

PRINCIPII ALE INVESTITORULUI INDIVIDUAL

Vlad-Mircea Ionescu *

Academia de Studii Economice, București, România

Rezumat

Articolul abordează pe scurt subiectul principiilor, deciziilor și comportamentului pe care investitorii individuali ar trebui să le adopte și să le implementeze pentru a obține rezultate bune din activitatea lor de-a lungul perioadelor îndelungate de timp. Lucrarea descrie și comentează ce înseamnă cu adevărat noțiunea de investiție și cum se diferențiază aceasta de speculație, pentru ca apoi să treacă în revistă principalele clase de active investiționale potrivite investitorului individual, care sunt caracteristicile importante ale acestora și cum au performat ele în timp.

Așadar, invit pe oricine interesat de lumea fascinantă a investițiilor și a piețelor financiare să parcurgă paginile ce urmează, cu speranța că, fie că are deja multe cunoștințe în domeniu, fie că se află într-o etapă de acumulare rapidă a acestora din dorința de a-și cultiva educația financiară și investițională, parcurgerea lor va fi plăcută și utilă deopotrivă.

Cuvinte cheie: clase de active investiționale, comportamentul investitorului, investiții pe termen lung, investiții bazate pe valoare

Clasificare JEL: G00 (General Financial Economics), G02 (Behavioral Finance: Underlying Principles), G10 (General Financial Markets), G11 (Portfolio Choice, Investment Decisions), G15 (International Financial Markets)

Introducere

În societatea de astăzi, cea mai mare parte dintre noi, fie că ne place sau nu, fie că ne interesează sau nu, fie că realizăm sau nu, trebuie să fim și suntem într-o anumită măsură investitori. Sigur că nuanțele pe care le capătă această caracteristică a noastră diferă mult de la caz la caz, însă cu toții împărtășim, într-un fel sau altul, elementul care stă la baza întregului concept al investiției: renunțarea la o parte din beneficiile prezente cu scopul de a ne bucura de beneficii superioare în viitor. De ce facem asta? În general, din două motive: fie pentru că trebuie, inclusiv prin unele obligații legale, fie pentru că vrem să ne conservăm și să ne sporim averea. Primul motiv este cât se poate de important și adaptat la realități, pentru că nu putem duce o viață activă și productivă până la final, iar vechiul și actualul principal sistem de pensii din România este nesustenabil pe termen lung, ca atare necesitatea economisirii și investirii pentru perioada retragerii din activitate este de necontestat.

*Autor de contact, Vlad-Mircea Ionescu – vladmircea.ionescu@gmail.com

Însă, cel de-al doilea motiv este cel cu adevărat fascinant, iar elementul principal de care depinde succesul acestei inițiative este dobânda compusă, supranumită și “cea de-a opta minune a lumii”. De aceea, în continuare vom discuta care pot fi principiile, abordările și modalitățile de acțiune prin care poate fi maximizat pe termen lung randamentul, sau această dobândă compusă, pentru investițiile noastre.

Granița dintre investiție și speculație nu este întotdeauna foarte clară în practică, deși principiile care stau la baza acestor două tipuri distincte de activități se pot enunța și delimita destul de ușor.

O diferențiere clară și concisă a acestora este oferită de Keynes (1936) astfel: a investi este o activitate de prognozare a randamentelor oferite de un activ pe parcursul vieții acestuia; a specula este o activitate de prognozare a psihologiei pieței. Se poate deduce de aici că, dacă în cazul investițiilor vorbim de o analiză obiectivă a caracteristicilor economice pe care un anumit activ le posedă, în cazul speculațiilor nu caracteristicile acestuia primează, ci ceea ce piața percepe și crede despre acesta într-o anumită perioadă. O altă modalitate de diferențiere între cei doi termeni este oferită de Graham (1972), și anume: o operațiune de investiții este cea care, la o analiză amănunțită, oferă promisiunea de recuperare a capitalului inițial și de obținere a unui câștig adecvat; operațiunile care nu îndeplinesc această cerință sunt speculative. Din nou, și prin această definiție, accentul este pus pe faptul că investiția presupune o analiză obiectivă a activului, menită să estimeze randamentele pe care acestea le poate genera în timp investitorului și să decidă dacă acestea sunt satisfăcătoare, în timp ce tranzacționarea de active fără a respecta această condiție intră în sfera speculației.

