

„Prin atâtea încercări, prin atâtea primejdii,
noi ne croim drum...”

Eneida

Benjamin Graham

Investitorul inteligent

Carte de sfaturi practice

Ediție revizuită cu un comentariu de Jason Zweig

Traducere din limba engleză de
Dan Criste



Editura C.H. Beck
București 2014

Published by arrangement with HarperCollins Publishers, Inc.

The Intelligent Investor - Revised Edition by Benjamin Graham
updated with new commentary by Jason Zweig

©2006 HarperCollins Publishers, Collins Business Essentials

**Editura C.H. Beck este acreditată CNATDCU și este considerată
editură cu prestigiu recunoscut.**

**Investitorul inteligent
Benjamin Graham**

Copyright © 2010, 2014 – Editura C.H. Beck

Toate drepturile rezervate Editurii C.H. Beck. Nicio parte din această
lucrare nu poate fi copiată fără acordul scris al Editurii C.H. Beck.
Drepturile de distribuție în străinătate aparțin în exclusivitate editurii.

Descrierea CIP a Bibliotecii Naționale a României

GRAHAM, BENJAMIN

Investitorul inteligent / Benjamin Graham. - București :

Editura C.H. Beck, 2014

Index

ISBN 978-606-18-0419-1

336.76

Editura C.H. Beck

Str. Serg. Nuțu Ion nr. 2, sector 5, București

Tel.: 021.410.08.47; 021.410.08.73

Fax: 021.410.08.48

E-mail: comenzi@beck.ro

Cuprins

Prefață la ediția a patra în limba engleză, de Warren E. Buffett	IX
Notă despre Benjamin Graham, de Jason Zweig	XI
Introducere: Ce-și propune să realizeze această carte	1
COMENTARIU LA INTRODUCERE	12
1. Comparație între investiție și speculație: rezultatele la care trebuie să se aștepte investitorul inteligent	19
COMENTARIU LA CAPITOLUL 1	37
2. Investitorul și inflația	50
COMENTARIU LA CAPITOLUL 2	61
3. Un secol de istorie a pieței bursiere: prețul acțiunilor la începutul anului 1972	68
COMENTARIU LA CAPITOLUL 3	83
4. Politica generală de portofoliu: investitorul defensiv	91
COMENTARIU LA CAPITOLUL 4	106
5. Investitorul defensiv și acțiunile ordinare	118
COMENTARIU LA CAPITOLUL 5	130
6. Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: abordarea negativă	140
COMENTARIU LA CAPITOLUL 6	153
7. Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: partea pozitivă	163
COMENTARIU LA CAPITOLUL 7	188
8. Investitorul și fluctuațiile pieței	198
COMENTARIU LA CAPITOLUL 8	224

9. Plasamentele în fondurile de investiții	238
COMENTARIU LA CAPITOLUL 9	255
10. Investitorul și sfătuitorii săi	270
COMENTARIU LA CAPITOLUL 10	285
11. Analiza valorilor mobiliare pentru investitorul profan: abordarea generală	293
COMENTARIU LA CAPITOLUL 11	316
12. Lucruri de avut în vedere cu privire la profitul pe acțiune	325
COMENTARIU LA CAPITOLUL 12	338
13. Comparație între patru companii cotate la bursă	346
COMENTARIU LA CAPITOLUL 13	356
14. Selecția acțiunilor pentru investitorul defensiv	364
COMENTARIU LA CAPITOLUL 14	384
15. Selecția acțiunilor pentru investitorul întreprinzător	393
COMENTARIU LA CAPITOLUL 15	414
16. Titlurile convertibile și warantele	421
COMENTARIU LA CAPITOLUL 16	437
17. Patru cazuri extrem de instructive	441
COMENTARIU LA CAPITOLUL 17	458
18. Analiza comparativă a opt perechi de companii	466
COMENTARIU LA CAPITOLUL 18	494
19. Acționarii și conducerea firmei: politica dividendelor	508
COMENTARIU LA CAPITOLUL 19	518
20. „Marja de siguranță” – concept de bază al activității de investiții	533
COMENTARIU LA CAPITOLUL 20	546
Post-scriptum	553
COMENTARIU LA POST-SCRIPTUM	555

