

## HAIHUI PE WALL STREET

## **A Random Walk down Wall Street**

Copyright © 2015, 2012, 2011, 2007, 2003, 1999, 1996, 1990, 1985,  
1981, 1975, 1973 by W. W. Norton & Company Inc.

All rights reserved

© 2021 Editura ACT și Politon pentru prezenta ediție românească

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/blog

Traducător: **Bogdan Ghiurco**

Redactor: **Camelia Zara**

Tehnoredactor: **Teodora Vlădescu**

Coperta: **Marian Iordache**

Copyright Manager: **Andrei Popa**

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României

MALKIEL, BURTON G.

**Haihui pe Wall Street** / Burton G. Malkiel; trad.: Bogdan Ghiurco. -

București: ACT și Politon, 2021

ISBN 978-606-913-733-8

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**

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

Traducere din limba engleză de  
Bogdan Ghiurco

 **ACT și Politon**

2021

Pentru Nancy și Piper

## 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
Înflăcărății ani '60	66
Mania „nifty fifty”	82

Furtunoșii ani '80	84
Ce înseamnă toate astea?	91
<b>4. BULA EXPLOZIVĂ DE LA ÎNCEPUTUL ANILOR 2000</b>	<b>97</b>
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**

<b>5. ANALIZA TEHNICĂ ȘI ANALIZA FUNDAMENTALĂ</b>	<b>149</b>
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
<b>6. ANALIZA TEHNICĂ ȘI TEORIA MERSULUI ALEATORIU</b>	<b>183</b>
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
<b>7. CÂT DE BUNĂ ESTE ANALIZA FUNDAMENTALĂ?</b>	
<b>TEORIA PIEȚEI EFICIENTE</b>	213
Opiniile Wall Street-ului și ale lumii academice	214
Analiștii financiari sunt clarvăzători?	215
De ce este înțețoșat globul de cristal	217
Oare analiștii 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**

<b>8. O PERECHE NOUĂ DE PANTOFI PENTRU PLIMBARE:</b>	
<b>TEORIA MODERNĂ A PORTOFOLIULUI</b>	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
<b>9. CUM SĂ CULEGI ROADE CRESCÂND RISCUL</b>	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
<b>10. FINANȚELE COMPORTAMENTALE</b>	<b>299</b>
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
<b>11. NOI METODE DE CONSTRUIRE A PORTOFOLIULUI: STRATEGIILE BETA INTELIGENTE ȘI PARITATEA DE RISC</b>	<b>343</b>
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**

<b>12. MANUAL DE SĂNĂTATE PENTRU CEI CARE SE PLIMBĂ HAIHUI ȘI PENTRU ALȚI INVESTITORI</b>	<b>385</b>
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: Învață 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 tărâmul 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
<b>13. CUM SĂ FURI CURSA FINANCIARĂ: UN MANUAL PENTRU ÎNȚELEGEREA ȘI ESTIMAREA PROFITURILOR DIN ACȚIUNI ȘI OBLIGAȚIUNI</b>	<b>437</b>
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

## PREFAȚĂ LA EDIȚIA ÎN LIMBA ROMÂNĂ

A douăsprezecea ediție a acestui veritabil compendiu de investiții financiare ajunge și la cititorii români prin intermediul acestui volum 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 lea până la deja faimosul bitcoin.

---

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

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 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 Buffet 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](http://www.burcash.ro)

## CUVÂNT-ÎNAINTE

AU TRECUT mai mult de patruzeci și cinci de ani de la apariția primei ediții din *Haihui pe Wall Street*. Mesajul ei era unul foarte simplu: investitorii vor avea mult mai mult succes dacă vor cumpăra și vor păstra un fond de tip index decât dacă vor încerca să cumpere și să vândă titluri individuale sau fonduri mutuale administrate activ. Am insistat pe faptul că achiziția și deținerea de acțiuni pe bursa de valori poate fi mai profitabilă decât fondurile administrate de profesioniști, ale căror taxe ridicate și costuri mari de tranzacționare diminuează substanțial profitul investițiilor.

