. (n. trad.)

** Real estate investment trust – fonduri de investiții imobiliare. (n. trad.)

atât de mult material nou, încât cei care au citit o ediție mai veche în facultate sau la școala de afaceri vor găsi această ediție aniversară o lectură plină de satisfacții.

Cartea rămâne, în esență, un ghid ușor de citit pentru investitorii individuali. Pune accentul pe importanța de a face economii cu regularitate și pe faptul că investițiile în fondurile de tip index sunt singura modalitate *de încredere* de a acumula avere. Lecțiile diversificării și ale rebalansării se dovedesc a fi tehnici eficiente de limitare a riscului. Cartea arată cum un raport ridicat al cheltuielilor poate diminua considerabil randamentul investiției și cum așa-ziișii manageri de avere aflați în conflict de interese își pun adesea interesele proprii înaintea celor ale clienților lor. De asemenea, subliniază importanța gestionării impozitelor și arată diversele planuri care dau posibilitatea investitorilor individuali să-și capitalizeze câștigurile de-a lungul timpului evitând totodată taxele.

Mai presus de toate, cartea își propune să-ți dea putere. Nu te va învăța doar cum funcționează bursa de valori, ci te va și ajuta să înfrângi orice sentiment de neputință, pentru a lua cele mai bune decizii de investiții. Profesioniștii pieței vor spune adesea că este prea complicat pentru oamenii obișnuiți să facă investiții cum trebuie. Nimic mai neadevărat. Cele mai bune strategii de investiții sunt extraordinar de simple. Scopul meu este să-ți arăt cât de ușor este să iei decizii avizate și eficiente în ce privește investițiile, în așa fel încât să-ți atingi obiectivele și să obții stabilitate financiară. Respinge idee că nu o poți face singur. Depinde de tine să-ți schimbi situația financiară. Odată ce te simți stăpân pe tine să-ți gestionezi singur economiile și investițiile, vei

avea parte de multe satisfacții, te vei simți mândru și, totodată, te vei bucura de o stare emoțională mai bună.

Nu este complicat. Din contră, este extrem de simplu să fii un investitor peste medie. Nu se întâmplă prea des în viață ca un lucru ușor de făcut să fie și lucrul cel mai inteligent de făcut. În mod paradoxal, cu cât lumea devine mai complicată, cu atât un program simplu de investiții devine un drum mai sigur spre succesul financiar. Partea mai grea este să ai disciplina de a economisi mici sume de bani cu regularitate și să păstrezi acest obicei indiferent de o criză inevitabilă de moment, când la știri se anunță că cerul se prăbușește și că dezastrul financiar este iminent. De fapt, cele mai profitabile investiții pe care le vei face vreodată vor fi tocmai în perioadele când pesimismul este de nestăvilit.

O ilustrație care se folosește de profiturile nete reale ale fondului bursier de tip index Vanguard demonstrează convingător această idee. Să presupunem că o persoană începe să investească devreme și că alege un fond de tip index diversificat cu plasamente în acțiuni drept unic vehicul de investiție. (Eu chiar recomand ca tinerii să înceapă făcând exact acest lucru, adică să aleagă un fond mutual de acțiuni de tip index pentru a acumula avere.) Pentru un investitor care a început acest proces acum 45 de ani, când fondurile de tip index au devenit efectiv disponibile, rezultatele sunt uluitoare. Să zicem că acesta a început cu o investiție de 500\$, după care a depus în fond câte 100\$ în fiecare lună. De-a lungul vieții, investiția ajunge la suma de 53.200\$. La 1 ianuarie 2022, portofoliul ar valora aproape 1,5 milioane de dolari dacă toate dividendele au fost reinvestite în fond.

De multe ori în această perioadă de 45 de ani, a părut că lumea așa cum o știm noi se sfârșește. În 1987, bursa de valori a pierdut 20% din valoare într-o singură zi. Când bula dot.com s-a spart în 2000, unele dintre cele mai cunoscute companii de creștere și-au pierdut mare parte din valoare. Apple a coborât cu peste 80%, iar Amazon a pierdut mai mult de 90% din valoare. În timpul crizei financiare din 2007-2008, s-au scris necrologuri despre însăși sistemul capitalist. Și, pe măsură ce pandemia de COVID-19 se înrăutățea în 2020, numeroase articole de presă ne-au anunțat că lumea s-a schimbat iremediabil din temelii.