Ambii renumiți economiști și profesori, Keynes și Graham, au fost și investitori practicanți. Cu toate că, atât Keynes, ca administrator al fondului Universității Cambridge și al altor câteva fonduri aparținând unor companii de asigurări, cât și Graham, ca administrator al propriului fond de investiții, Graham-Newman, și-au desfășurat mare parte din cariera lor investițională profesionistă într-una dintre cele mai nepropice perioade din istorie pentru această activitate, anii '30 și '40, rezultatele lor de-a lungul acestor ani au fost remarcabile. Traversând o perioadă consacrată de evenimente negre pentru domeniul investițiilor și nu numai, precum Marele Crah Bursier din 1929, Marea Depresiune Economică din anii '30 sau Al Doilea Război Mondial, ei nu doar că au reușit să mențină profitabile fondurile pe care le gestionau, ci le-au și sporit considerabil valoarea pe parcurs. Însă această similaritate dintre cei doi este doar efectul. Cealaltă similaritate constă chiar în cauză, și anume modalitatea lor de abordare a investițiilor, aceea de a analiza caracteristicile economice ale activelor, a le prognoza randamentele potențiale și a le estima astfel „valoarea intrinsecă”. Aceasta nu de puține ori se poate întâmpla să difere semnificativ față de prețul de tranzacționare, sau „valoarea de piață”, cum mai poate fi acesta denumit. Aceasta este abordarea comună care, încă din definițiile lor ne dăm seama, face diferența între investiție și speculație. Elaborarea și nuanțarea acestei filozofii de investiții a pus bazele a ceea ce ulterior a fost denumit “value investing”, sau “investiții bazate pe valoare”, Graham fiind, de altfel, considerat astăzi părintele acestei paradigme. Eficacitatea acesteia a trecut testul timpului, fiind demonstrată nu doar prin propria sa practică ci și ulterior, până în zilele noastre, prin succesele obținute de „discipolii” săi.

Cel mai cunoscut dintre aceștia, Warren Buffett, a fost studentul lui Graham la cursurile de investiții din cadrul Columbia Business School și ulterior a lucrat pentru acesta în cadrul fondului de investiții Graham-Newman, înainte de a porni propriul parteneriat de investiții. De atunci și până în prezent, într-un parcurs de peste 60 de ani, Buffett a construit pas cu pas, investiție cu investiție, an după an, iar rezultatul este ceea ce a devenit astăzi

Berkshire Hathaway, compania de tip holding pe care o controlează, cu o valoare de piață în prezent de aproximativ jumătate de trilion de dolari (500 miliarde de dolari). Influențat și inspirat de mentorul său direct, Graham, precum și de anumite particularități utilizate de Keynes, în special în privința abordării unei politici de diversificare a investițiilor mai puțin extinsă decât a lui Graham, Warren Buffett a urmat principiile de “value investing” în tot acest parcurs, le-a dat propria nuanță, le-a popularizat și le-a explicat publicului interesat, bucurându-se totdeauna de această experiență didactică informală.

Astfel, nu este deloc întâmplător faptul că viziunea lui Warren Buffett (2002) în ceea ce privește distingerea între investiție și speculație rezonează foarte bine cu cea a predecesorilor săi, Graham și Keynes. În opinia lui Buffett, o investiție presupune dedicarea unor fonduri în prezent pentru un activ care îți va returna mai multe fonduri pe parcursul duratei sale de viață din exploatarea acestuia. Valoarea prezentă, actualizată, a acelor fonduri pe care activul le va genera în viitor, oferă un nivel maxim de preț ce ar trebui plătit pentru realizarea investiției. Speculația, pe de altă parte, presupune de asemenea dedicarea unei sume de bani pentru un anumit activ în prezent, însă cu scopul de a obține ulterior o sumă mai mare de bani din vânzarea acestuia, făcând abstracție de ceea ce activul în sine poate genera din exploatare. Astfel, în cazul unei investiții, ulterior realizării achiziției, nu cotația sau prețul de piață curent este cel vital pentru proprietar, ci fluxurile de numerar pe care activul le produce. În cazul speculației însă, proprietarul activului este dependent permanent de ceea ce piața, sau următorii cumpărători ai activului respectiv, sunt dispuși să-i ofere pentru acesta.

În opinia mea, este suficient de sigur și prudent să afirmăm așadar, că o distincție între investiție și speculație poate fi ușor făcută atunci când este vorba despre o anumită categorie de active, și anume, activele neproductive. Achiziționarea acestora nu poate fi considerată o investiție, în sensul celor de mai sus, din moment ce acest tip de active nu generează niciun fel de venit în sine. Fie că vorbim, spre exemplu, despre metale prețioase, mărfuri, teren neexploatat, sau, mai nou, criptomonede, proprietarii acestora sunt dependenți în ceea ce privește valorificarea lor strict de prețul pe care piața este dispusă să îl ofere pentru acestea la un anumit moment. Ca atare, cumpărarea și tranzacționarea de active neproductive intră în sfera speculației.

Ca o paranteză, pentru că se bucură de foarte de foarte multă popularitate în perioada recentă, unele voci susținând chiar că reprezintă “o nouă clasă de active investiționale”, criptomonedele, cel puțin în forma lor actuală, sunt probabil de departe activele neproductive cele mai speculative, de la “Mania bulbilor de lalea” din secolul al XVII-lea până în zilele noastre. Cu mențiunea că totuși, bulbii de lalea aveau măcar potențialul de a fi productivi, de a genera pentru proprietar, dacă acesta întreprindea o activitate de exploatare a lor, mai mulți bulbi și un produs cu valoare adăugată superioară, laleaua. Faptul că atât de mulți actori, majoritatea amatori ce-i drept, au năvălit să ia parte la acțiunea desfășurată pe această piață modernă, de secol XXI, a bulbilor sterpi, arată după părerea mea ecartul dintre ritmul de evoluție, extrem de rapid, al tehnologiei și al civilizației pe de o parte, și ritmul de evoluție, extrem de lent, al instinctelor, comportamentului și psihologiei umane, pe de altă parte. Unul dintre cele mai puternice imbolduri, din punct de vedere psihologic, rămâne pentru oameni acela de a încerca să se îmbogățească rapid, iar atunci când apare un fenomen popular, care îi face pe mulți din jurul cuiva să pară că reușesc, sau chiar să reușească acest lucru, dificultatea de a rezista acestui imbold devine din ce în ce mai mare, deoarece în mintea sa se instalează frica de a rata un câștig facil. Așa că mai mulți cedează și se prind în horă. Astfel se formează bulele speculative. Așa se formau cu sute de ani în urmă, așa se formează astăzi, și așa se vor mai