Anexe	
1. Superinvestitorii din Graham-și-Doddsville	557
2. Reguli importante cu privire la regimul fiscal al venitului din investiții și al tranzacțiilor mobiliare (în 1972)	581
3. Principiile impozitării investițiilor (actualizate la nivelul anului 2003)	582
4. Noua speculație cu acțiuni ordinare	583
5. Studiu de caz: Aetna Maintenance Co.	596
6. Contabilitatea impozitelor aferente achiziției de către NVF a acțiunilor Sharon Steel	598
7. Investițiile în companii de tehnologie	599
Note	601
Mulțumiri din partea lui Jason Zweig	611
Index	613

Traducerea de față are la bază ediția a patra, revizuită, actualizată de Graham în 1971-1972 și publicată inițial în 1973. Textul notelor de subsol originare aparținând lui Graham (indicate prin numere în capitolele scrise de el) se găsește în secțiunea „Note” de la sfârșitul cărții. Noile note de subsol, introduse de Jason Zweig, apar, în capitolele scrise de Graham, în partea de jos a paginii (și, ocazional, folosind un alt corp de literă, ca o completare a notelor lui Graham de la sfârșitul cărții).

Deci fiți curajoși: moartea pieței în creștere nu este o veste proastă, așa cum crede toată lumea. Datorită scăderii prețului acțiunilor, acum este mult mai sigur – și mai logic – să faceți investiții masive. Citiți mai departe și lăsați-l pe Graham să vă arate cum.

CAPITOLUL 1

Comparație între investiție și speculație: rezultatele la care trebuie să se aștepte investitorul inteligent

În acest capitol se vor schița punctele de vedere care vor fi dezvoltate pe parcursul lucrării. Dorim în mod deosebit să dezvoltăm la început conceptul nostru de politică de portofoliu adecvată investitorului individual, neprofesionist.

Comparație între investiție și speculație

Ce înțelegem prin „investitor”? În toată această carte, termenul respectiv va fi folosit în contradicție cu cel de „speculator”. Încă în 1934, în manualul nostru intitulat „Analiza valorilor mobiliare”¹, am încercat să formulăm în mod exact deosebirea dintre cei doi termeni, în felul următor: „O operațiune de investiții este cea care, la o analiză foarte atentă, garantează recuperarea capitalului investit și obținerea unui câștig adecvat. Operațiunile care nu îndeplinesc aceste cerințe sunt speculative.”

Deși am rămas fideli cu încăpățănare acestei definiții în următorii 38 de ani, merită să observăm schimbările radicale care s-au produs în modul de folosire a termenului „investitor” în această perioadă. După puternicul declin al pieței din 1929-1932, toate acțiunile ordinare au fost considerate ca fiind speculative prin însăși natura lor. (O mare autoritate în domeniu a afirmat de-a dreptul că numai în obligațiuni se poate investi.²) Astfel, a trebuit să ne apărăm în acel moment definiția împotriva acuzației conform căreia aceasta ar da o anvergură prea mare conceptului de investiție.

Acum preocuparea noastră este una contrară. Trebuie să-i împiedicăm pe cititorii noștri să accepte jargonul comun care aplică termenul „investitor” oricui operează pe piața bursieră. În ultima ediție a cărții noastre am citat următorul titlu al unui articol de pe prima pagină a numărului din iunie 1962 al celei mai importante publicații financiare de la noi:

investitor în vârstă n-ar trebui să-și vândă acțiunile doar pentru că prețul lor a scăzut; această strategie nu numai că transformă pierderile consemnate pe hârtie în pierderi reale, dar îi și privează pe moștenitorii lui de posibilitatea de a plăti pentru acele acțiuni o taxă de moștenire mai mică.

Respect pentru PESIMIȘTI, MICII INVESTITORI VÂND FĂRĂ
ACOPERIRE LOTURI INCOMPLETE

În octombrie 1970, în aceeași publicație apărea un editorial în care erau criticați „investitorii temerari”, cum erau ei numiți, care, de această dată, se grăbeau să cumpere.