Dar de ajuns cu toate astea. Ideea principală este că un investitor care economisește 100\$ pe lună și îi depune într-un fond mutual de acțiuni devine milionar.

Bineînțeles, calculele de mai devreme care se bazează pe fondul Vanguard de tip index sunt doar un exemplu fictiv. Dar îți garantez că nenumărați investitori mi-au urmat sfatul și, astăzi, culeg roadele. Scrisorile pe care le-am primit de la cititori recunoscători m-au convins că s-au obținut rezultate reale asemănătoare respectând strategiile simple de investiții recomandate aici.

Sunt încântat că *Haihui pe Wall Street* a avut parte de o viață lungă. Cartea a influențat domeniul investițiilor în ce privește avantajele investiției pasive. A ajutat la acceptarea fondurilor tranzacționate la bursă (fonduri de tip index care fac tranzacții continue pe burse de titluri de valoare organizate). Cartea a fost folosită în cadrul cursurilor de facultate și în școlile de afaceri din toată lumea și a ajutat la popularizarea unor sfaturi nemuritoare privind portofoliul, precum minimizarea costurilor, economisirea cu

regularitate, diversificarea, rebalansarea și gestionarea impozitelor. Dar cel mai important dintre toate este satisfacția că sfaturile din această carte au ajutat nenumărați investitori obișnuiți să-și atingă obiectivele financiare.

În ce mă privește, cea mai mare satisfacție pe care am avut-o în cei 50 de ani de când a fost publicată prima oară această carte a venit de la scrisorile fără număr pe care le-am primit de la cititori care mi-au urmat sfatul și, pornind de la zero, și-au construit o avere considerabilă. Când primesc o scrisoare în care expeditorul îmi spune că nu a câștigat niciodată mai mult de un salariu modest într-o viață întreagă de muncă, dar că, economisind sume mici în fiecare lună și investind în fonduri de tip index, acum se bucură de o pensie adecvată și lipsită de griji, am cea mai mare satisfacție.

Un om speră mereu că activitatea lui profesională a contribuit la bunăstarea societății. Dacă criteriul pentru o carte cu sfaturi folositoare este răspunsul afirmativ la întrebarea: „A făcut vreo diferență?”, atunci *Haihui pe Wall Street* a trecut cu siguranță testul.

Partea I

ACTIUNILE , ȘI VALOAREA LOR

FUNDAȚII SOLIDE ȘI CASTELE DE NISIP

Ce este un cinic? Este cel care cunoaște prețul tuturor lucrurilor, dar valoarea niciunuia dintre ele.

– Oscar Wilde, *Evantaiul doamnei Windermere*

IN ACEASTĂ CARTE, te voi însoți într-o plimbare pe Wall Street, oferindu-ți un tur ghidat al complexei lumi financiare și sfaturi practice despre oportunități și strategii de investiții. Mulți oameni sunt de părere că, astăzi, un investitor individual nu are aproape nicio șansă în fața profesioniștilor de pe Wall Street. Ei vorbesc despre strategiile profesioniste de investiții, care folosesc instrumente derivate complexe și tranzacții de înaltă frecvență; citesc știri despre fraudele contabile, achizițiile mamut și activitățile bine finanțate ale fondurilor speculative. Această complexitate le creează impresia că nu mai există loc pentru investitorul individual pe piețele de astăzi. Nimic mai departe de adevăr. Și tu te poți descurca la fel de bine ca un expert – poate chiar și mai bine. Tocmai investitorii perseverenți sunt cei care nu și-au pierdut capul când piața de acțiuni

s-a dus de răpă în martie 2020 și care, ulterior, și-au văzut acțiunile recăpătându-și valoarea și continuând să producă profituri frumoase. Între timp, mulți dintre profesioniști și-au pierdut și cămașa de pe ei în 2008, când au cumpărat titluri derivate pe care nu le înțelegeau, sau la începutul anilor 2000, când și-au supraîncărcat portofoliul cu acțiuni supraevaluate din sectorul tehnologic.

