

INTELLIGENTNY INWESTOR

Najlepsza książka o inwestowaniu wartościowym

wprowadzenie i appendixy

Warren BUFFETT

Benjamin GRAHAM

wstęp i aktualizujące komentarze – Jason Zweig

INTELIGENTNY INWESTOR

Książka została wydana dzięki wsparciu i we współpracy
z Domem Inwestycyjnym BRE Banku
i mBankiem.

GAZETA PRAWNA poleca

INTELIGENTNY INWESTOR

Najlepsza książka o inwestowaniu wartościowym

wprowadzenie i appendixy

Warren **BUFFETT**

Benjamin **GRAHAM**

wstęp i aktualizujące komentarze – Jason Zweig

WYDAWNICTWO
Studio

Tytuł oryginału: The Intelligent Investor Przekład:
Dariusz Bakalarz Radosław Madejski Projekt okładki:
Łukasz Pawlak

Redakcja:
Marzena Denkiewicz Hanna Jaworowska-Błońska Konsultanci:
Tomasz Zabrocki Daniel Cegiełka Redakcja techniczna: Paweł Żuk

Copyright © 1973 by Benjamin Graham New material © 2003 by Jason Zweig First Collins
Business Essential edition 2006

Copyright © for the Polish edition by Wydawnictwo Studio EMKA Warszawa 2007, 2009,
2010

ISBN 978-83-88931-89-5

Wszelkie prawa, włącznie z prawem do reprodukcji tekstów w całości lub w części, w jakiegokolwiek formie – zastrzeżone.

Wszelkich informacji udziela: Wydawnictwo Studio EMKA
ul. Królowej Aldony 6, 03-928 Warszawa
tel./fax 022 628 08 38, 616-00-67
wydawnictwo@studioemka.com.pl
www.studioemka.com.pl

Skład i łamanie: ANTER s.c., ul. Tamka 4, Warszawa Skład wersji elektronicznej: [Virtualo
Sp. z o.o.](http://VirtualoSp.zo.o)

VIRTUALO
Digital platform of tomorrow

Spis treści

[Motto](#)

[Wstęp do wydania polskiego](#)

[Warren E. Buffett Wstęp do wydania czwartego](#)

[Jason Zweig Słowo o Benjaminie Grahamie](#)

[Wprowadzenie Jaki jest cel tej książki?](#)

[Komentarz do wprowadzenia](#)

[ROZDZIAŁ 1 Inwestycje a spekulacje – wyniki, których spodziewa się inteligentny inwestor](#)

[Komentarz do rozdziału 1](#)

[ROZDZIAŁ 2 Inwestor a inflacja](#)

[Komentarz do rozdziału 2](#)

[ROZDZIAŁ 3 Sto lat dziejów giełdy. Poziom cen akcji na początku 1972 roku](#)

Komentarz do rozdziału 3

ROZDZIAŁ 4 Ogólna polityka portfela: inwestor defensywny

Komentarz do rozdziału 4

ROZDZIAŁ 5 Inwestor defensywny i akcje zwykłe

Komentarz do rozdziału 5

ROZDZIAŁ 6 Polityka portfela inwestora przedsiębiorczego: ujęcie negatywne

Komentarz do rozdziału 6

ROZDZIAŁ 7 Polityka portfelowa dla inwestora przedsiębiorczego: strona dodatnia

Komentarz do rozdziału 7

ROZDZIAŁ 8 Inwestor a wahania rynkowe

Komentarz do rozdziału 8

ROZDZIAŁ 9 Inwestowanie w fundusze inwestycyjne

Komentarz do rozdziału 9

ROZDZIAŁ 10 Inwestor i doradcy

Komentarz do rozdziału 10

ROZDZIAŁ 11 Analiza papierów wartościowych dla laika – podejście ogólne

Komentarz do rozdziału 11

ROZDZIAŁ 12 Co brać pod uwagę przy zyskach na jedną akcję?