forma mult timp în continuare. Problemele încep să apară când, după o popularizare intensă a fenomenului, cu prezentarea și promovarea celor mai de succes povești, ale celor mai buni așa-ziși experți, ritmul de apariție al noilor doritori de a se alătura petrecerii începe să scadă. Este logic și firesc ca așa ceva să se întâmple la un moment dat, din moment ce aceia predispuși la a participa au avut suficient timp la dispoziție pentru a o face. Astfel, noii veniți sunt din ce în ce mai puțini, iar cei mai vechi încep să obosească sau să se plictisească să mai danseze între ei și părăsesc rând pe rând hora. De aici până la încheierea bruscă și, pentru mulți, brutală a petrecerii nu mai e mult ci, de regulă, mult mai puțin decât a durat ca petrecerea să devină cu adevărat populară.

Aceste fenomene de trazaționare irațională apar din când în când sub diferite forme, pe diverse piețe și tipuri de active, fie ele neproductive sau productive, și nu există garanții de imunități pentru unele sau altele. Apariția și dezvoltarea lor au însă întotdeauna un rezultat general, și anume, transferul masiv de avere de la unii participanți la alții. Fie că este vorba de noroc, intuiție, manipulare, sau alte cauze similare, cei care reușesc să “sincronizeze” bine o astfel de piață, să aibă acel “timing” necesar acestui joc, pot încasa sume uriașe, pe cheltuiala celor mulți, care nu reușesc acest lucru. Este însă un joc de sumă nulă, nimic nu se crează în tot acest proces, iar societatea per ansamblu nu beneficiază în vreun fel. Asta nu face ca acest joc să fie ilegal și nici măcar imoral neapărat, iar sumele câștigate pot fi cât se poate de reale, dar consider că, de regulă, un investitor în sensul adevărat al cuvântului, cu orizont îndelungat, hotărât să-și protejeze și să-și extindă resursele de capital, ar trebui să stea departe de el. Dacă totuși, uneori, din varii motive, vrea să ia parte la o astfel de acțiune, este vital să-și dea seama că nu desfășoară o operațiune de investiții, ci speculează, și ca atare, ar trebui să-și limiteze “aventura” la o parte restrânsă a capitalului său și să fie dispus și pregătit din punct de vedere psihologic pentru cazul în care ar pierde tot sau mare parte din ceea ce a alocat acestui pariu. De asemenea, trebuie avut în vedere și faptul că, atunci când un observator pregătit și abil al unui astfel de fenomen realizează că se confruntă cu o bulă speculativă, luarea unor poziții împotriva fenomenului, cu alte cuvinte parierea împotriva prețurilor aflate în creștere irațională pe piața respectivă, trebuie considerată în aceeași măsură tot un pariu, tot o speculație, ca și în cazul în care ar fi de partea cealaltă a baricadei, cu “valul”. Motivarea este simplă, și anume, chiar dacă pe fond observatorul nostru are dreptate referitor la nivelul excesiv al prețurilor, lui îi lipsește aproape întotdeauna, pentru că este cvasi-imposibil de analizat, cealaltă parte importantă a puzzle-ului: momentul la care ceilalți participanți ai pieței se vor trezi la realitate și vor realiza iraționalitatea fenomenului. Cu alte cuvinte, nu se poate ști cu certitudine când o creștere irațională a prețurilor pe o anumită piață va lua sfârșit, sau cât va mai continua cursa în teritoriul iraționalului. Iar pentru cineva care mizează pe scăderea prețurilor, luând o poziție “short” (vânzând în lipsă activul sau instrumentul respectiv) există două dezavantaje majore: primul că timpul curge în defavoarea sa, iar al doilea că pierderea curentă poate fi, teoretic, nelimitată. Timpul curge în defavoarea sa deoarece în general o poziție “short” presupune anumite costuri și condiții ce trebuie suportate și îndeplinite pentru menținerea ei. În privința potențialelor pierderi curente înregistrate, dacă în cazul unei decizii de cumpărare - poziție “long”, pierderea maximă poate surveni în cazul în care prețul ajunge la 0, iar aceasta este limitată la capitalul alocat, în cazul deciziei de vânzare în lipsă - poziție “short”, prețul poate crește fără a avea o limită anume, teoretic, până la infinit, iar pe parcurs pierderile nemarcate la piață pot deveni atât de mari încât, dacă persoana în cauză nu cedează din punct de vedere psihologic și închide singură poziția, la un moment dat poate ceda din punct de vedere

financiar și poziția se va închide independent de voința ei, devenind astfel marcată permanent la piață.