Această carte este un ghid succint pentru investitorul individual. Acoperă totul, de la asigurări la impozitele pe venit. Îți arată cum să-ți cumperi o asigurare de viață și cum să nu te lași jecmănit de bănci și brokeri. Îți dezvăluie chiar și ce să faci în privința aurului, a diamantelor și a criptomonedelor. Dar, în primul rând, este o carte despre acțiunile obișnuite – un mijloc de investiții care nu numai că a adus în trecut profituri generoase pe termen lung, ci pare să ofere și o bună perspectivă pentru anii următori. Ghidul de investiții în funcție de etapele vieții din partea a IV-a oferă tuturor, indiferent de vârstă, recomandări de portofoliu specifice pentru atingerea obiectivelor financiare, inclusiv sfaturi despre cum să investești când ești la pensie.

CE ÎNSEAMNĂ UN MERS ALEATORIU?

Mersul aleatoriu înseamnă că pașii sau direcțiile viitoare nu pot fi prezise pe baza întâmplărilor trecute. Când termenul este aplicat la piața bursieră, înseamnă că modificările pe termen scurt ale prețurilor acțiunilor sunt imprevizibile. Serviciile de consultanță pentru investiții, previziunile de câștig și graficele complicate ale modelelor sunt inutile. Pe Wall Street, conceptul de „mers aleatoriu” este o obscenitate.

Este un epitet inventat în lumea academică și trântit ca o insultă în fața prezicătorilor profesioniști. Dusă la extrema sa logică, asta înseamnă că și o maimuță legată la ochi, care aruncă cu săgeți pe listările bursiere, poate selecta un portofoliu care să fie la fel de profitabil precum cele administrate de experți.

Analistilor financiari în costum cu dungi nu le place să fie comparați cu maimuțele în fundul gol. Ei ripostează, susținând că teoreticienii sunt atât de absorbiți de ecuații și simboluri grecești (ca să nu mai amintim de limbajul sofisticat), încât n-ar putea deosebi un taur de un urs nici măcar într-un magazin de porțelanuri. Profesioniștii de pe piață se opun atacului teoreticienilor folosind una din cele două tehnici numite analiză fundamentală și analiză tehnică, pe care le vom examina în partea a doua. Teoreticienii ocolesc aceste tactici eclipsând teoria mersului aleatoriu prin împărțirea ei în trei versiuni („slabă”, „semi-puternică” și „puternică”) și creând propria teorie, numită „noua metodă de investiții”. Aceasta din urmă include un concept numit „beta”, care include și strategia „beta inteligentă”, pe care am de gând s-o desființez. Până la începutul anilor 2000, chiar și unii teoreticieni au fost de acord cu profesioniștii care susțineau că piața bursieră este, până la urmă, previzibilă într-o anumită măsură. Cu toate acestea, după cum vei vedea, o bătălie pe viață și pe moarte este încă în plină desfășurare, pentru că miza o reprezintă, în cazul teoreticienilor, reputația, iar în cazul profesioniștilor, bonusurile financiare. Din acest motiv, cred că îți va face plăcere să te plimbi haihui pe Wall Street. Are toate ingredientele unui spectacol de calitate – inclusiv povești despre

averi câștigate și irosite și argumente clasice despre motivul pentru care s-a întâmplat asta.

Dar înainte să începem, poate ar fi bine să mă prezint și să spun ce anume mă califică pentru rolul de ghid. Pentru scrierea acestei cărți, am recurs la trei aspecte din trecutului meu; fiecare oferă o perspectivă diferită asupra pieței bursiere.

În primul rând, este vorba despre experiența mea profesională în analiza investițiilor și gestionarea portofoliului. Mi-am început cariera ca profesionist pe piață la una dintre cele mai importante firme de investiții de pe Wall Street. Ulterior, am prezidat comitetul de investiții al unei companii multinaționale de asigurări și am fost timp de mai mulți ani director al uneia dintre cele mai mari companii de investiții din lume. Aceste perspective au fost esențiale pentru mine. Există lucruri în viață care nu pot fi niciodată pe deplin apreciate sau înțelese de un novice. Același lucru se poate spune și despre piața bursieră.

În al doilea rând, este vorba despre poziția mea actuală de economist și președinte al mai multor comitete de investiții. Fiind specializat în piețele de titluri de valoare și în comportamentul investițiilor, am dobândit cunoștințe detaliate despre cercetările teoretice și noile descoperiri legate de oportunitățile de investiții.