Komentarz do rozdziału 12

ROZDZIAŁ 13 Porównanie czterech spółek giełdowych

Komentarz do rozdziału 13

ROZDZIAŁ 14 Wybór akcji dla inwestora defensywnego

Komentarz do rozdziału 14

ROZDZIAŁ 15 Wybór akcji dla inwestora aktywnego

Komentarz do rozdziału 15

ROZDZIAŁ 16 Emisje wymienialne i warranty

Komentarz do rozdziału 16

ROZDZIAŁ 17 Cztery nadzwyczaj pouczające historie

Komentarz do rozdziału 17

ROZDZIAŁ 18 Porównanie ośmiu par spółek

Komentarz do rozdziału 18

ROZDZIAŁ 19 Akcjonariusze i zarządy – polityka dywidend

Komentarz do rozdziału 19

ROZDZIAŁ 20 „Margines bezpieczeństwa” jako podstawowa koncepcja inwestowania

Komentarz do rozdziału 20

Posłowie

Komentarz do posłowia

Dodatki

Przypisy końcowe

Jason Zweig Podziękowania

Przypisy

Wszystkie rozdziały dostępne w pełnej wersji książki.

Przez tyle przygód, przez tak wiele groźnych
Obrotów rzeczy dążymy...

Wergiliusz, Eneida
(przekład Zygmunt Kubiak)

WstÓp do wydania polskiego

Inwestycje giełdowe – słowa, które w wielu osobach budzą skrajne emocje. U jednych wywołują strach przed utratą kapitału, innym kojarzą się z ogromnymi zyskami – nikogo jednak nie pozostawiają obojętnym...

W dzisiejszym świecie, wiedza z dziedziny inwestycji giełdowych nie jest już wyłącznie domeną profesjonalistów. Potrzebuje jej każdy, kto zamierza efektywnie pomnażać swoje pieniądze.

Autorem książki, którą macie Państwo przed sobą, jest mistrz inwestycji giełdowych Benjamin Graham. Jego filozofia inwestowania wartościowego przestrzega przed błędami i uczy praktycznych koncepcji inwestycyjnych, stosowanych na współczesnych rynkach finansowych.

Graham precyzyjnie, lecz przystępnie opisuje konstrukcję emocjonalną i analityczne instrumenty, które są podstawą wiedzy skutecznego zarządzania inwestycjami. Metody i kompleksowe podejście Grahama do poszczególnych komponentów rynku kapitałowego, do dziś inspirują zarówno początkujących inwestorów, jak i doświadczonych menedżerów na całym świecie. W opinii wielu ludzi, Benjamin Graham był najwybitniejszym doradcą inwestycyjnym XX wieku.

Zwykł mówić, że do inwestowania z sukcesami nie potrzeba wysokiego IQ, szczegółowego rozeznania w biznesie ani dostępu do informacji. Wystarczy stabilna struktura intelektualna, która umożliwia podejmowanie decyzji i broni przed emocjami. Osiągnięcie doskonałych rezultatów zależy natomiast od tego, ile pracy i wysiłku intelektualnego włożysz w swoje inwestycje oraz od amplitudy zmian na giełdzie w okresie trwania twojej kariery inwestycyjnej.

Sam Graham przekonał się na własnej skórze, jak smakuje finansowa porażka. Kiedy miał dziewięć lat, zmarł jego ojciec. Ta śmierć stanowiła nie tylko emocjonalną stratę dla całej rodziny, ale spowodowała również wielkie trudności finansowe, co bez wątpienia wywarło istotny wpływ na dalsze losy Grahama. W czasie wielkiego kryzysu w 1929 roku, był bliski bankructwa – ta gorzka lekcja okazała się jedną z najbardziej wartościowych w jego życiu.

Sukces Grahama jako profesjonalnego inwestora jest wypadkową jego doświadczenia na Wall Street. Bardzo uważnie studiował historię rynku papierów wartościowych.

Mawiał: „Żadne stwierdzenie nie jest bardziej prawdziwe i bardziej odpowiednie dla Wall Street niż słynne ostrzeżenie Santayana: Ci, którzy nie pamiętają przeszłości, są skazani na jej powtórzenie”.

Niniejsza książka, przez dziesięciolecia towarzyszyła inwestorom giełdowym na całym świecie. To z niej, pierwszą wiedzę o zasadach inwestowania, czerpali najlepsi zarządzający.

Mam nadzieję, że także Państwu pozwoli na poznanie fascynujących zagadnień związanych z inwestowaniem na giełdzie, przyczyniając się jednocześnie do osiągnięcia sukcesów inwestycyjnych.