De altfel, o vorbă cunoscută despre piețele financiare rezumă perfect tot acest aspect, iar ea sună cam așa: piețele pot rămâne iraționale mult mai mult timp decât poți tu rămâne solvabil.

Dacă în privința activelor neproductive am putut face o încadrare generală în categoria speculației, când vorbim despre active productive însă, lucrurile devin mai nuanțate. Nu putem spune că achiziționarea acestora se califică automat drept operațiune de investiție doar pentru că sunt generatoare de venituri. De altfel, putem reaminti evenimente relativ recente în care uriașe bule speculative au fost formate chiar din tranzacționarea unor active productive dintre cele mai importante: imobiliarele, în perioada premergătoare crizei din 2008, și acțiunile, în special cele ale companiilor tehnologice, în perioada “dot com”, de la sfârșitul anilor '90, începutul anilor 2000.

Pentru a se încadra în categoria operațiunilor de investiții, achiziționarea unui activ productiv este vital să fie făcută cu îndeplinirea unor condiții esențiale: perspectivele pe termen mediu și lung din punct de vedere al veniturilor pe care le va genera să fie bune, iar prețul la care se realizează achiziția să fie rezonabil în relație cu acestea. Bineînțeles, cu cât prețul ar fi mai redus, sau cu cât veniturile viitoare ar fi excedentare celor așteptate, cu atât investiția va fi mai eficientă.

Nu acestea erau însă condițiile luate în calcul pentru tranzacțiile imobiliare sau cele cu acțiuni ale companiilor tehnologice din perioadele mai sus amintite. În opinia mea, era ignorat faptul că prin achizițiile imobiliare nu se putea recupera din exploatare capitalul decât în perioade foarte lungi, uneori obținându-se randamente chiar mai mici decât ale activelor fără risc sau ale depozitelor bancare, nu conta faptul că acțiunile care se cumpărau la prețuri uriașe în relație cu fundamentele lor erau ale unor companii abia apărute pe piață, cu produse netrecute prin testul preferințelor consumatorilor, fără să aibă măcar vreun trimestru profitabil în scurta lor istorie, ba chiar în unele cazuri cu imense pierderi și datorii acumulate. Toate aceste semnale de alarmă apărute la orice analiză făcută, nu contau în deciziile de cumpărare, pentru că se cumpăra cu intenția ca nu peste mult timp “investiția” să fie vândută următorului doritor, bineînțeles, la un preț mai mare, mizându-se pe faptul că tendința va rămâne aceeași la nesfârșit sau, în orice caz, suficient de mult timp cât să se poată profita în acest mod. Evident că această strategie, chiar dacă privește tranzacții cu active productive, intră în categoria speculației, nicidecum a investițiilor, din moment ce ignoră orice aspect referitor la caracterul productiv al activului respectiv, și se rezumă doar la prețul aflat în aparentă creștere continuă.

Clase principale de active investiționale

După cum am distins anterior, când vorbim despre active investiționale ne vom rezuma doar la cele productive, generatoare de venituri pentru proprietarii lor. Acestea pot fi clasificate generalist în patru clase principale de active disponibile investitorilor individuali, fiecare cu propriile particularități, și anume: echivalentele de numerar, obligațiunile pe termen mediu și lung, acțiunile și imobiliarele. Caracteristicile generale ale acestora trebuie discutate pe rând și, de asemenea, este util să vedem cum au performat fiecare de-a lungul timpului. Pentru că, din păcate, în România piața de capital nu este încă foarte dezvoltată și pentru că până nu foarte demult, a lipsit cu desăvârșire, timp de decenii la rând neexistând economie de piață, istoria evoluției acestor clase de active nu este prea

îndelungată și relevantă, așa că pentru a vedea cum au performat ne vom uita doar către state mai dezvoltate și mai stabile, etalonul fiind piețele din Statele Unite. Putem spera însă ca pentru mult timp de acum încolo, caracteristici absolut necesare dezvoltării și prosperității economice și a piețelor, precum stat de drept, economie și piețe libere, respectarea cu sfințenie a dreptului de proprietate privată ș.a.m.d., să fie o constantă și o certitudine în țara noastră. În plus, mulțumită globalizării și tehnologiei, granițele internaționale, precum și costurile de tranzacționare, nu mai reprezintă o problemă în privința investițiilor, mai ales când sunt făcute prin intermediul piețelor financiare. Astfel, orice investitor român sau de orice altă naționalitate, oriunde s-ar afla, poate avea acces cu ușurință la orice piață crede că îi poate aduce oportunități mai bune pentru obiectivele sale.