Aceste citate ilustrează foarte bine confuzia care predomină de mulți ani în folosirea cuvintelor „investiție” și „speculație”. Gândiți-vă la definiția investiției sugerată de noi mai înainte și comparați-o cu vânzarea câtorva pachete de acțiuni de către o persoană neexperimentată, care nici măcar nu posedă ceea ce vinde și are convingerea, bazată în mare măsură pe o stare afectivă de moment, că va putea să le cumpere din nou la un preț mult mai mic. (Nu este lipsit de relevanță să remarcăm că, în 1962, când a apărut acel articol, piața înregistrase deja un declin semnificativ, iar în acel moment se pregătea pentru o ascensiune și mai pronunțată. Era cel mai prost moment cu puțință ca să vinzi fără acoperire.) Într-un sens mai larg, expresia folosită la urmă, „investitori temerari”, ar putea fi considerată o contradicție în termeni demnă de luat în răs – ceva de genul „avar chelțuitor” – dacă această întrebuintare greșită a cuvintelor n-ar fi atât de vătămătoare.

Publicația respectivă a folosit în aceste situații cuvântul „investitor” pentru că, în limbajul liber de pe Wall Street, oricine cumpără sau vinde un titlu de valoare devine investitor, indiferent de ce cumpără, cu ce scop, la ce preț sau dacă cumpără contra numerar ori în marjă. Comparați această situație cu atitudinea publicului față de acțiunile ordinare din 1948, când peste 90% dintre cei chestionați și-au exprimat împotrivirea față de varianta cumpărării lor³. Aproape jumătate au motivat că „nu sunt sigure, sunt un plasament riscant” și tot aproape jumătate că „nu sunt familiarizați cu ele”.^{*} Este chiar

^{*} Sondajul la care face referire Graham a fost realizat pentru Fed (Sistemul Rezervelor Federale, autoritatea monetară centrală din SUA – n. tr.) de Universitatea Michigan și a fost publicat în *Federal Reserve Bulletin* din iulie 1948. Oamenilor li s-a pus următoarea întrebare: „Să presupunem că o persoană decide să nu-și cheltuiască banii. Ea poate fie să-i depună la o bancă, fie să-i plaseze în obligațiuni, fie să-i investească. Care credeți că ar fi cel mai înțelept lucru pe care l-ar putea face cu banii în ziua de azi: să-i depună la bancă, să cumpere obligațiuni, să-i investească în proprietăți imobiliare sau să cumpere acțiuni ordinare?” Doar 4% au considerat că acțiunile ordinare ar oferi un randament „satisfăcător”; 26% le-au considerat „nesigure” sau un „pariu”.

ironic (dar nu surprinzător) faptul că plasamentele în acțiuni ordinare de tot felul erau considerate în general ca fiind puternic speculative sau riscante într-o vreme în care ele se vindeau la un preț foarte atrăgător, iar curând avea să înceapă cea mai mare ascensiune a lor din istorie; invers, chiar faptul că ele ajunseseră la un nivel care era fără îndoială unul periculos, judecat după *experiența din trecut*, le-a transformat ulterior în „investiții” și pe toți cumpărătorii de acțiuni, în „investitori.”

Deosebirea dintre investiție și speculație cu acțiuni ordinare a avut întotdeauna utilitatea ei, iar dispariția acesteia este un motiv de îngrijorare. Am spus de multe ori că Wall Street, ca instituție, ar fi mai bine să reinstaureze această distincție și s-o evidențieze în toate tranzacțiile cu publicul. Altfel, bursele de valori ar putea fi învinuite într-o zi pentru masivele pierderi speculative, în privința cărora cei care le-au suferit n-au fost avertizați în mod corespunzător. Este la fel de ironic faptul că o mare parte a problemelor financiare din ultima vreme ale unor societăți de tranzacții bursiere pare a fi fost cauzată de includerea în propriul capital de risc a acțiunilor ordinare speculative. Noi avem încredere că cititorul acestei cărți își va face o idee destul de clară cu privire la riscurile inerente plasamentelor în acțiuni ordinare – riscuri care sunt inseparabile de șansele de câștig pe care acestea le oferă, amândouă trebuind să fie luate în calcul de investitor.

Ceea ce am spus mai înainte indică faptul că este posibil să nu mai existe o politică autentică de investiții bazată pe acțiuni ordinare reprezentative – în sensul că poți întotdeauna să aștepti să le cumperi la un preț care să nu presupună un risc de pierdere din diferența de curs sau „de cotație” prea mare pentru a fi neliniștitor. În majoritatea perioadelor, investitorul trebuie să recunoască existența unui *factor speculativ* în plasamentele sale în acțiuni ordinare. Este datoria lui să mențină această componentă la un nivel minim și să fie pregătit din punct de vedere financiar și psihologic pentru rezultate nefavorabile, care pot fi de scurtă sau lungă durată.