Jarosław Kowalczyk

Prezes Zarządu Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Warren E. Buffett

Wstęp do wydania czwartego

Pierwszy raz przeczytałem tę książkę na początku 1950 roku, gdy miałem 19 lat. Wydawało mi się wówczas, że to najlepsza książka o inwestowaniu, jaką kiedykolwiek napisano. Dzisiaj nadal tak uważam.

Aby przez całe życie inwestować z sukcesami, nie potrzeba ogromnego IQ, nadzwyczajnego rozeznania w biznesie, ani trudno dostępnych informacji. Wystarczy stabilna struktura intelektualna, która umożliwia podejmowanie decyzji i broni się przed emocjami, prowadzącymi do jej niszczenia. Jak taka struktura ma wyglądać, jasno i precyzyjnie opisuje właśnie ta książka. Dyscyplinę emocjonalną musisz narzucić sobie sam.

Jeśli przestrzegasz zalecanych przez Benjamina Grahama zasad postępowania i prowadzenia biznesu – a szczególnie jeśli słuchasz nieocenionych rad z 8. i 20. rozdziału – wtedy nie możesz osiągnąć słabych wyników ze swoich inwestycji. Osiągnięcie wybitnych rezultatów zależy od tego, ile pracy i wysiłku intelektualnego włożysz w swoje inwestycje oraz od amplitudy kapryśnych zmian na giełdzie, w okresie twojej kariery inwestycyjnej. Im spokojniej na giełdzie, tym większe szanse dla poważnego inwestora. Idź za Grahamem, a twoje zyski będą rosły, zamiast poddawać się kaprysom giełdy.

Dla mnie Graham to ktoś więcej niż nauczyciel i autor książek. Tylko ojciec wywarł większy wpływ na moje życie niż on. Zaraz po śmierci Bena w 1976 roku, zamieściłem o nim poniższe wspomnienie w *Financial Analysts Journal*. Mam nadzieję, że podczas lektury tej książki, zauważysz kilka jego cech, o których napisałem w tym panegiryku.

BENJAMIN GRAHAM

1894-1976

Kilka lat temu, niemal osiemdziesięcioletni wówczas Benjamin Graham, powiedział przyjacielowi, że każdego dnia chciałby robić „coś głupiego, coś kreatywnego i coś wielkodusznego”.

Wymienienie jako pierwszego tego, żartobliwego celu, świadczy o jego umiejętności prezentowania koncepcji bez patosu i chętności. Chociaż posiadały one ogromną siłę, przedstawiał je w sposób bardzo wyważony.

Czytelnikom tego magazynu, nie trzeba ukazywać jego osiągnięć pod kątem kreatywności. Rzadko się zdarza, aby dzieło twórcy jakiejś dyscypliny, nie zostało szybko przyćmione przez prace jego następców. Jednak, mimo upływu 40 lat od pierwszego wydania książki, która wniosła strukturę i logikę do nieuporządkowanej i pogmatwanej dziedziny analizy papierów wartościowych, nawet trudno sobie wyobrazić kandydata na drugie miejsce w tej dyscyplinie. W branży, w której większość tekstów po kilku tygodniach lub miesiącach od publikacji staje się nieco śmieszna, zasady Bena nadal pozostają aktualne – ich wartość doceniana i rozumiana jest szczególnie wówczas, gdy zaczyna się finansowa zawierucha, która burzy słabsze struktury intelektualne. Jego mądre rady zapewniały niewzruszoność tym, którzy ich przestrzegali – nawet jeśli byli mniej utalentowani, popełnili błąd, czy poszli za bardziej modnymi i błyskotliwymi pomysłami.

Istotnym aspektem dominacji Bena w swojej dziedzinie było to, że nie zawęził aktywności intelektualnej, koncentrując się wyłącznie na jednym celu. Dominacja ta była raczej produktem ubocznym intelektu o takiej rozpiętości, że nie da się tego nawet ująć w słowa. Nigdy nie spotkałem kogoś, o tak szerokich horyzontach umysłowych. Dzięki pamięci dosłownie absolutnej, niespożytej fascynacji nową wiedzą i umiejętności przedstawiania jej w formie pasującej do pozornie niezwiązanej z nią problematyki, potrafił z zachwytem snuć rozmyślenia na każdy temat.