Așadar, prima dintre clasele de active investiționale din enumerare au fost "echivalentele de numerar" și, după cum sugerează și denumirea, sunt cele mai lichide și totodată, probabil cele mai simple. Dintre acestea, fac parte conturile de economii și depozitele la bănci, fondurile de money-market, titlurile de stat pe termen scurt (în general cu scadența până la maximum un an) ș.a.m.d. Ele sunt caracterizate de volatilitate foarte redusă sau inexistentă, iar din acest motiv și din acela că majoritatea sunt garantate de stat într-o formă sau alta, sunt considerate nerisicante. Randamentele pe care le oferă sunt însă printre cele mai mici, de regulă cât să țină pasul cu inflația, uneori peste, uneori sub acest prag. De aceea, la nivelul investitorului individual să fie considerate din start nerisicante este o greșală, în opinia mea. Dacă orizontul de timp investițional al cuiva este lung, de mulți ani sau decenii, a-și ține capitalul investit în această clasă de active nu este doar riscant, ci este în mod sigur o strategie pierzătoare prin prisma costului de oportunitate pe care îl comportă, față de alternativa investirii în clase de active cu randamente superioare. Această clasă de active, a echivalentelor de numerar, este folositoare pentru termen scurt investitorilor, ca un "loc de parcare a capitalului" până la găsirea unor oportunități atractive de plasare a acestuia. Iată mai jos cum a performat această clasă de active de-a lungul timpului, în Statele Unite. Etalonul care reprezintă clasa de active, urmărit în această evoluție, sunt titlurile de stat pe termen scurt, cu scadența la 3 luni în acest caz, cunoscute în engleză sub denumirea 3-Month Treasury Bills.

Tabelul nr. 1: Randamente 3M US T-Bill

Perioadă	Media aritmetică a randamentelor anuale	Randament mediu anualizat (media geometrică)	Valoarea nominală com-pusă a 100 USD investiți la începutul perioadei
1928-1937 (10 ani)	1,61%	1,61%	117 USD
1938-1947 (10 ani)	0,26%	0,26%	103 USD
1948-1957 (10 ani)	1,67%	1,67%	118 USD
1958-1967 (10 ani)	3,28%	3,28%	138 USD
1968-1977 (10 ani)	5,76%	5,75%	175 USD
1978-1987 (10 ani)	9,07%	9,04%	238 USD
1988-1997 (10 ani)	5,37%	5,36%	169 USD
1998-2007 (10 ani)	3,49%	3,49%	141 USD
2008-2017 (ultimii 10 ani)	0,42%	0,42%	104 USD

1968-2017 50 de ani)	(ultimii	4,82%	4,77%	1028 USD
1928-2017 90 de ani)	(ultimii	3,44%	3,39%	2016 USD

Sursa: Serie de date a prof. Aswath Damodaran de pe pagina Damodaran Online a NYU și prelucrare proprie

Cea de-a doua clasă majoră de active investiționale disponibile investitorului individual sunt obligațiunile pe termen mediu și lung. Acestea sunt de regulă considerate pe termen mediu când au scadența de peste un an, dar nu mai mult de 10 ani și pe termen lung când au scadența de peste 10 ani, ajungând până la 30 de ani, sau în unele cazuri extreme chiar până la 50 sau 100 de ani. În funcție de natura entității pe care investitorul o împrumută prin aceste instrumente financiare de credit, obligațiunile pot fi de mai multe tipuri, principalele fiind: guvernamentale (când guvernul, autoritatea centrală a unui stat este emitentul), municipale (când autorități locale ale unui stat le emit) sau corporative (când acestea sunt emise de către companii). Bineînțeles că, atât în funcție de scadența până la maturitate, cât și de tipul emitentului, precum și de alți factori pe lângă aceștia doi majori, randamentele pe care investitorul se poate aștepta să le obțină în timp din această clasă de active variază mult, ca și gradul de risc la care acesta poate alege să se supună.

Principalii factori de risc ai investitorului în acest tip de instrumente sunt riscul de credit și riscul valutar, sau inflaționist. Riscul de credit, reprezentat de fapt de probabilitatea ca la un moment dat emitentul să nu-și mai poată îndeplini obligațiile financiare față de creditorii săi, trebuie analizat de investitori prin prisma stabilității și “sănătății” financiare a emitentului. Din acest punct de vedere, există diverse categorii de emitenți, de la statele considerate cele mai sigure și stabile economic, precum Germania sau Statele Unite, până la state sau companii aflate în pragul falimentului, categorie denumită generic “junk”. Riscul valutar, sau inflaționist provine din faptul că aceste instrumente financiare sunt generatoare de venituri fixe pentru cumpărătorii lor și, indiferent de moneda în care ele sunt emise și denominate, acestea pot suferi în timp diminuări în termeni reali de valoare și de putere de cumpărare, chiar dacă în termeni nominali valoarea acestora rămâne constantă. Cum în cazul tuturor economiilor de piață dorința și țintele sunt pentru o inflație moderat pozitivă, cum este normal să fie pentru a fi stimulate investițiile și productivitatea, așa spune chiar că acesta nu este un risc al obligațiunilor, ci chiar un cost, având în vedere caracterul aproape cert și ar trebui dedus de investitori din veniturile nominale pentru a analiza în termeni reali atractivitatea investiției. Excepție de la această caracteristică, de instrumente cu venit fix, valabilă în general obligațiunilor, fac acelea ale căror cupoane și/sau valoare nominală sunt variabile în funcție de un indice al prețurilor de consum, cum este spre exemplu cazul obligațiunilor guvernamentale americane TIPS (Treasury Inflation Protected Securities), sau de un indice de dobândă, cum este cazul anumitor obligațiuni corporative care ajustează regulat plata cuponelor în funcție de indici precum Euribor, Libor, sau chiar și Robor, în cazul unor emitenți de pe piața locală. Ceea ce trebuie remarcat și subliniat însă, este că aceste tipuri de obligațiuni, deși acoperă oarecum riscul inflaționist, în termeni reali ele rămân tot instrumente cu venit fix.