Între 1949 și 1958, piața bursieră a înregistrat unul dintre cele mai mari randamente pe 10 ani din existența ei, de 18,7% în medie pe an. În urma unui interesant sondaj, similar celui efectuat pentru Fed, realizat de *BusinessWeek* la sfârșitul anului 2002, s-a constatat că numai 24% dintre investitori ar fi dispuși să investească mai mult în fondurile lor mutuale sau în portofoliile lor de acțiuni, proporție mai mică decât cele 47 de procente înregistrate cu numai trei ani mai înainte.

Ar trebui adăugate două paragrafe despre speculația cu acțiuni în sine, privită separat de componenta speculativă, inerentă astăzi, a celor mai reprezentative acțiuni ordinare. Speculația propriu-zisă nu este nici ilegală, nici imorală, nici (pentru majoritatea oamenilor) aducătoare de mari câștiguri. Mai mult decât atât, oarece speculație este necesară și inevitabilă, căci, în multe situații, tranzacțiile cu acțiuni ordinare oferă posibilități substanțiale atât de câștig, cât și de pierdere, iar riscurile pe care le presupun ele trebuie asumate de cineva.* Există o speculație inteligentă, așa cum există o investiție inteligentă. Există însă numeroase modalități de speculație neinteligentă. Dintre acestea, cele mai importante sunt următoarele: 1) speculația făcută în momentul în care crezi că investești; 2) speculația făcută cu seriozitate, nu ca distracție, atunci când nu ai cunoștințele și priceperea necesară pentru aceasta; 3) speculația în care riști mai mulți bani decât îți poți permite să pierzi.

Potrivit concepției noastre prudente, orice neprofesionist care operează *în marjă*[†] ar trebui să recunoască faptul că speculează *ipso facto*, iar datoria brokerului său este să-l sfătuiască în consecință. Iar oricine cumpără un așa-numit pachet de acțiuni ordinare „de mare succes”, sau face o achiziție similară în orice fel acesteia, fie speculează, fie pariază. Speculația fascinează întotdeauna și poate fi foarte distractivă atunci când ești stăpân pe situație. Dacă vreți să vă

* Speculația este benefică sub două aspecte: în primul rând, fără speculație, companii nou-apărute, fără un potențial dovedit (cum ar fi Amazon.com sau, mai demult, Edison Electric Light Co.) n-ar putea strânge niciodată capitalul necesar expansiunii lor. Șansa tentantă, dar mică de a o obține un câștig uriaș este lubrifianul mecanismului inovării. În al doilea rând, riscul este transferat (dar niciodată eliminat) de fiecare dată când se cumpără sau se vinde un pachet de acțiuni. Cumpărătorul își asumă riscul fundamental ca acțiunile cumpărate să scadă. În același timp, vânzătorul rămâne și el cu un risc rezidual – posibilitatea ca acțiunile pe care tocmai le-a vândut să crească!

† Un cont de marjă vă permite să cumpărați acțiuni folosind bani împrumutați de la firma de brokeraj. Investind bani împrumutați, obțineți un câștig mai mare atunci când acțiunile dumneavoastră cresc – dar puteți rămâne fără nimic dacă ele scad. Garanția împrumutului este reprezentată de valoarea investițiilor din contul dumneavoastră – prin urmare trebuie să depuneți mai mulți bani dacă acea valoare scade sub suma pe care ați împrumutat-o. Pentru mai multe informații despre conturile de marjă, a se vedea www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm, www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf și www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf.

încercați norocul cu ea, puneți-vă ceva bani – cu cât mai puțini, cu atât mai bine – într-un fond separat, creat special în acest scop. Să nu puneți niciodată alți bani în acest fond doar pentru că piața a urcat și câștigurile încep să curgă. (Acesta este momentul în care trebuie să vă gândiți să retrageți bani din fondul speculativ.) Nu amestecați niciodată operațiunile speculative cu cele de investiții în același cont și nici în gândirea dumneavoastră.