Acum, după mai bine de patruzeci și cinci de ani, cred cu și mai multă tărie în teza inițială, și am mai mult decât un câștig format din șase cifre care s-o dovedească. Îmi pot susține pledoaria foarte simplu. Un investitor care, la începutul anului 1969, ar fi investit 10.000 de dolari într-un fond de tip index Standard & Poor's 500, ar fi avut în aprilie 2018 un portofoliu în valoare de 1.092.489 de dolari, presupunând că toate dividendele au fost reinvestite. Un alt investitor care, în schimb, ar fi cumpărat acțiuni dintr-un fond mediu administrat activ, ar fi asistat la o creștere a investiției lui până la suma de 817.741 de dolari. Diferența este spectaculoasă. Pe 1 aprilie 2018, investitorul în fondul de tip index ar fi câștigat mai mult cu 274.748 de dolari, o sumă cu peste 25 de procente mai mare decât participația finală a unui investitor obișnuit într-un fond administrat.

Așadar, la ce bun o a douăsprezecea ediție a acestei cărți? Dacă esența nu s-a schimbat, atunci ce e nou? Răspunsul este că instrumentele financiare disponibile publicului au trecut prin schimbări enorme. O carte care și-a propus să fie un ghid cuprinzător pentru investitorii individuali trebuie actualizată pentru a acoperi întreaga gamă de produse investiționale disponibile. În plus, investitorii pot beneficia de o analiză critică a multitudinii de informații noi 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 lămurască cum stau lucrurile.

În ultimii patruzeci și cinci de ani, ne-am adaptat la ritmul rapid al schimbărilor tehnologice din mediul înconjurător. Inovații precum e-mailul, internetul, telefoanele inteligente, iPad-urile, Kindle-urile, videoconferințele, rețelele de socializare și noile progrese medicale, de la transplantul de organe și chirurgia laser până la metodele nechirurgicale de tratare a pietrelor la rinichi și de deblocare a arterelor, au influențat în mod semnificativ modul în care trăim. Totodată, inovația în domeniul financiar 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, fonduri tranzacționate la bursă (ETF – exchange traded fund), 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, fonduri de investiții imobiliare (REIT – real estate investment trust) cu rată de participație, titluri garantate de capital (ABS – asset-backed securities), strategii „beta inteligente”, 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 tehnici noi de tranzacționare, precum „asigurarea de portofoliu” și „tranzacționarea de mare frecvență”, ca să amintesc doar câteva dintre schimbările care s-au produs în mediul financiar. O mare parte din noutățile din această carte au fost incluse pentru a explica aceste inovații financiare și pentru a arăta cum te poți folosi de ele ca investitor.

Această a douăsprezecea ediție oferă, de asemenea, o descriere clară și ușor accesibilă a progreselor academice în teoria și practica investițiilor. În capitolul 10, vorbesc despre behaviorismul financiar, un domeniu nou și fascinant, și scot în evidență lecțiile importante pe care investitorii ar trebui să le deprindă din observațiile behavioriștilor. În capitolul 11, ridic întrebarea dacă strategiile de investiții „beta inteligente” sunt cu adevărat inteligente și dacă paritatea de risc nu este cumva o strategie prea riscantă. În plus, am adăugat o nouă secțiune în care prezint strategii practice de investiții pentru cei care au ieșit la pensie sau care urmează să iasă. Am inclus atât de multe informații noi, încât cei care au citit o ediție anterioară a acestei cărți în colegiu sau în facultate vor fi satisfăcuți de varianta actualizată.