Natomiast jeśli chodzi o wielkoduszość, to nie miał sobie równych. Był moim nauczycielem, pracodawcą i przyjacielem. W każdej z tych relacji okazywał całkowitą otwartość i szczerze dzielił się –

podobnie jak ze wszystkimi uczniami, pracownikami i przyjaciółmi – swoimi myślami, swoim czasem i swoim duchem. Jeśli sytuacja wymagała klarowności myślenia, najlepiej było zwrócić się do niego. Ben był zawsze gotów udzielić rady i dodać otuchy, gdy ktoś tego potrzebował.

Walter Lippmann mówił o ludziach sadzących drzewa, pod którymi inni mogą usiąść. Takim człowiekiem był Ben Graham.

Przedruk z Financial Analysis Journal, listopad/grudzień 1976

Jason Zweig

Sapwo o Benjaminie Grahamie

Kim był Benjamin Graham i dlaczego trzeba o nim mówić?

Był nie tylko jednym z najlepszych inwestorów na świecie, ale także największym w dziejach, filozofem praktycznego inwestowania. W czasach przed nim, osoby obracające pieniędzmi postępowały niczym średniowieczna gildia, kierująca się w dużej mierze przesądami, domysłami i hermetycznymi rytuałami. Książka Grahama pt. *Security Analysis* przekształciła te skostniałe kręgi w nowoczesną profesję.¹

A *Inteligentny inwestor* to pierwsza, przeznaczona dla indywidualnych inwestorów książka, opisująca strukturę emocjonalną i analityczne instrumenty, które stanowią podstawę sukcesu finansowego. Nadal pozostaje najlepszą pozycją, jaką kiedykolwiek napisano dla przeciętnego odbiorcy. Przeczytałem ją zaraz po tym, gdy jako świeżo upieczony dziennikarz w 1987 roku, zacząłem pracować w *Forbes*. Zaskoczyła mnie wtedy niewzruszona pewność Grahama, że każdy rynek byka wcześniej czy później musi skończyć się źle. W październiku tego roku, doszło do jednego z największych krachów w dziejach amerykańskiej giełdy, a ja byłem wstrząśnięty (obecnie, po szalonej hossie końca lat 90., i brutalnej bessie początku nowego wieku, słowa zawarte w *Inteligentnym inwestorze*, brzmią bardziej proroczo niż kiedykolwiek).

Droga Grahama do wiedzy nie była łatwa. Na własnej skórze poznał cierpienia finansowej porażki. Przez dziesięciolecia studiował historię i psychologię giełdy. Urodził się jako Benjamin Grossbaum 9 maja 1894 roku w Londynie. Jego ojciec handlował porcelanowymi

figurkami i naczyniami.² Gdy Ben miał rok, cała rodzina przeniosła się do Nowego Jorku.

Początkowo żyli dostatnio przy Fifth Avenue, mieli służącą, kucharza i francuską guwernantkę. Ale po śmierci ojca, w 1903 roku, porcelanowy biznes zaczął się chwiać, a rodzina popadała w biedę. Matka Bena zrobiła z domu pensjonat. Potem, za pożyczone pieniądze, zaczęła inwestować „na bazie marży”, a w 1907 roku splajtowała. Ben do końca życia zapamiętał upokorzenie, które spotkało go, gdy poszedł zrealizować za matkę czek i podsłuchał, jak kasjer zadaje pytanie: – Czy Dorothy Grossbaum ma pokrycie na pięć dolarów?

Na szczęście Benjamin zdobył stypendium na Columbia University, gdzie jego inteligencja mogła w pełni rozkwitnąć. W 1914 roku ukończył studia z drugą pozycją na roku. Przed końcem ostatniego semestru trzy wydziały – filozofii, języka angielskiego i matematyki – zaproponowały mu stanowiska. Miał wtedy zaledwie 20 lat.

On jednak, zamiast na uczelni, wolał spróbować szczęścia na Wall Street. Zaczął od pracy urzędniczej w firmie handlującej obligacjami, potem został w niej analitykiem, następnie partnerem i wkrótce kierował firmą inwestycyjną należącą częściowo do niego.

Nie zaskoczyłby go boom internetowy i nagły wzrost cen spółek internetowych. W 1919 roku osiągnął 250% zysku już pierwszego dnia obrotu akcjami Savold Tire, nowej spółki z kwitnącego przemysłu motoryzacyjnego. Po październikowym krachu firmę oskarżono o defraudację, a jej akcje stały się bezwartościowe.