Rezultatele așteptate de investitorul defensiv

Am definit deja investitorul defensiv ca fiind cineva interesat în primul rând de siguranță și de evitarea problemelor. În general, ce atitudine ar trebui să adopte el și la ce randament se poate aștepta în „condiții normale pe ansamblu” – dacă asemenea condiții există cu adevărat? Pentru a răspunde la aceste întrebări, ne vom referi mai întâi la ceea ce am scris pe această temă cu șapte ani în urmă, apoi la schimbările semnificative care s-au produs de atunci în legătură cu factorii fundamentali care influențează randamentul așteptat de investitor și, în fine, la ce ar trebui el să facă și la ce ar trebui să se aștepte în condițiile actuale (de la începutul anului 1972).

1. Ce am spus cu șase ani în urmă

Recomandam ca investitorul să-și împartă plasamentele în obligațiuni bine cotate și acțiuni ordinare reprezentative; ca proporția plasamentelor în obligațiuni să nu fie niciodată mai mică de 25% și mai mare de 75%, pentru cele în acțiuni ordinare fiind neapărat valabilă o proporție inversă; ca varianta cea mai simplă aleasă de acesta să fie păstrarea unei proporții de 50%-50% între cele două componente, făcând ajustări pentru a restabili egalitatea atunci când evenimentele de pe piață modifică raportul cu cel mult de 5%, să zicem. Ca politică alternativă, el putea alege să diminueze ponderea plasamentelor în acțiuni la 25% „dacă simțea că piața se găsea la un nivel periculos de înalt” și, invers, să crească acea proporție la maximum 75% „dacă simțea că o scădere a prețului acțiunilor le face tot mai atrăgătoare.”

În 1965, investitorul putea obține un câștig de circa 4½% din obligațiunile impozabile bine cotate și de 3¼% din obligațiunile neimpozabile de bună calitate. Randamentul dividendului adus de acțiunile

ordinare principale (la un nivel al DJIA de 892) era de numai circa 3,2%. Acest fapt, dar și altele, îndemna la precauție. Noi am dat de înțeles că, „la un nivel normal al pieței”, investitorul ar trebui să poată obține un randament inițial al dividendului cuprins între 3½% și 4½% la acțiunile cumpărate, la care ar trebui să se adauge o creștere constantă a valorii de bază (și a „prețului normal de piață”) a unor pachete de acțiuni reprezentative de aceeași dimensiune, ceea ce dădea un câștig total din dividende și creșterea valorii de circa 7½% pe an. Împărțirea jumătate-jumătate a plasamentelor în obligațiuni și acțiuni avea să aducă un câștig de circa 6%, înaintea aplicării impozitului pe venit. Adăugam că plasamentele în acțiuni ar trebui să ofere un grad destul de mare de protecție împotriva unei diminuări a puterii de cumpărare provocate de inflația de mare amploare.

Ar trebui remarcat că, pe baza calculului de mai înainte, se aștepta un ritm mult mai redus de creștere a pieței bursiere decât cel realizat între 1949 și 1964. Ritmul respectiv fusese mult mai mare decât cel de 10% corespunzător acțiunilor cotate în ansamblu și era considerat în general un fel de garanție că, în viitor, se putea conta pe rezultate la fel de mulțumitoare. Puțini erau dispuși să se gândească în mod serios la posibilitatea ca ritmul înalt de creștere din trecut să însemne că prețul acțiunilor este „prea mare acum” și deci că „rezultatele excelente obținute din 1949 ar lăsa să se înțeleagă că, în viitor, rezultatele nu vor fi foarte bune, ci *proaste*.”⁴

2. Ce s-a întâmplat din 1964

Principala schimbare produsă din 1964 a fost creșterea ratelor dobânzilor la obligațiunile bine cotate, care au atins niveluri-record, deși de atunci s-a produs o revenire considerabilă a prețurilor de la nivelurile minime înregistrate în 1970. Randamentul care se poate obține acum la titlurile de valoare emise de companiile performante este de circa 7½% și chiar mai mare, față de 4½% în 1964. Între timp, randamentul dividendului la acțiunile tip DJIA a crescut destul de mult chiar și în perioada de declin al pieței din 1969-1970, dar, în momentul în care scriem aceste rânduri (când indicele Dow are valoarea 900), acesta este de mai puțin de 3,5%, față de 3,2% cât era la sfârșitul lui 1964. Variația ratelor curente ale dobânzilor a produs o scădere maximă de circa 38% a prețului de piață la obligațiunile pe termen mediu (să zicem, 20 de ani) în cursul acestei perioade.