În ediția de față analizez atent teza fundamentală a edițiilor anterioare, și anume că piața reglează prețurile acțiunilor atât de eficient, încât până și 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. În ultimii patruzeci și cinci de ani, teza a rezistat cu brio. Mai bine de două treimi din

managerii de portofoliu profesioniști și-au văzut performanțele depășite de fondurile de tip index. Cu toate acestea, există încă specialiști și practicieni care se îndoiesc de validitatea teoriei. Iar prăbușirea burselor din octombrie 1987, bula dotcom și criza financiară din 2008-2009 au ridicat întrebări suplimentare cu privire la mult laudata eficiență a pieței. Această ediție explică controversese recente și reanalizează afirmația potrivit căreia este posibil „să bați piața”. Concluzia mea este că rapoartele despre moartea teoriei pieței eficiente sunt mult exagerate. Totuși, voi analiza dovezile cu ajutorul unui număr de tehnici de selecție a acțiunilor despre care se crede că vor înclina șansele de succes în favoarea investitorului individual.

Cartea rămâne, în esență, un ghid ușor de înțeles pentru investitorii individuali. În calitate de consilier strategic financiar pentru familii și persoane fizice, mi-a devenit tot mai limpede că capacitatea de asumare a riscurilor depinde foarte mult de vârsta și de abilitatea unei persoane de a obține venituri din surse care nu implică investiții. De asemenea, riscul presupus de multe investiții scade odată cu durata de investiție. Din aceste motive, strategiile optime de investiții trebuie să fie corelate cu vârsta. Capitolul 14, intitulat „Un ghid de investiții în funcție de etapele vieții”, ar trebui să fie foarte util pentru oamenii de toate vârstele. Numai acest capitol de unul singur valorează cât o întâlnire cu un consilier financiar personal.

Mulțumirile mele adresate celor menționați în edițiile anterioare rămân în continuare valabile. În plus, vreau să amintesc câteva persoane a căror contribuție la ediția a douăsprezecea a fost deosebit de utilă. Le sunt recunoscător în mod deosebit lui Michael Nolan de la Institutul de

Cercetare Bogle și asistenților mei, Benjamin Tso și Anne Daniecki. De asemenea, le sunt recunoscător lui Chris McIsaac, Alexandra Burton și Andrew Shuman de la Vanguard Group, pentru importantul ajutor în furnizarea de date.

Le mulțumesc totodată pentru sprijin lui Daniel Campbell, Jakub Jurek, Steven Leuthold, Joyce Niesman, Kristen Perleberg, James Sarvis, Stacy Sarvis, Jeremy Schwartz, Jeremy Siegel și Larry Swedroe. Colaborarea mea cu W. W. Norton rămâne una minunată și le mulțumesc lui Drake McFeely și Nathaniel Dennett pentru ajutorul oferit în publicarea acestei ediții.

Soția mea, Nancy Weiss Malkiel, a avut, de departe, cea mai importantă contribuție la finalizarea cu succes a ultimelor opt ediții. Pe lângă faptul că mi-a dat cele mai puternice dovezi de încurajare și susținere, a citit cu atenție diversele ciorne ale manuscrisului și a făcut nenumărate sugestii care mi-au clarificat și mi-au îmbunătățit stilul. A reușit să găsească erori care au scăpat multor corectori și redactori. Mai presus de toate, mi-a adus extraordinar de multă bucurie în viață. Nimeni nu merită mai mult decât ea și Piper, a doua cea mai bună prietenă a ei, dedicația acestei cărți.

Burton G. Malkiel  
Princeton University  
iunie 2018



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*

**I**N 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 râpă 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 ironsite 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

	Medie 1962	Medie 2014	Procent de creștere	Rata anuală compusă a inflației
<b>Indicele prețuri- lor de consum</b>	<b>30,20</b>	<b>236,40</b>	<b>682,8</b>	<b>4,0</b>
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 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 scotează 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 de investiții)*, 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 investitor 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 analizarea 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 investitor 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 căror alegeri sunt cel mai mult în concordanță cu cele ale grupului în ansamblu.