Pentru a ne face o idee despre cum a performat această clasă de active, mai diversă și mai nuanțată decât cea a echivalentelor de numerar, am ales ca exponent tot titluri de stat americane, cu scadența la 10 ani, cunoscute în engleză sub denumirea 10 Year Treasury Note, aflate oarecum la granița dintre termenul mediu și lung. Este posibil ca, în cazul altor tipuri de obligațiuni, considerate mai riscante, randamentele ce s-ar fi putut obținute de-a lungul perioadelor de timp să fi fost superioare, însă în mod uzual, acesta este tipul de

obligațiuni considerat cel mai reprezentativ pentru clasa de active din care face parte. Modalitatea în care au performat poate fi observată în tabelul de mai jos.

Tabelul nr.2: Randamente 10Y T-Note

Perioadă	Media aritmetică a randamentelor anuale	Randament mediu anualizat (media geometrică)	Valoarea nominală com- pusă a 100 USD investiți la începutul perioadei
1928-1937 (10 ani)	3,65%	3,57%	142 USD
1938-1947 (10 ani)	2,72%	2,74%	131 USD
1948-1957 (10 ani)	1,97%	1,92%	121 USD
1958-1967 (10 ani)	2,21%	2,17%	124 USD
1968-1977 (10 ani)	5,41%	5,20%	166 USD
1978-1987 (10 ani)	9,99%	9,29%	243 USD
1988-1997 (10 ani)	9,75%	9,42%	246 USD
1998-2007 (10 ani)	6,39%	6,11%	181 USD
2008-2017 (ultimii 10 ani)	4,29%	3,86%	146 USD
1968-2017 (ultimii 50 de ani)	7,17%	6,76%	2630 USD
1928-2017 (ultimii 90 de ani)	5,15%	4,88%	7310 USD

Sursa: Serie de date a prof. Aswath Damodaran de pe pagina Damodaran Online a NYU și prelucrare proprie

A treia clasă principală de active investiționale sunt acțiunile. Deși sunt văzute în general ca una dintre cele mai riscante clase de active, pentru că prețurile lor sunt volatile, fluctuând mult pe termen scurt sau mediu, ele sunt probabil, după cum vom vedea în continuare, una dintre cele mai bune alegeri de plasare a capitalului investitorilor cu orizont îndelungat de timp.

Dacă acțiunile sunt privite și analizate precum ceea ce sunt cu adevărat, și anume cote-părți din diverse afaceri, ne dăm seama că investitorul în ele are practic satutul de acționar minoritar într-o afacere, dar cu beneficiul față de cazul în care afacerea ar fi privată, că poate vinde, doar dacă vrea și alege s-o facă, în orice moment participația sa la un preț pe care piața este dispus să i-l ofere. Dacă investitorul consideră însă că participațiile sale sunt mai valoroase decât oferta pieței, el ar trebui pur și simplu să facă abstracție de aceasta și să își păstreze în continuare deținerile, ca și cum ar avea participații în business-uri private, caz în care nu i-ar păsa de faptul că alți competitori s-ar oferi să i le cumpere la prețuri mici, ci ar continua să fie interesat doar de rezultatele companiilor în care a investit, ce profituri produc acestea și cum evoluează valoarea activelor lor. În cele din urmă, valoarea de piață a acțiunilor sale va capta în timp evoluția valorii întregului business din spatele lor.

Dacă însă investitorul își face prea multe griji, devenind astfel predispus la decizii pripite de vânzare, de fiecare dată când scăderi nejustificate ale prețului acțiunilor lui au loc, face din principalul său avantaj un dezavantaj major și ar fi mai câștigat dacă acțiunile sale n-ar mai fi cotate deloc (Graham, 1972, p. 213).

Când vorbim despre piața de acțiuni per ansamblu, ca și clasă de active, vorbim practic despre întreg mediul de afaceri dintr-un anumit stat, regiune sau la nivel global, iar evoluția acestuia fluctuează adesea pe termen scurt și mediu. Însă pe termen lung, atâta timp cât societatea avansează, inovează și se dezvoltă în primul rând prin aportul companiilor, valoarea acestora, deci și a acțiunilor, va capta cel mai bine această evoluție pozitivă.

Pentru a vedea cum a performat în trecut această clasă de active, am ales indicele S&P 500, cel mai reprezentativ al pieței americane de acțiuni și am luat în calcul reinvestirea dividendelor plătite pe parcurs, deci arată randamentul total.