Și în ultimul rând, dar nu mai puțin important, particip la bursă de când mă știu și sunt un investitor de succes. Cât de mult succes am avut, nu am de gând să dezvălui, întrucât există o ciudățenie a lumii academice potrivit căreia un profesor nu ar trebui să facă bani. Poate moșteni mulți bani, se poate căsători din interes și poate cheltui o

grămadă de bani, dar nu are voie nici în ruptul capului să câștige o căruță de bani; este neacademic. Oricum ar fi, profesorii ar trebui să fie „dedicați”, sau cel puțin așa spun politicienii și conducătorii – mai ales atunci când încearcă să justifice salariile mici din mediul universitar. Teoreticienii ar trebui să caute cunoașterea, nu răsplata financiară. Prin urmare, voi vorbi despre victoriile mele pe Wall Street prin prisma primei perspective.

Această carte conține o mulțime de cifre și informații. Nu-ți face griji. Este dedicată cu precădere celor din afara domeniului financiar și oferă sfaturi de investiții practice, deja încercate. Nu îți trebuie niciun fel de cunoștințe prealabile ca s-o citești. Nu ai nevoie decât de interesul și dorința de a face ca investițiile tale să dea rezultate.

INVESTIȚIA CA MOD DE VIAȚĂ AL ZILELOR NOASTRE

În acest moment, ar fi bine, probabil, să explic ce înțeleg prin „investiție” și diferența pe care o fac între aceasta și „speculație”. Consider că investiția este o metodă de achiziție de titluri de valoare în scopul obținerii unui profit sub forma unui venit rezonabil și previzibil (dividende, dobânzi sau chirii) și/sau datorită aprecierii valorii lor pe termen lung. Definiția perioadei de timp necesare pentru rentabilitatea investiției și predictibilitatea randamentului sunt aspectele care fac diferența dintre investiție și speculație. Un speculator cumpără acțiuni în speranța unui câștig pe termen scurt, în următoarele zile sau săptămâni. Un investitor cumpără acțiuni care au șanse să producă un flux

sigur de lichidități și un câștig de capital, pe parcursul mai multor ani sau decenii.

Hai să lămurim de la bun început că această carte nu este pentru speculatori: nu-ți promit nici averi căzute din cer, nici miracole pe piața de acțiuni. De fapt, un alt subtitlu al acestei cărți ar putea fi la fel de bine: *Cum să te îmbogățești încet, dar sigur*. Nu uita, doar ca să se mențină pe linia de plutire, investițiile tale trebuie să producă o rată de rentabilitate egală cu inflația.

În Statele Unite și în majoritatea țărilor dezvoltate, inflația a scăzut la 2% sau chiar mai puțin în primele decade ale anilor 2000; și, deși a crescut brusc la începutul anilor 2020, mulți analiști cred că stabilitatea relativă a prețurilor va reveni. Ei sugerează că inflația reprezintă excepția, mai degrabă decât regula. S-ar putea, într-adevăr, ca în următoarele decenii, inflația să fie minimă, dar eu cred că investitorii nu ar trebui să ignore posibilitatea ca aceasta să crească din nou la un moment dat în viitor. Deși viteza de creștere a productivității s-a întezit în anii '90 și 2000, de curând a început să se diminueze, iar istoria ne învață că ritmul de dezvoltare a fost întotdeauna inconsecvent. În plus, îmbunătățirea productivității este mai greu de obținut în unele afaceri orientate către servicii. În secolul XXI, tot de patru muzicieni este nevoie pentru un cvartet de coarde și de un chirurg pentru o apendicectomie, iar dacă salariile muzicienilor și ale chirurgilor vor crește cu timpul, același lucru se va întâmpla și cu costul билетelor la un concert sau al unei operații de apendicită. Așadar, presiunea continuă asupra prețurilor nu poate fi desconsiderată.

Dacă inflația ar fi să atingă o rată de 2-3% – adică mult mai mică decât cea din anii '70 și începutul anilor '80 – efectul asupra puterii noastre de cumpărare ar fi tot devastator. Tabelul de la pagina următoare ilustrează efectele unei rate medii a inflației de aproape 4%, în perioada 1962-2021. Prețul ziarului pe care îl citesc eu dimineața a crescut cu 5.900%. Cel al batonului de ciocolată Hershey pe care îl mănânc după-amiaza este de 20 de ori mai mare, deși are un gramaj mai mic decât în 1962, când eram eu la facultate. Dacă inflația ar continua în același ritm, ziarul de dimineață ar ajunge să coste mai mult de 5,5\$ până în 2030. Este limpede că, dacă vrem să facem față chiar și unei inflații ușoare, trebuie să adoptăm niște strategii de investiții care să ne mențină puterea reală de cumpărare; altfel, suntem sortiți unui nivel de trai în continuă scădere.