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

---

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

\*\* *Ibidem*, pag. 218-219. (n.tr.)

\*\*\* *Ibidem*, pag. 219. (n.tr.)

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 facă 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.

Teoria castelului de nisip are mulți susținători, atât în comunitățile financiare, cât și în cele academice. În cartea *Irrational Exuberance (Exuberanță irațională)*, laureatul

premiului Nobel, Robert Shiller, susține că obsesia față de acțiunile din domeniul Internetului și al tehnologiei de vârf de la sfârșitul anilor 1990 poate fi explicată doar cu ajutorul psihologiei de masă. În universități, așa-numitele teorii comportamentale ale pieței bursiere, care pun accentul pe psihologia mulțimilor, au devenit tot mai populare începând cu anii 2000. Psihologul Daniel Kahneman a câștigat Premiul Nobel pentru economie în 2002 pentru contribuțiile sale fundamentale în domeniul „comportamentului financiar”. Înaintea lor, Oskar Morgenstern susținuse cu tărie că a căuta valoarea intrinsecă a acțiunilor este ca și cum ai vâna o himeră. Într-o economie de schimb, valoarea oricărui bun depinde de o tranzacție prezentă sau viitoare. El era de părere că fiecare investitor ar trebui să afișeze deasupra biroului următorul proverb în latină:

*Res tantum valet quantum vendi potest.*

(Un lucru nu valorează decât atât cât  
altcineva este dispus să dea pe el.)

## CUM SE DESFĂȘOARĂ O PLIMBARE HAIHUI

Odată încheiată această introducere, te invit să ne plimbăm haihui prin hățșurile investițiilor, o plimbare care se va încheia pe Wall Street. Prima mea sarcină va fi să-ți prezint modelele istorice de stabilire a prețurilor și modul în care acestea se bazează pe cele două teorii de stabilire a prețului investițiilor. Santayana a fost cel care ne-a avertizat că, dacă nu învățăm lecțiile trecutului, suntem condamnați să repetăm aceleași greșeli. Prin urmare, voi vorbi despre unele manii incredibile – atât din trecutul îndepărtat, cât și din cel apropiat. S-ar putea ca unii cititori să nu pună mare

preț pe frenezia nebunească cu care oamenii s-au îngrămădit să cumpere bulbi de lalea în Țările de Jos, în veacul al XVII-lea, sau pe bula Mării Sudului din istoria Angliei din secolul al XVIII-lea. Dar nimeni nu poate ignora mania „Nifty Fifty”\* (50 de titluri excelente) din anii '70, explozia incredibilă a prețurilor acțiunilor și terenurilor japoneze și la fel de spectaculoasa lor prăbușire de la începutul anilor '90, „mania internetului” din 1999 și începutul deceniului următor sau bula imobiliară din S.U.A. din 2006-2007. Aceste episoade ne oferă avertismente continue că nici oamenii de rând, nici investitorii profesioniști nu sunt imuni la erorile trecutului.

---

\* „Nifty Fifty” era un grup de acțiuni a 50 de companii cu capitalizare mare preferate de investitorii instituționali. Printre ele se numărau companii precum Avon, Polaroid, Philip Morris și IBM. (n.red.)

---

## NEBUNIA MASELOR

„Octombrie. O lună deosebit de periculoasă pentru  
speculațiile la bursă.

Celelalte sunt iulie, ianuarie, septembrie, aprilie, noiembrie,  
mai, martie, iunie, decembrie, august și februarie.”

– Mark Twain, *Wilson Zevzecul*

**L**ĂCOMIA SCĂPATĂ de sub control este o caracteristică esențială a fiecărui boom spectaculos din istorie. În frenezia lor, participanții pe piață ignoră fundamentele ferme ale valorii în detrimentul presupunerii îndoielnice, dar entuziaste că pot face avere construind castele de nisip. Acest tip de gândire a cuprins națiuni întregi.

