

BURTON G. MALKIEL

HAIHUI PE WALL STREET

**O strategie pentru investiții de succes
care a trecut testul timpului**

Traducere din limba engleză de
Bogdan Ghiurco

 **ACT și Politon**

2021

CUPRINS

Prefață la ediția în limba română	11
Cuvânt-înainte	15

Partea I

ACȚIUNILE ȘI VALOAREA LOR

1. FUNDAȚII SOLIDE ȘI CASTELE DE NISIP	23
Ce înseamnă un mers aleatoriu?	24
Investiția ca mod de viață al zilelor noastre	27
Investiția în teorie	31
Teoria fundației solide	31
Teoria castelului de nisip	34
Cum se desfășoară o plimbare haihui	37
2. NEBUNIA MASELOR	39
Mania lalelelor	40
Bula Mării Sudului	45
Wall Street o face de oaie	53
Cuvânt de încheiere	63
3. BULE SPECULATIVE ÎNTRE ANII 1960 ȘI 1990	65
Judecata sănătoasă a instituțiilor	65
Înflăcărații ani '60	66
Mania „nifty fifty”	82

Furtunoșii ani '80	84
Ce înseamnă toate astea?	91
4. BULA EXPLOZIVĂ DE LA ÎNCEPUTUL ANILOR 2000	97
Bula Internetului	98
Bula imobiliară din S.U.A. Și criza de la începutul anilor 2000	122
Bulele și activitatea economică	130
Bula criptomonedelor	133

Partea a II-a **CUM PRACTICĂ PROFESIONIȘTII** **CEL MAI TARE JOC DIN ORAȘ**

5. ANALIZA TEHNICĂ ȘI ANALIZA FUNDAMENTALĂ	149
Analiza fundamentală vs. Analiza tehnică	150
Ce putem învăța din grafice?	152
Justificarea metodei grafice	157
De ce s-ar putea ca metoda grafică să nu funcționeze?	159
De la grafician la tehnician	161
Tehnica analizei fundamentale	162
Trei avertismente importante	173
De ce s-ar putea ca analiza fundamentală să nu funcționeze?	176
Analiza fundamentală și cea tehnică folosite împreună	178
6. ANALIZA TEHNICĂ ȘI TEORIA MERSULUI ALEATORIU	183
Găurile din pantofi și ambiguitatea previziunilor	184
Există o inerție a pieței de acțiuni?	186
Ce înseamnă, mai exact, mersul aleatoriu?	187
Câteva sisteme tehnice mai elaborate	192

O serie de alte teorii tehnice care te ajută să pierzi bani	199
Analiza contraargumentelor	208
Implicații pentru investitori	211
7. CÂT DE BUNĂ ESTE ANALIZA FUNDAMENTALĂ?	
TEORIA PIEȚEI EFICIENTE	213
Opiniile Wall Street-ului și ale lumii academice	214
Analiztii financiari sunt clarvăzători?	215
De ce este încețoșat globul de cristal	217
Oare analiztii financiari chiar aleg soluții câștigătoare?	
Performanța fondurilor mutuale	232
Forma semi-puternică și forma puternică a teoriei pieței eficiente	241

Partea a III-a

NOUA TEHNOLOGIE DE INVESTIȚII

8. O PERECHE NOUĂ DE PANTOFI PENTRU PLIMBARE:	
TEORIA MODERNĂ A PORTOFOLIULUI	247
Rolul riscului	249
Definiția riscului: dispersia profitului	249
Documentarea riscului: un studiu de cursă lungă	254
Reducerea riscului: teoria modernă a portofoliului	257
Diversificarea în practică	262
9. CUM SĂ CULEGI ROADE CRESCÂND RISCUL	273
Beta și riscul sistematic	274
Modelul de evaluare a activelor financiare (CAPM)	278
Să analizăm performanța	286
Evaluarea dovezilor	289

Expediția cuanților în căutarea unor indicatori de risc mai buni: teoria arbitrajului prețurilor	292
Modelul trifactorial Fama-French	294
Rezumat	296
10. FINANȚELE COMPORTAMENTALE	299
Comportamentul irațional al investitorilor individuali	303
Finanțele comportamentale și economisirile	323
Limitele arbitrajului	325
Care sunt lecțiile învățate din finanțele comportamentale?	331
Ne învață finanțele comportamentale cum să învingem piața?	341
11. NOI METODE DE CONSTRUIRE A PORTOFOLIULUI:	
STRATEGIILE BETA INTELIGENTE ȘI PARITATEA DE RISC	343
Ce este o strategie „beta inteligentă”?	344
Patru „arome” savuroase: argumente pro și contra	348
Fondurile mixte în practică	362
Implicații pentru investitori	366
Paritatea de risc	368
Observații de încheiere	381

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	385
Exercițiul 1: Fă-ți proviziile necesare	386
Exercițiul 2: Ai grijă să nu ajungi la sapă de lemn.	
Acoperă-ți spatele cu rezerve de numerar și o asigurare	389