Graham osiągnął mistrzostwo w niemal mikroskopowo szczegółowym badaniu akcji. W 1925 roku, przekopując raporty Amerykańskiej Komisji Handlu na temat ropociągów, natknął się na wiadomość, że firma Nothorn Pipe Line – jej akcje kosztowały wtedy 65 dolarów – trzyma co najmniej 80 dolarów na akcję w bezpiecznych obligacjach (kupił te akcje, nakłonił dyрекcję do zwiększenia dywidendy i trzy lata później sprzedał po 110 dolarów).

Mimo druzgocącego spadku cen akcji, sięgającego 70%, podczas wielkiego krachu w latach 1929-1932, Grahamowi udało się przetrwać, a nawet dobrze prosperować, bo korzystał z przemijającej

hossy. Nie wiadomo dokładnie, kiedy po raz pierwszy osiągnął zyski, ale od 1936 roku, aż do odejścia na emeryturę w 1956 roku, jego Graham-Newman Corp. osiągał co najmniej 14,7% wzrostu rocznie i był to jeden z najlepszych długofalowych wyników notowanych w dziejach Wall Street (dla porównania średnia dla Wall Street to 12,2%).³

Jak to się Benjaminowi Grahamowi udało? Łącząc niezwykłą sprawność intelektualną ze zdrowym rozsądkiem i szerokim doświadczeniem, opracował podstawowe zasady inwestowania, które dzisiaj są przynajmniej tak samo aktualne, jak w jego czasach:

- Akcja to nie tylko symbol na taśmie telegrafu albo elektroniczne błyski, lecz świadectwo posiadania konkretnej spółki, której zasadnicza wartość nie zależy od ceny akcji.

- Giełda jest jak wahadło, które stale odchyła się od nieuzasadnionego optymizmu (co sprawia, że ceny akcji są zbyt wysokie) do przesadzonego pesymizmu (gdy akcje są zbyt tanie). Inteligentny inwestor to realista, który sprzedaje optymistom i kupuje od pesymistów.

- Przyszła wartość każdej inwestycji jest funkcją jej obecnych kosztów. Im większe poniesiesz koszty, tym mniejszy osiągniesz zysk.

- Choćby inwestor był nie wiadomo jak ostrożny, przed jednym ryzykiem nie jest w stanie się uchronić, a mianowicie przed ryzykiem pomyłki. Tylko zachowywanie, jak to nazywa Graham, „marginesu bezpieczeństwa”: nigdy nie przepłacać, choćby nie wiadomo jakie emocje budziła inwestycja – pozwala minimalizować prawdopodobieństwo błędu.

- Ty sam posiadasz sekret powodzenia inwestycji. Jeśli staniesz się krytykiem, który nigdy nie wierzy w to, o czym mówi się na Wall Street, i będziesz inwestował z cierpliwością i pewnością siebie, możesz odnosić stałe korzyści podczas najgorszej bessy. Rozwijając dyscyplinę i odwagę, nie pozwalasz, aby zmienne nastroje innych ludzi rządziły losem twoich finansów. Od tego, jak ty się zachowujesz, ważniejsze jest, jak zachowują się twoje finanse.

Wydanie poprawione Inteligentnego inwestora stawia sobie za cel dopasowanie koncepcji Grahama do współczesnych rynków finansowych, przy całkowitym zachowaniu nienaruszalności oryginalnego tekstu (z wyjątkiem przypisów wyjaśniających)⁴. Po każdym rozdziale Grahama znajduje się współczesny komentarz. W tych przewodnikach dla czytelnika podaję przykłady wydarzeń z ostatnich lat, aby pokazać, że zasady Grahama pozostają aktualne – i odkrywczе – do dziś dnia.

Wszystkim tym, którzy czytają mistrzowski tekst Grahama po raz pierwszy – ale także po raz czwarty lub piąty – zazdroszczę przeżywanego podekscytowania i doznawanego olśnienia. Jak wszystkie książki należące do klasyki, Inteligentny inwestor uczy nas i zmienia nasz pogląd na świat. Im częściej się tę książkę czyta, tym bardziej staje się to oczywiste. Jeśli Graham zostanie twoim przewodnikiem, masz zagwarantowane, że staniesz się inwestorem o niebo inteligentniejszym.

Wprowadzenie

Jaki jest cel tej księgi?