Există un aspect paradoxal al acestor evenimente. În 1964, discutăm foarte mult despre posibilitatea ca prețul acțiunilor să fie prea mare și să sufere până la urmă un puternic declin; însă n-am luat în calcul propriu-zis posibilitatea ca același lucru să se întâmple cu prețul obligațiunilor bine cotate. (Nimeni altcineva dintre cei cunoscuți nouă n-a făcut acest lucru.) Atrăgeam într-adevăr atenția (la p. 90) că „prețul unei obligațiuni pe termen lung poate varia foarte mult ca urmare a variațiilor ratelor dobânzilor”. Având în vedere ce s-a întâmplat de atunci, credem că acest avertisment – însoțit de exemple – n-a fost suficient de puternic. Căci realitatea este că, dacă investitorul avea plasată, în 1964, o anumită sumă în acțiuni din coșul DJIA la nivelul de închidere al acestuia de 874, la sfârșitul lui 1970 ele i-ar fi adus un profit mic; chiar și la nivelul minim (631) din 1970, pierderea prognozată ar fi fost mai mică decât cea indicată de obligațiunile pe termen lung de bună calitate. Pe de altă parte, dacă și-ar fi limitat plasamentele în obligațiuni la obligațiunile pentru economii emise în SUA, titlurile de valoare pe termen scurt emise de companii sau conturile de economii, el n-ar fi suferit în această perioadă o scădere a valorii de piață a capitalului investit și ar fi obținut un câștig mai mare decât cel oferit de acțiunile de bună calitate. A reieșit astfel că adevăratele „echivalente ale numerarului” s-au dovedit a fi, în 1964, investiții mai bune decât acțiunile ordinare – în ciuda inflației care, teoretic, ar fi trebuit să avantajeze acțiunile în dauna numerarului. Scăderea valorii cotate a capitalului investit în obligațiuni de bună calitate pe termen mai lung s-a datorat fenomenelor de pe piața monetară, un domeniu obscur care, de obicei, nu are mare influență asupra politicii de investiții a persoanelor fizice.

Aceasta este doar una dintre nenumăratele serii de evenimente petrecute de-a lungul timpului care au demonstrat că prețurile titlurilor de valoare nu pot fi prevăzute niciodată.* Prețul obligațiunilor a fluctuat aproape tot timpul mult mai puțin decât cel al acțiunilor, iar investitorii au putut în general să cumpere obligațiuni de calitate cu

* Recitiți verdictul lui Graham și remarcăți ce spune acest mare specialist în plasamente bursiere: prețurile titlurilor de valoare nu pot fi prevăzute niciodată. Iar pe măsură ce avansați cu cititul, remarcăți că tot ceea ce vă spune Graham este menit să vă ajute să pricepeți acest adevăr. Cum nu puteți anticipa comportamentul piețelor, trebuie să învățați să vă anticipați și să vă controlați propriul comportament.

diferite scadențe fără să-și facă griji în privința variațiilor valorii de piață a acestora. Au existat câteva excepții de la această regulă, iar perioada de după 1964 s-a dovedit a fi una dintre ele. Vom spune mai multe despre variația prețului obligațiunilor într-un capitol viitor.

3. Așteptările și politica de la sfârșitul anului 1971 și începutul anului 1972

Spre sfârșitul lui 1971, se putea obține o dobândă impozabilă de 8% la obligațiunile de bună calitate pe termen mediu și lung emise de companii și o dobândă neimpozabilă de 5,7% la titlurile de valoare de bună calitate emise de autoritățile statale sau municipale. Pe termen mai scurt, investitorul putea obține un câștig de circa 6% din titlurile emise de guvernul SUA cu scadența la cinci ani. În ultimul caz, cumpărătorul nu trebuie să-și facă griji în privința unei posibile scăderi a valorii de piață, căci este sigur că, la sfârșitul unei perioade relativ scurte, își va recupera integral capitalul investit, inclusiv câștigul reprezentat de dobânda de 6%. La nivelul recurent al prețului de 900, acțiunile din coșul DJIA aduc în 1971 un câștig de numai 3,5%.