Exercițiul 3: Fii competitiv. Lasă randamentul rezervei de numerar să țină pasul cu inflația	393
Exercițiul 4: Învăță cum să eviți percepătorul	397
Exercițiul 5: Asigură-te că ți se potrivește pantoful. Înțelege obiectivele investiției tale	404
Exercițiul 6: Începe-ți plimbarea de la tine de acasă – traiul în chirie îți slăbește puterea investițională	415
Exercițiul 7: Cum să analizezi o promenadă prin țara obligațiunilor	418
Exercițiul 7a: În timpul perioadelor de represiune financiară, folosește substituenți de credite pentru o parte a portofoliului de obligațiuni agregate	427
Exercițiul 8: Tiptil pe târâmul aurului, obiectelor de colecție și al altor investiții	429
Exercițiul 9: Nu uita, costurile de investiție nu sunt întâmplătoare; unele sunt mai mici decât altele	433
Exercițiul 10: Evită prăpăstiile și pietrele de încercare. Diversifică-ți pașii investiției	434
O ultimă verificare	435
 13. CUM SĂ FURI CURSA FINANCIARĂ: UN MANUAL PENTRU ÎNȚELEGEREA ȘI ESTIMAREA PROFITURILOR DIN ACȚIUNI ȘI OBLIGAȚIUNI	 437
Care sunt factorii care influențează rentabilitatea acțiunilor și obligațiunilor?	438
Patru epoci istorice ale randamentelor de pe piața financiară	444
Epoca I: Epoca Liniștii	446
Epoca II: Epoca Neliniștii	448
Epoca III: Epoca Exuberanței	454
Epoca IV: Epoca Dezamăgirii	457
Piețele din 2009 până în 2018	458
Pronosticarea randamentelor viitoare	459

14. GHID DE INVESTIȚII ÎN FUNCȚIE DE ETAPELE VIEȚII	465
Cinci principii de alocare a activelor	466
Trei linii directe în croirea unui plan de investiții în funcție de etapele vieții	484
Ghidul de investiții în funcție de etapele vieții	488
Fondul pentru tot ciclul vieții	492
Administrarea investiției după pensionare	493
Cum să-ți investești economiile pentru pensie	495
Metoda „fă-singur”	499
15. TREI PAȘI URIAȘI PE WALL STREET	505
Pasul „la mintea cocoșului”: investițiile în fonduri de tip index	508
Pasul „fă singur”: reguli utile pentru selectarea acțiunilor	523
Pasul „jucătorului de rezervă”: angajează un „plimbăreț” profesionist pe wall street	528
Consilierii de investiții, standard și automatizați	530
Câteva gânduri de final pentru plimbarea noastră	538
Un ultim exemplu	540
Epilog	543
Ghidul de referință al „hoinarului” pentru fondurile mutuale și ETF-uri	549
Mulțumiri	559
Postfață la ediția în limba română	562

Partea I

ACȚIUNILE 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 știrile 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 2009 și care, ulterior, și-au văzut pachetul de acțiuni 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 supra-încărcat portofoliile cu acțiuni din sectorul tehnologic la suprapreț.

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 cu aurul și diamantele. Dar, în primul rând, este o carte despre acțiunile obișnuite – un mediu de investiții care nu numai că a adus în trecut profituri generoase pe termen lung, dar, de asemenea, pare să ofere 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 portofolii 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.

Analizștilor 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 trecutul 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 la începutul anilor 2000, iar unii analiști consideră că stabilitatea relativă a prețurilor va continua pe termen nedefinit. Ei sugerează că inflația reprezintă excepția, mai degrabă decât regula, și că perioadele istorice de progres tehnologic și economiile pe timp de pace sunt caracterizate prin stabilitate și chiar printr-o scădere a prețurilor. S-ar putea, într-adevăr, ca în următoarele decenii, inflația să fie una minimă sau chiar inexistentă, dar consider 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 1990 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 chirurgilor vor crește cu timpul, același lucru se va întâmpla și cu costul билетelor pentru un concert sau pentru o operație de apendicită. Așadar, presiunea continuă asupra prețurilor nu poate fi înlăturată.

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 1962-2018. 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 treizeci și ceva 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\$ până în 2025. 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 prețuri- lor de consum	30,20	236,40	682,8	4,0
Baton Hershey	0,05 \$	1,00 \$	1.900	5,9
<i>New York Times</i>	0,05	2,50	4.900	7,8
Timbru clasa I	0,04	0,49	1.125	4,9
Benzină (galon)	0,31	3,40	996,8	4,7
Hamburger (<i>dublu</i> , de la McDonald's)	0,28*	4,00	1.328,6	5,2
Chevrolet	2.529	24.000,00	849	4,4
Congelator	470	1.249,00	165,7	1,9

*date din 1963

Sursa: Pentru prețurile din 1962, *Forbes*, 1 noiembrie 1977, și diferite surse private și guvernamentale pentru prețurile din 2014.

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 un joc de noroc 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 stai departe 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 perspectivelor 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 aștepți 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