Investițiile presupun muncă, fără discuție. Romanele de dragoste abundă în povești despre moșteniri uriașe irosite din neglijență sau din necunoașterea felului în care trebuie administrați banii. Cine poate uita sunetul produs de tăierea livezii de vișini în splendida piesă a lui Cehov? Piața liberă, nu sistemul marxist, este cea vinovată de decăderea familiei Ranevski: ei nu au făcut nimic ca să-și păstreze averea. Chiar dacă îți încredințezi toate fondurile unui consilier de investiții sau unui fond mutual, tot trebuie să știi care este cel mai potrivit consilier sau cel mai potrivit fond să-ți gestioneze banii. Odată „înarmat” cu informațiile dobândite din această carte, ar trebui să-ți vină mai ușor să iei deciziile de investiții corecte.

MUȘCĂTURA INFLAȚIEI

	<i>Medie 1962</i>	<i>Medie 2014</i>	<i>Procent de creștere</i>	<i>Rata anuală compusă a inflației</i>
Indicele prețurilor de consum	30,2	273	804	3.8%
Baton Hershey	0,05 \$	1 \$	1.900	5,2%
<i>New York Times</i>	0,05	3	5.900	7,2%
Timbru clasa I	0,04	0,55	1.275	4,5%
Benzină (galon)	0,31	3,18	925,8	4%
Hamburger (<i>dublu</i> , de la McDonald's)	0,28*	4,79	1.611	4,9%
Chevrolet	2.529	27.500	987,4	4,1%
Congelator	470	1.498	218,7	2%

*date din 1963

Sursa: Pentru prețurile din 1962, *Forbes*, 1 noiembrie 1977, și diferite surse private și guvernamentale pentru prețurile din 2011.

Însă lucrul cel mai important dintre toate este faptul că investițiile sunt distractive. Este distractiv să-ți măsoari intelectul cu cei din vasta comunitate investițională și să vezi cum ești recompensat prin creșterea titlurilor de valoare. Este palpitant să-ți treci în revistă randamentele investiției și să vezi cum se acumulează într-un ritm mai susținut decât salariul. Și este, de asemenea, stimulant să afli despre noi produse și servicii și despre inovații sub forma investițiilor financiare. Un investitor de succes este, în general, o persoană echilibrată, care își folosește curiozitatea înnăscută și interesul intelectual.

INVESTIȚIA ÎN TEORIE

Toate randamentele investițiilor – indiferent că este vorba despre acțiuni comune sau despre diamante excepționale – depind, în grade diferite, de evenimentele viitoare. Acesta este farmecul investițiilor: sunt o activitate al cărui succes depinde de capacitatea de a prezice viitorul. De obicei, profesioniștii din comunitatea investițională folosesc una din două abordări de evaluare a capitalului: teoria fundației solide sau cea a castelului de nisip. S-au câștigat și s-au pierdut milioane de dolari pe baza acestor teorii. Pentru mai mult dramatism, cele două abordări par să se excludă reciproc. Dacă vrei să iei decizii de investiții inteligente și să te ferești de erori grave, este esențial să le înțelegi pe amândouă. Spre sfârșitul secolului al XX-lea, o a treia teorie, dezvoltată în mediul academic și numită „noua tehnologie de investiții”, a devenit populară pe „the Street”. Mai încolo voi descrie această teorie și cum se aplică în analiza investițiilor.

TEORIA FUNDAȚIEI SOLIDE

Teoria fundației solide susține că fiecare instrument de investiții, fie că este vorba despre un portofoliu de acțiuni comune sau despre un bun imobiliar, este strâns legat de ceva ce se numește valoare intrinsecă, care poate fi stabilită printr-o analiză atentă a condițiilor actuale și a perspectivei viitoare. Atunci când prețurile pieței coboară (sau depășesc) această fundație solidă a valorii intrinsece, se ivește o oportunitate de cumpărare (sau vânzare), fiindcă această fluctuație va fi în cele din urmă corectată – sau cel

puțin așa susține teoria. Prin urmare, investiția este o problemă banală, dar clară, de comparare între prețul efectiv al unui lucru și fundația solidă a valorii lui.