Tabelul nr.3: Randamente S&P 500 cu dividende reinvestite

Perioadă	Media aritmetică a randamentelor anuale	Randament mediu anualizat (media geometrică)	Valoarea nominală compusă a 100 USD investiți la începutul perioadei
1928-1937 (10 ani)	5,01%	-0,62%	94 USD
1938-1947 (10 ani)	10,06%	8,73%	231 USD
1948-1957 (10 ani)	17,76%	16,49%	460 USD
1958-1967 (10 ani)	13,92%	12,82%	334 USD
1968-1977 (10 ani)	5,27%	3,64%	143 USD
1978-1987 (10 ani)	15,65%	15,1%	408 USD
1988-1997 (10 ani)	18,69%	17,9%	519 USD
1998-2007 (10 ani)	7,14%	5,82%	176 USD
2008-2017 (ultimii 10 ani)	10,27%	8,40%	224 USD
1968-2017 (ultimii 50 de ani)	11,41%	10,05%	11.995 USD
1928-2017 (ultimii 90 de ani)	11,53%	9,65%	399.886 USD

Sursa: Serie de date a prof. Aswath Damodaran de pe pagina Damodaran Online a NYU și prelucrare proprie

În privința imobiliarelor, care reprezintă cea de a patra clasă majoră de active investiționale din enumerarea noastră, datele privind evoluția acestora nu sunt chiar atât de clare ca în cazul precedentelor clase de active, mai ales pentru că ele, în general, nu sunt tranzacționate ca active financiare cotate permanent la piață. Este adevărat că în perioada recentă au apărut din ce în ce mai multe vehicule financiare prin care investitorii să poată lua expunere pe piața imobiliară și prin titluri tranzacționabile, de la REIT-uri (Real Estate Investment Trust) la REOC-uri (Real Estate Operating Company). Acestea sunt entități juridice similare companiilor, care operează ca fonduri deschise de investiții imobiliare. Astfel, un investitor poate cumpăra acțiuni, sau unități de fond ale acestora, și în acest mod

să investească indirect pe diverse segmente de piață imobiliară, care se regăsesc în portofoliul administrat al acestora. Ele au început să apară însă în anii 1960, în Statele Unite, și există date financiare clare privind evoluția lor începând cu anul 1972, pe care le voi prezenta și prelucra pentru o imagine a performanței lor mai jos. Indicele reprezentativ folosit este FTSE Nareit și am luat în calcul reinvestirea dividendelor pe parcurs, deci arată randamentul total.

Tabelul nr.4: Randamente FTSE NAREIT cu dividende reinvestite

Perioadă	Media aritmetică a randamentelor anuale	Randament mediu anualizat (media geometrică)	Valoarea nominală com-pusă a 100 USD investiți la începutul perioadei
1972-1977 (6 ani)	7,69%	2,06%	113 USD
1978-1987 (10 ani)	15,18%	14,34%	382 USD
1988-1997 (10 ani)	13,23%	12,12%	314 USD
1998-2007 (10 ani)	11,50%	9,64%	251 USD
2008-2017 (ultimii 10 ani)	9,63%	7,75%	211 USD
1972-2017 (ultimii 46 de ani)	11,41%	9,73%	7146 USD

Sursa: Serie de date NAREIT de pe pagina www.reit.com și prelucrare proprie

Până la apariția acestor vehicule, dar în mare parte și ulterior, imobiliare sunt reprezentate însă de investiții private, ale fiecărui investitor în parte și pe cont propriu, fără un sistem sau un cadru general organizat precum bursele de valori. De aceea, este important să vedem cum a performat acest mod de investire în imobiliare de-a lungul timpului. De fapt, aceasta poate că este cea mai răspândită formă de investiție majoră existentă până în prezent, pentru simplul fapt că și cei neinteresați de a investi în mod deliberat, sau conștient, o fac. Mă refer aici la cei care decid să devină proprietari ai unui imobil în care să locuiască. Consider că și pentru ei aceasta reprezintă o investiție, chiar dacă nu o fac cu intenția de a genera câștiguri ulterioare, în primul rând prin prisma economisirii costului de oportunitate al închirierii unui imobil similar, care se traduce de fapt tot printr-un venit ulterior, ascuns. La acest venit recurent, fie ascuns sub forma economisirii costului cu chirii ulterioare, fie tangibil și vizibil, sub forma de chirii percepute de proprietar dacă decide să închirieze imobilul, se adaugă și potențialul de apreciere a valorii în timp. Ambele laturi ale acestor investiții sunt importante și trebuie luate în calcul. Pentru aspectul aprecierii valorii, sau creșterii prețurilor de piață în timp, a fost alocată o atenție mai mare din partea piețelor, analiștilor și cercetătorilor decât pentru prima latură. Spre exemplu, este binecunoscut indicele pentru piața imobiliară rezidențială americană Case-Shiller Home Price (preluat de S&P și devenit ulterior S&P Corelogic Home Price Index), creat de profesorul Robert Shiller, laureat al premiului Nobel pentru economie, împreună cu economistul Karl Case, care arată evoluția acestei piețe pe o perioadă foarte îndelungată, începând chiar cu 1890. Însă, după cum sugerează și denumirea, indicele ia în calcul doar prețurile de vânzare, captând astfel doar o parte din beneficiile unor astfel de investiții și făcând abstracție de latura generatoare de venituri a lor. Ori, această latură este chiar mai relevantă în cazul imobiliarelor decât sunt dividendele în cazul acțiunilor, pentru că imobiliarele distribuie automat tot profitul pe care îl generează către proprietar având practic, ca să facem o paralelă cu acțiunile, o “rată de distribuire a dividendului” de 100% , în timp ce companiile