Psihologia speculației este un veritabil teatru al absurdului. În cele ce urmează, îți voi prezenta câteva piese de acest gen. Castelele ridicate în timpul reprezentațiilor s-au bazat pe bulbii olandezi de lalea, pe „bulele” englezești și pe acțiunile companiilor americane cu reputație solidă. În fiecare dintre aceste cazuri, au existat unii oameni care au câștigat bani pentru o vreme, însă puțini au scăpat nevătămați.

În cazul de față, istoria ne învață o lecție: deși teoria castelului de nisip poate oferi o bună explicație pentru astfel de excese speculative, anticiparea reacțiilor mulțimii capricioase este un joc extrem de periculos. „Masele acumulează nu inteligența, ci mediocritatea”<sup>\*</sup>, observa Gustave Le Bon în lucrarea sa clasică din 1895 despre psihologia mulțimilor. Se pare că nu mulți au citit cartea. Piețele cu ascensiuni fulgerătoare, bazate exclusiv pe un sprijin mental, s-au prăbușit invariabil sub acțiunea legii financiare a gravitației. Prețurile nesustenabile pot dura ani de zile, dar în cele din urmă se vor prăbuși. Astfel de răsturnări se produc la fel de neașteptat ca un cutremur; și cu cât exagerarea este mai mare, cu atât efectele sunt mai puternice. Puțini dintre constructorii nesăbuiți de castele de nisip s-au dovedit a fi suficient de ageri încât să anticipeze aceste răsturnări și să-și scape pielea când totul a început să se prăbușească.

### MANIA LALELELOR

Mania bulbilor de lalea a fost una dintre cele mai spectaculoase promisiuni de îmbogățire peste noapte din istorie. Excesele acesteia capătă și mai multă amploare dacă ne gândim că s-a petrecut în cumpătata Olandă, la începutul secolului al XVII-lea. Evenimentele care au dus la această frenezie speculativă au fost puse în mișcare în 1593, când un profesor de botanică din Viena, recent numit în funcție, a sosit la Leyden cu o colecție de plante neobișnuite care își aveau originea în Turcia. Olandezii au fost fascinați de

---

<sup>\*</sup> Gustave Le Bon, *Psihologia mulțimilor*, trad. Mariana Tabacu, Editura Antet XX Press, București, 2003, pag. 12. (n.tr.)



aceste flori noi de grădină, dar nu și de prețul cerut de profesor (care voia să vândă bulbii și să scoată un profit frumosel). Într-o noapte, un hoț a intrat în casa profesorului și a furat bulbii, care ulterior au fost vânduți la un preț mai mic, dar cu un profit mai mare.

În următorul deceniu, laleaua a devenit o floare des întâlnită în grădinile olandeze, dar costisitoare. Multe dintre aceste flori au fost afectate de un virus neletal cunoscut sub numele de „mozaic”. Acest virus a fost cel care a contribuit la declanșarea speculației nebunești în privința bulbilor de lalea. Efectul acestuia era că pe petale apăreau dungi colorate contrastante, denumite și „flăcări”. Olandezii apreciau foarte mult bulbii infectați, pe care îi numeau „bizari”. În scurtă vreme, datorită gustului majorității, cu cât un bulb era mai bizar, cu atât prețul pentru achiziția lui era mai ridicat.

Încet, încet, s-a declanșat o manie a lalelelor. Mai întâi, comercianții de bulbi au încercat să ghicească ce model va fi cel mai popular în anul următor, așa cum producătorii de haine încearcă să estimeze preferințele publicului în privința materialelor, culorilor sau a lungimii fustei. Apoi, cumpărau un stoc uriaș de bulbi de lalea, așteptându-se la o creștere a prețului. Și acesta a urcat nebunește. Cu cât bulbii deveneau mai scumpi, cu atât era mai mare numărul celor care îi priveau ca pe o investiție inteligentă. Charles Mackay, care a scris o istorie a acestor evenimente în cartea *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (*Închipiri populare extraordinare și nebunia masei*), observa că industria țării a fost abandonată în favoarea speculațiilor cu bulbi de lalea: „Nobilii, cetățenii, fermierii, mecanicii, marinarii, servitoarele, chiar și coșarii și

comercianții de haine vechi de damă au cochetat cu lalelele”. Toată lumea și-a imaginat că pasiunea pentru lalele va dura o veșnicie.