În cartea *The Theory of Investment Value* (*Teoria valorii investițiilor*), Williams prezintă o formulă prin care se poate stabili valoarea intrinsecă a acțiunilor. El și-a bazat abordarea pe veniturile din dividende. În tentativa sa diabolică de a complica lucrurile, a introdus conceptul de „actualizare”. Actualizarea presupune, în principiu, analizarea în sens invers a venitului. În loc să analizezi cât de mulți bani vei avea peste un an (să zicem 1,05\$ dacă pui 1\$ pe un carnet de economii cu 5% dobândă), te uiți, în schimb, la banii pe care te aștepti să-i ai pe viitor și analizezi cu cât valorează mai puțin în prezent (astfel, 1\$ de anul viitor valorează în prezent doar 95 de cenți, care pot fi investiți cu o dobândă de 5% pentru a produce aproximativ 1\$ la momentul respectiv).

Williams chiar crede cu tărie în asta. El susține că valoarea intrinsecă a unei acțiuni este egală cu valoarea actuală (sau actualizată) a tuturor dividendelor viitoare. Investitorii sunt sfătuiți să „actualizeze” valoarea banilor primiți ulterior. Pentru că foarte puțini oameni l-au înțeles, termenul a avut succes și „actualizarea” se bucură acum de o largă răspândire în rândul investitorilor. Conceptul s-a bucurat de un nou avânt sub egida profesorului Irving Fisher de la Yale, un remarcabil economist și investitor.

Logica teoriei fundației solide este una destul de respectabilă și poate fi ilustrată cu ajutorul acțiunilor comune. Teoria susține că valoarea unei acțiuni ar trebui să se bazeze pe fluxul câștigurilor pe care o firmă le va putea

distribui în viitor sub formă de dividende sau răscumpărări de acțiuni. E de la sine înțeles că, cu cât dividendele actuale și rata lor de creștere sunt mai mari, cu atât valoarea acțiunii este mai ridicată; prin urmare, diferențele ratelor de creștere sunt un factor major în evaluarea acțiunilor. În acest moment, intervine un mic factor înșelător, și anume cel al așteptărilor viitoare. Analistii de investiții trebuie să estimeze nu numai ratele de creștere pe termen lung, ci și cât de mult pot fi menținute acestea. Atunci când piața este excesiv de optimistă cu privire la durata de menținere a creșterii pe viitor, este o concepție populară pe Wall Street că acțiunile scontează nu doar viitorul, ci și ce urmează pe lumea cealaltă. Ideea este că teoria fundației solide se bazează pe unele prognoze complicate referitoare la amploarea și durata creșterii viitoare. S-ar putea deci ca fundamentul valorii intrinseci să fie mai puțin sigur decât se pretinde.

Teoria fundației solide nu este doar apanajul economiștilor. Datorită unei cărți foarte influente, *Security Analysis (Analiza titlurilor de valoare)*, scrisă de Benjamin Graham și David Dodd, o întreagă generație de analiști de investiții a fost convertită în masă. După cum au aflat analiștii practicanți, managementul investițiilor solide nu constă decât în cumpărarea titlurilor de valoare al căror preț este temporar sub valoarea intrinsecă și vânzarea celor al căror preț este temporar prea mare. Foarte simplu. Desigur, au fost puse la dispoziție instrucțiuni pentru stabilirea valorii intrinseci, și orice analist care se respectă o poate calcula făcând câteva socoteli simple. Poate că cel mai de succes discipol al abordării lui Graham și Dodd a fost un american din Vestul Mijlociu pe nume Warren Buffett, poreclit adesea „înțeleptul din Omaha”. Buffett a obținut un

record investițional legendar, urmând, se pare, teoria fundației solide.

TEORIA CASTELULUI DE NISIP

Teoria castelului de nisip se concentrează asupra abilității de clarvăzător. John Maynard Keynes, un renumit economist și investor de succes, a explicat-o în 1936 cel mai bine. În opinia lui, investitorii profesioniști nu se ocupă de estimarea valorilor intrinseci, ci, mai degrabă, de analiza celui mai probabil mod în care multitudinea de investitori se vor comporta în viitor și a modului în care aceștia, în perioadele de optimism, au tendința de a-și pune speranțele în castele de nisip. Un investor de succes încearcă să fure startul ghicind care situații investiționale au mai multe șanse să facă oamenii să înalțe un castel de nisip și cumpărând apoi înaintea celorlalți.