Książka ta stawia sobie za cel dostarczenie – w formie przystępnej dla laika – wskazówek na temat opracowywania i realizowania polityki inwestycyjnej. Stosunkowo niewiele zostanie tu powiedziane na temat technik analizy papierów wartościowych, ponieważ skoncentrowaliśmy się głównie na postawach inwestorów i zasadach inwestowania. Mimo to, przedstawimy pewną liczbę skrótowych analiz akcji – głównie w parach notowanych na New York Stock Exchange – aby na konkretnych przykładach pokazać ważne elementy odgrywające rolę przy wyborze określonych walorów.

Najwięcej miejsca poświęcimy prawidłowościom, występującym w zachowaniach rynków, na przestrzeni niejednokrotnie nawet kilkudziesięciu lat. Aby inteligentnie inwestować w papiery wartościowe, należy posiadać odpowiednią wiedzę na temat tego, jak różne rodzaje akcji i obligacji zachowują się w określonych warunkach, ponieważ z niektórymi z nich można później zetknąć się ponownie. Żaden z cytatów nie pasuje do Wall Street tak, jak sławne ostrzeżenie Santayany: „Ci, którzy zapominają o przeszłości, są skazani na jej powtarzanie”.

Nasz tekst jest skierowany do inwestorów, a nie do spekulantów, zatem naszym najważniejszym zadaniem będzie wyjaśnienie i zaakcentowanie nieco zapomnianych różnic między tymi dwiema postawami. Na początku trzeba też wyraźnie zaznaczyć, że nie jest to książka o tym, „jak zarobić milion”. Ani na Wall Street, ani nigdzie indziej, nie ma łatwych i pewnych dróg do bogactwa. Te słowa dobrze ilustruje pewna historia, którą warto tu przytoczyć, zwłaszcza że zawiera ona więcej niż jeden morał. W pamiętnym 1929 roku,

John J. Raskob, ważna osobistość nie tylko dla Wall Street, ale i dla całego kraju, w artykule Każdy powinien się bogacić opublikowanym na łamach Ladies' Home Journal, wychwalał błogosławieństwa kapitalizmu.⁵ Twierdził, że inwestując zaledwie 15 dolarów miesięcznie w dobre akcje, i reinwestując dywidendy, po 20 latach człowiek zgromadzi 80 000 dolarów chociaż włożył tylko 3600 dolarów. Gdyby ten magnat z General Motors miał rację, to naprawdę droga do bogactwa byłaby łatwa. Z naszych pobieżnych kalkulacji – opartych na hipotetycznej inwestycji w akcje 30 spółek z indeksu DJIA (Dow Jones Industrial Average) – wynika, że gdyby ktoś skorzystał z porady Raskoba w latach 1929-1948, na początku 1949 roku jego akcje warte byłyby w sumie około 8500 dolarów. To znacznie mniej niż 80 000 obiecanie przez słynną osobistość. Na tym przykładzie najlepiej widać, jaką wagę należy przykładąć do takich optymistycznych prognoz i założeń. A tak na marginesie trzeba zauważyć, że roczny zysk w okresie 20 lat mógł wynieść ponad 8% rocznie i to pomimo faktu, że kiedy inwestor zaczynałby kupować akcje indeks DJIA wynosił 300, a na koniec 1948 roku 177. Taki argument może przemawiać za regułą comiesięcznego kupowania dobrych akcji przez wszystkich – program ten nosi nazwę dollar cost average.

Nasza książka nie jest skierowana do spekulantów, czyli do tych, którzy handlują na giełdzie. Większość z nich kieruje się wykresami i w dużej mierze mechanicznymi instrumentami pomagającymi określić, kiedy najkorzystniej kupować i sprzedawać. We wszystkich tych tak zwanych „podejściach technicznych”, obowiązuje zasada, że trzeba kupować akcje, ponieważ ich cena rośnie albo giełda przejawia tendencje wzrostowe, a sprzedawać, ponieważ cena spada. To wbrew zdrowemu rozsądkowi w każdym biznesie, i mało prawdopodobne, aby miało prowadzić do trwałego sukcesu na giełdzie papierów wartościowych. Podczas naszych doświadczeń i obserwacji giełdowych nie spotkaliśmy ani jednej osoby, która regularnie zarabiałaby pieniądze na „podążaniu za rynkiem”. Nie wahamy się powiedzieć, że jest to podejście równie popularne, co złudne. Później zilustrujemy to przykładem – którego oczywiście nie można traktować

jako dowodu – w krótkim omówieniu słynnej Dow theory na temat kupowania i sprzedawania na giełdzie papierów wartościowych.⁶