Oamenii care susțineau că prețurile nu pot urca mai mult priveau supărați cum prietenii și rudele lor făceau profituri enorme. Tentația de a li se alătura era uriașă. În ultimii ani ai febrei lalelelor, care a durat, cu aproximație, din 1634 până la începutul anului 1637, oamenii au început să-și dea la schimb bunurile personale, cum ar fi pământul, bijuteriile sau mobila, pe bulbii despre care credeau că-i vor îmbogăți și mai mult. Prețul bulbilor a atins cote astronomice.

O parte din genialitatea piețelor financiare constă în faptul că, atunci când există o cerere reală pentru o metodă de îmbunătățire a oportunităților speculative, piața o va oferi fără întârziere. Instrumentele care au permis speculatorilor de lalele să obțină maximul posibil în schimbul banilor au fost „opțiunile de cumpărare”, similare celor populare astăzi pe piața de acțiuni.

O opțiune de cumpărare îi conferea titularului dreptul de a cumpăra bulbi de lalea (de a solicita livrarea lor) la un preț fix (aproximând, de regulă, prețul actual al pieței) pentru o perioadă fixă de timp. Pentru asta, i se percepea o sumă de bani, numită „prima de opțiune”, care varia între 15 și 20 de procente din prețul actual al pieței. De exemplu, o opțiune pentru un bulb de lalea care valorează în prezent 100 de guldeni, îl va costa pe cumpărător doar 20 de guldeni. Dacă prețul va urca la 200 de guldeni, titularul opțiunii își va exercita dreptul; va cumpăra cu suma de 100 și va vinde apoi la prețul actual de 200. Va obține astfel un profit de 80 de guldeni (cei 100 de guldeni cu care a urcat prețul,

minus cei 20 de guldeni cât a plătit pe opțiune). Se va bucura astfel de un profit cvadruplu, în vreme ce o achiziție directă doar i-ar fi dublat suma. Opțiunile oferă o modalitate de a influența o investiție, crescând recompensa potențială, dar și riscurile. Astfel de dispozitive au contribuit la asigurarea unei participări largi pe piață. Același lucru este valabil și astăzi.

Istoria perioadei respective este plină de episoade tragicomice. Unul dintre ele vizează un marinar care, la întoarcere, i-a adus vești unui comerciant înstărit despre sosirea unui transport de mărfuri noi. Negustorul l-a răsplătit cu un mic dejun cu hering roșu de calitate superioară. Văzând pe tejgheaua comerciantului ceva ce i s-a părut a fi o ceapă, și gândindu-se că aceasta nu avea ce să caute printre catifele și mătăsuri, s-a gândit s-o folosească pentru a-i da savoare heringului. Nici prin gând nu i-a trecut că „ceapa” aceea ar fi putut hrăni echipajul unei corăbii întregi pentru un an de zile. Era un bulb scump de lalea *Semper Augustus*. Marinarul a plătit scump pentru ospățul său: gazda nu i-a mai fost deloc recunoscătoare și l-a trimis la închisoare pentru câteva luni sub acuzații grave.

Istoricii reinterpretează adesea trecutul, iar unii istorici financiari care au reexaminat dovezile legate de diferite bule financiare susțin că s-ar putea să fi existat totuși o justificare temeinică în stabilirea prețurilor. Unul dintre acești istorici revizionişti, Peter Garber, sugerează că prețurile bulbilor de lalea din Olanda secolului al XVII-lea au fost stabilite mult mai rezonabil decât se crede.