Potrivit lui Keynes, teoria fundației solide presupune prea multă muncă și are o valoare îndoielnică. Keynes a pus în practică principiile pe care le-a promovat. În vreme ce experții financiari londonezi trudeau multe ore din greu, în birouri aglomerate, el jongla cu piața în fiecare dimineață, din pat, timp de o jumătate de oră. Această metodă relaxată de a investi i-a atras în cont câteva milioane de lire sterline și a asigurat o creștere înzecită a valorii de piață a bunurilor universității sale, King's College din Cambridge.

În anii de criză economică în care Keynes și-a dobândit celebritatea, majoritatea oamenilor s-au concentrat pe ideile sale pentru stimularea economiei. Era greu ca cineva să construiască castele de nisip sau să viseze că o vor face

alții. Cu toate acestea, în cartea lui, *The General Theory of Employment, Interest and Money (Teoria generală a ocupării forței de muncă, a dobânzii și a banilor)**, Keynes a dedicat un întreg capitol pieței bursiere și importanței așteptărilor investitorilor.

În ceea ce privește acțiunile, Keynes a observat că nimeni nu știe cu siguranță ce va influența perspectivele câștigurilor viitoare și plățile dividendelor. Prin urmare, spune el, majoritatea persoanelor sunt „în mare parte preocupate nu de elaborarea de previziuni superioare pe termen lung cu privire la beneficiul probabil al unei investiții pe parcursul întregii vieți a acesteia, ci de prevederea variațiilor bazei convenționale de evaluare pe termen scurt a publicului general”***. Altfel spus, Keynes studia piața bursieră cu ajutorul unor principii psihologice și nu al evaluărilor financiare. După cum scria el: „Nu are sens să aloci 25\$ unei investiții despre al cărei profit viitor crezi că justifică o valoare de 30\$ dacă crezi, de asemenea, că piața o va evalua la 20\$ peste trei luni”****.

Keynes a descris jocul pieței bursiere în termeni ușor de înțeles pentru colegii săi englezi: este ca și cum ai participa la un concurs de evaluare a frumuseții dintr-un ziar, în care trebuie să alegi cele mai frumoase șase chipuri dintr-o sută de fotografii, premiul urmând să revină acelei persoane ale cărei alegeri sunt cel mai mult în concordanță cu cele ale grupului în ansamblu.

* Carte apărută sub acest titlu la Editura Publica, trad. Corina Mădălina Haita, București, 2009. (n. trad.)

** *Ibidem*, pag. 218-219. (n. trad.)

*** *Ibidem*, pag. 219. (n. trad.)

Un jucător inteligent își va da seama că, pentru a stabili câștigătorul concursului, criteriile personale de frumusețe sunt irelevante. O strategie mult mai bună este aceea de a selecta chipurile care sunt, cel mai probabil, pe gustul celorlalți jucători. De regulă, această logică tinde să scape de sub control. La urma urmei, s-ar putea ca și ceilalți participanți să folosească aceeași metodă. Prin urmare, strategia optimă nu este aceea de a alege figurile pe care jucătorul le consideră cele mai frumoase sau care ar putea fi pe gustul celorlalți participanți, ci să anticipeze care va fi opinia medie, sau să meargă și mai departe în această direcție. Cam atât despre concursurile britanice de frumusețe.

Analogia cu concursul din ziar reprezintă forma ultimă a teoriei castelului de nisip legată de stabilirea unui preț. O investiție merită un anumit preț în ochii unui cumpărător pentru că acesta se așteaptă s-o vândă altcuiva la un preț mai mare. Cu alte cuvinte, investiția aduce profit fără ajutorul nimănui. La rândul său, noul cumpărător anticipează că viitorii cumpărători îi vor atribui o valoare și mai mare.

Într-o astfel de lume, se naște câte un fraier pe minut, iar rolul existenței lui este acela de a-ți cumpăra investițiile la un preț mai mare decât cel pe care l-ai plătit tu. Orice preț este potrivit atâta vreme cât există alții dispuși să dea mai mult. Nu există rațiune, ci doar psihologie de masă. Tot ce trebuie să faci un investitor inteligent este să fure startul – să priceapă cum stau lucrurile de la bun început. Această teorie s-ar putea numi în termeni mai puțin eleganți teoria „prostului mai mare”. Este în regulă să dai pe un anumit lucru de trei ori mai mult decât valorează, atât timp cât găsești un naiv dispus să dea pe el de cinci ori mai mult decât face.