Od pierwszego wydania Inteligentnego inwestora w 1949 roku, mniej więcej co pięć lat, ukazywały się uzupełnienia. W uaktualnieniu do obecnego wydania będziemy musieli uwzględnić znacznie większą ilość zmian, jakie pojawiły się od 1965 roku. Należą do nich:

1. Bezprecedensowy wzrost odsetek z wysokooprocentowanych obligacji.

2. 35% spadek poziomu cen wiodących akcji zwykłych, który zakończył się w maju 1979 roku, to największy wyrażany w procentach spadek od jakichś 30 lat (niezliczona liczba walorów gorszej jakości odnotowała jeszcze większe spadki).

3. Ustawiczna inflacja hurtowych i detalicznych cen, która nabierała rozpędu nawet w obliczu ogólnego ostudzenia gospodarki w 1970 roku.

4. Szybki rozwój przedsiębiorstw zwanych „konglomeratami”, popularność franczyzy i pojawienie się innych nowinek biznesowych i finansowych (między innymi podejrzane „letter stock”¹, prawa poboru akcji premiovych, zwodnicze nazwy, wykorzystywanie banków zagranicznych i inne).⁷

5. Bankructwo największej linii kolejowej, zbyt wysokie krótko – i długoterminowe zadłużenie wielu niegdyś mocno zabezpieczonych przedsiębiorstw, a nawet niepokojący problem wypłacalności firm z Wall Street.⁸

6. Pojawienie się mody na „sztuczną poprawę wyników” w zarządach funduszy odnoszących niepokojące rezultaty (także niektórych funduszy powierniczych prowadzonych przez banki).

Bierzemy te zjawiska pod baczną uwagę, a niektóre z nich spowodują zmianę wniosków z poprzednich edycji. Podstawowe zasady solidnego inwestowania nie powinny zmieniać się co 10 lat, ale stosowanie tych zasad trzeba dopasowywać do zmian w klimacie gospodarczym i mechanizmach finansowych.

To ostatnie zdanie zostało wystawione na próbę podczas prac nad obecnym wydaniem. Pierwsza wersja była ukończona w styczniu 1971 roku. W tym czasie indeks DJIA odbił się od swojego minimum z 1970 roku, czyli 632, i w 1971 wzrósł do 951, więc zapanał powszechny optymizm. W chwili składania ostatecznej wersji, w listopadzie 1971, ceny giełdowe znów zaczęły spadać, a DJIA na poziomie 797 oznaczał powszechny niepokój o przyszłość. Staraliśmy się, aby takie wahania nie wpłynęły na ogólne podejście do solidnej polityki inwestycyjnej, która pozostaje niezmienna od pierwszego wydania z 1949 roku.

Spadki na giełdzie w latach 1969-1970, rozwiały złudzenia z ostatnich 20 lat. Wtedy każdą akcję można było kupić w dowolnym czasie i za dowolną cenę, i była pewność, że przyniesie zysk, a jeśli nawet jakaś korekta doprowadziła do spadku jej ceny, to i tak było wiadomo, że wkrótce znów zdrożeje do wysokiego poziomu. To zbyt piękne, aby było prawdziwe. Po długiej przerwie giełda „wróciła do normalności” – zarówno inwestorzy, jak i spekulanci znów muszą być gotowi nie tylko na wzrost, ale także na znaczne i długotrwałe spadki wartości swoich portfeli.

Wśród wielu akcji drugo – i trzeciorzędnych, zwłaszcza spółek, które wypłynęły niedawno, zamieszanie wywołane załamaniem rynku spowodowało katastrofę. Załamanie samo w sobie nie było niczym nowym – do podobnego doszło w latach 1961-1962 – teraz jednak pojawił się nieznany dotychczas element, mianowicie taki, że w tego typu spekulacyjnych, i często wycenionych zbyt wysoko walerach, znaczą część aktywów ulokowały niektóre fundusze inwestycyjne. Najwyraźniej nie tylko nowicjuszy należy ostrzegać, że chociaż entuzjazm bywa przydatny w wielu dziedzinach, na Wall Street nieuchronnie prowadzi do niepowodzenia.