Să presupunem că acum, ca și în trecut, principala decizie strategică pe care trebuie s-o ia investitorul este cum să împartă capitalul între obligațiunile bine cotate (sau alte așa-numite „echivalente ale numerarului”) și acțiunile reprezentative tip DJIA. Ce trebuie să facă el în condițiile actuale, dacă nu avem motive temeinice să anticipăm nici o ascensiune semnificativă, nici un declin semnificativ într-un viitor apropiat? Mai întâi trebuie să remarcăm că, dacă nu există o variație defavorabilă accentuată, investitorul defensiv ar trebui să poată conta pe randamentul curent de 3,5% al dividendului adus de acțiunile sale și, de asemenea, pe o creștere anuală medie a valorii lor de circa 4%. După cum vom arăta mai târziu, această creștere a valorii se bazează în esență pe reinvestirea de către diverse companii a unei sume anuale corespunzătoare din profitul nerepartizat. Randamentul total brut al acestor acțiuni ar fi atunci de, să zicem, 7,5%, ceva mai mic decât dobânda adusă de obligațiunile bine cotate.* Randamentul

* Cât de corectă s-a dovedit a fi prognoza lui Graham? La prima vedere, se pare că foarte corectă: de la începutul anului 1972 până la sfârșitul anului 1981, acțiunile au adus un câștig mediu anual de 6,5%. (Graham n-a specificat perioada pe care se întinde prognoza sa, dar este plauzibil să presupunem că

mediu net al acțiunilor s-ar ridica la circa 5,3%.⁵ El ar fi aproximativ egal cu cel care se poate obține în prezent la obligațiunile neimpozabile pe termen mediu.

Aceste previziuni sunt mult mai puțin favorabile pentru acțiuni în comparație cu obligațiunile decât erau în analiza făcută de noi în 1964. (Această concluzie rezultă în mod inevitabil din faptul esențial că randamentul obligațiunilor a crescut mult mai mult decât cel al acțiunilor din 1964.) Nu trebuie să pierdem niciodată din vedere faptul că dobânda și capitalul inițial rambursat la obligațiunile de bună calitate sunt mult mai bine protejate și deci mai sigure decât dividendele și creșterea prețului la acțiuni. În consecință suntem obligați să tragem concluzia că, în prezent, spre sfârșitul anului 1971, investiția în obligațiuni pare în mod evident preferabilă investiției în acțiuni. Dacă am putea fi siguri că această concluzie este corectă, ar trebui să-l sfătuim pe investitorul defensiv să-și plaseze *toți* banii în obligațiuni și *nimic* în acțiunile ordinare până când raportul actual dintre rentabilități nu se schimbă semnificativ în favoarea acțiunilor.

Desigur însă că, bazându-ne pe nivelurile actuale, nu putem fi siguri că obligațiunile vor da rezultate mai bune decât acțiunile. Cititorul se va gândi imediat la factorul inflaționist ca la un motiv solid de a opta pentru cealaltă variantă. În capitolul următor vom argumenta că experiența considerabilă acumulată de noi în privința inflației din SUA din acest secol nu ar susține varianta alegerii acțiunilor în locul obligațiunilor la actualele diferențe de randament. Există însă întotdeauna posibilitatea – considerată de noi totuși redusă – a accelerării inflației, ceea ce, într-un fel sau altul, ar trebui să facă investițiile în acțiuni de preferat celor în obligațiuni răscumparabile la o valoare fixă.* Mai există posibilitatea – pe care o considerăm la fel

de gândea la un orizont de timp de 10 ani.) Totuși, în această perioadă, inflația s-a ridicat la 8,6% anual, anulând întregul câștig produs de acele acțiuni. În această parte a capitolului său, Graham face o recapitulare a ceea ce este cunoscut drept „ecuația lui Gordon”, care, în esență, spune că randamentul viitor al pieței bursiere este egal cu randamentul curent al dividendelor plus creșterea așteptată a profitului net. În condițiile în care, la începutul lui 2003, randamentul dividendelor era de puțin sub 2%, iar creșterea pe termen lung a profitului net era de circa 2%, plus inflația cu puțin peste 2%, un randament mediu anual de aproximativ 6% este plauzibil. (A se vedea comentariul la capitolul 3.)

* Din 1997, când au fost introduse certificatele de trezorerie protejate la inflație („Treasury Inflation-Protected Securities” – TIPS), acțiunile n-au mai