Garber propune câteva argumente solide și nu vreau să insinuez că nu a existat niciun pic de rațiune în stabilirea prețului bulbilor de lalea la vremea respectivă. De exemplu,

bulbul de *Semper Augustus* era, după cum ne dezvăluie Garber, deosebit de rar și de frumos, fiind extrem de prețuit și în anii dinaintea maniei lalelelor. Mai mult, cercetările lui indică faptul că, bulbii rari de lalea au înregistrat prețuri ridicate chiar și după prăbușirea generală a prețurilor; deși, într-adevăr, au atins doar o fracțiune din prețurile lor maxime. Garber nu a găsit însă nicio explicație logică pentru fenomene cum ar fi creșterea de douăzeci de ori a prețului bulbilor de lalea în ianuarie 1637, urmată de un declin și mai mare al prețurilor în luna februarie. Din câte se pare, așa cum se întâmplă în cazul celor mai multe frenezii speculative, prețurile au urcat atât de mult, încât unii oameni au decis să fie prudenți și să-și vândă bulbii. În scurtă vreme, li s-au alăturat și alții. La fel ca un bulgăre de zăpadă care se rostogolește la vale, deflația bulbilor a crescut într-un ritm din ce în ce mai rapid și, cât ai bate din palme, s-a instaurat panica.

Oficialii guvernamentali au declarat public că nu există niciun motiv pentru care prețul bulbilor să scadă, dar nimeni nu i-a ascultat. Comercianții au dat faliment și au refuzat să-și onoreze angajamentele de a cumpăra alți bulbi de lalea. Planul guvernului de a stabili toate contractele la 10% din valoarea lor nominală a eșuat atunci când prețul bulbilor a scăzut chiar și sub acest prag. Și prețurile și-au continuat declinul. S-au dus la vale până când majoritatea bulbilor au ajuns să nu mai valoreze aproape nimic, fiind vânduți la prețul unei cepe obișnuite.

## BULA MĂRII SUDULUI

Să presupunem că te-a sunat brokerul personal și ți-a recomandat să investești într-o companie nouă, fără vânzări sau câștiguri, doar cu mari perspective.

— Ce afacere este? întrebă tu.

— Îmi pare rău, îți răspunde brokerul, nu trebuie să afle nimeni despre ce e vorba, dar îți promit că te vei îmbogăți.

O escrocherie, te gândești imediat. Și ai dreptate. Dar acum 300 de ani, în Anglia, aceasta a fost una dintre cele mai la modă practici. Și, după cum ai ghicit deja, investitorii s-au fript îngrozitor. Povestea ilustrează cum o înșelătorie îi poate face pe oamenii lacomi să fie dispuși să-și lase banii pe mâna altora.

Pe vremea bulii Mării Sudului, britanicii aveau o groază de bani de irosit. O perioadă lungă de prosperitate a dus la economii substanțiale și posibilități de investiție reduse. În acele vremuri, să deții acțiuni era considerat un privilegiu. Începând cu 1693, de exemplu, numărul beneficiarilor care dețineau acțiuni la Compania Indiilor Orientale era de doar 499. Aceștia aveau parte de tot felul de avantaje, printre care, deloc de neglijat, neimpozitarea dividendelor. Totodată, printre ei se numărau și femeii, întrucât acțiunile reprezentau una dintre puținele forme de proprietate pe care britanicele le puteau deține în nume propriu. Compania Mării Sudului, care acoperea nevoia de mijloace de investiție, a fost înființată în 1711 pentru a restabili încrederea în capacitatea guvernului de a-și îndeplini obligațiile. Aceasta a preluat un bilet la ordin guvernamental de aproape 10 milioane de lire sterline. Drept răsplată, i s-a oferit monopolul asupra întregului comerț din Mările Sudului.