optează între a plăti dividende și/sau a reține profiturile respective în cadrul lor, lucru care se reflectă în prețul acțiunilor. De aceea, este absolut necesar să vedem în continuare cum au performat investițiile imobiliare incluzând veniturile generate de acestea pe parcurs proprietarilor, pe segmentul rezidențial.

Tabelul nr.5: Randamente reale totale pe segmentul imobilelor rezidențiale

	Randament real anualizat 1950-2015	Randament real anualizat 1980-2015
Australia	8,6%	9%
Belgia	10,70%	9,35%
Danemarca	7,86%	5,17%
Finlanda	11,49%	9,47%
Franța	9,67%	5,76%
Germania	5,29%	4,12%
Italia	5,55%	4,57%
Japonia	7,25%	3,58%
Olanda	8,53%	6,41%
Norvegia	11,53%	11,34%
Portugalia	8,18%	7,7%
Spania	5,83%	4,62%
Suedia	8,94%	9%
Elveția	5,64%	6,19%
Marea Britanie	7,21%	6,81%
Statele Unite ale Americii	7,58%	7,68%
Media randamentelor	8,21%	6,92%

Sursa: Oscar Joda, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, Alan Taylor – The Rate of Return on Everything, 2017

Aceste rezultate, obținute și prezentate în lucrarea “The Rate of Return on Everything”(Joda, et al., 2017) ne arată randamentele anualizate totale și reale, deci care țin cont și de inflație și de reinvestirea veniturilor generate pe parcurs, pentru piața imobilelor rezidențiale, în 16 economii importante de-a lungul ultimelor decenii.

Concluzie

Pe parcursul articolului am vorbit despre cum trebuie să distingă un investitor între investiție și speculație și importanța pe care o are acest lucru în activitatea sa investițională, precum și despre principalele clase de active investiționale pe care le are la dispoziție, caracteristicile acestora și cum au performat în timp. Putem concluziona în urma celor prezentate că, în general, investitorul pe termen lung trebuie să-și concentreze o mare parte din resursele portofoliului său către piața de acțiuni și cea imobiliară, acestea fiind clasele de active ce oferă randamente superioare pe perioade îndelungate de timp. Echivalentele de numerar și obligațiunile sunt instrumente ce ar trebui deținute într-o proporție redusă pe termen lung, ele fiind utile într-o măsură mai mare investitorului ca dețineri pe termene

relativ scurte, atunci când acesta consideră celelalte clase de active investiționale ca fiind prea scumpe, caz în care nici găsirea de oportunități investiționale particulare optime pe aceste piețe (cazuri particulare de acțiuni listate sau proprietăți imobiliare) nu este facilă și des întâlnită.

De asemenea, consider că este foarte important pentru orice investitor individual, ca în orice perioadă și indiferent de circumstanțele piețelor să se rezume la abordările, analizele, evaluările și investițiile pe care personal le înțelege, le stăpânește și în care crede. Acest lucru oferă investitorului un anumit grad de prudență și încredere în propriile decizii și raționamente, lucru care poate conta foarte mult mai ales din perspectiva psihologică a sa în perioadele grele, prin care acesta ar putea trece odată cu coborâșurile inevitabile și de multe ori impredictibile ale piețelor. Cum aspectul psihologic este vital pentru calitatea deciziilor pe care investitorul le ia mai ales în astfel de momente, acesta influențează fără îndoială rezultatele sale pe termen lung în mod semnificativ. Pentru majoritatea actorilor piețelor, aceste perioade sunt un adevărat “test de stres”, mai ales în contextul în care acestea vin de regulă după perioade de euforie, generate de urcușuri îndelungate ale acelorași piețe. Dar aceasta este natura lor, iar misiunea investitorului este să se adapteze cât mai bine și să fie cât mai pregătit, atât din punct de vedere tehnic, al cunoștințelor, cât și din punct de vedere psihologic, pentru a le putea naviga cu succes.

Bibliografie

- [1] Graham, B., 1972. Investitorul inteligent. Tradusă din engleză și retipărită, 2010. București: C.H. Beck
- [2] Keynes, J.M., 1936. The general theory of employment, interest, and money. Cap. 12
- [3] Joda, O., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularik, M., Taylor, A., 2017. The Rate of Return on Everything
- [4] <http://www.berkshirehathaway.com/reports.html>
- [5] <https://buffett.cnbc.com/>
- [6] <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [7] <https://www.reit.com/data-research/reit-indexes/>