Ważnym problemem, którym musimy się zająć, jest znaczny wzrost odsetek z wysokooprocentowanych obligacji. Od końca 1967 roku, inwestorzy mogą uzyskać z takich obligacji dwukrotnie wyższy zysk, niż z dywidendy akcji zwykłych. Na początku 1972 roku, zysk z wysokooprocentowanych obligacji wynosił 7,19%, a z akcji spółek przemysłowych tylko 2,76% (dla porównania, pod koniec 1964 roku, liczby te wynosiły odpowiednio 4,40% i 2,92%). Trudno

to sobie wyobrazić, ale gdy pisałem tę książkę w roku 1949, proporcje wyglądały odwrotnie: obligacje przynosiły 2,66%, a akcje 6,82%.² W poprzednich wydaniach twierdziliśmy, że co najmniej 25% portfela inwestora konserwatywnego musi składać się z akcji zwykłych, chociaż sugerowaliśmy, że portfel powinien zawierać raczej po połowie akcji i obligacji. Teraz należy się zastanowić, czy przewaga obligacji nad akcjami, nie uzasadnia polityki inwestowania wyłącznie w obligacje, dopóki pomiędzy zyskami z tych dwóch rodzajów walorów nie zarysuje się rozsądniejsza proporcja, a spodziewamy się, że do tego dojdzie. Oczywiście ważną sprawą przy podejmowaniu decyzji, będzie też wysoka inflacja. Jej omówieniu zostanie poświęcony cały rozdział.⁹

Dawniej, wyraźnie odróżnialiśmy dwa rodzaje inwestorów, do których adresowana jest ta książka – „defensywnych” i „przedsiębiorczych”. Inwestor defensywny (bierny) przede wszystkim stara się unikać poważnych błędów i strat. Stara się unikać wysiłku, niepokoju i konieczności częstego podejmowania decyzji. Zasadniczą cechą inwestora przedsiębiorczego (aktywnego, agresywnego), jest gotowość do poświęcenia czasu i pracy na wybór akcji bardziej atrakcyjnych niż przeciętne. Przez kilkadziesiąt lat, taki inwestor mógł w zamian za swój wysiłek, spodziewać się wartościowej nagrody w postaci zysków wyższych niż osiąga inwestor pasywny. Obecnie mamy poważne wątpliwości, czy w dzisiejszych warunkach, aktywny inwestor naprawdę może liczyć na tego typu gratyfikację. Ale w przyszłym roku, lub w przyszłych latach, może się to zmienić. Dlatego będziemy o możliwościach przedsiębiorczego inwestowania mówili w taki sam sposób, jak w poprzednich okresach, które być może powrócą.

Przez wiele lat pokutował pogląd, że sztuka skutecznego inwestowania polega na tym, aby najpierw wyłonić branże, które według wszelkiego prawdopodobieństwa, w przyszłości będą się rozwijać, a potem wybrać z tych branż najbardziej obiecujące firmy. Na przykład, sprytny inwestor – lub sprytni doradcy – od dawna przewidywali rozwój całego przemysłu komputerowego, a w szczególności firmy IBM. Podobnie, w przypadku kilku innych branż i firm. Ale te-

raz już nie jest tak łatwo. Aby dokładnie to wyjaśnić, na początek pozwolimy sobie zacytować fragment, który został zamieszczony w pierwszym wydaniu tej książki z 1949 roku.

Taki inwestor może na przykład kupować akcje linii lotniczych, bo wierzy, że czeka je bardziej świetlana przyszłość, niż to wynika z obecnych trendów. Dla niego w tej książce cenniejsze, od pożytecznych technik, które mogłyby mu pomóc, będą ostrzeżenia przed pułapkami związanymi z jego ulubionym podejściem inwestycyjnym.¹⁰

Pułapki we wspomnianej branży okazały się szczególnie niebezpieczne. Oczywiście łatwo było prognozować, że w kolejnych latach ruch lotniczy przeżyje spektakularny wzrost. Z tego powodu akcje spółek lotniczych stały się ulubieńcami funduszy inwestycyjnych. Lecz mimo wzrostu przychodów – w tempie jeszcze szybszym niż w branży komputerowej – kłopoty techniczne i nadmierny rozrost mocy przewozowych spowodowały, że zyski wyglądały katastrofalnie. W latach 70., mimo wzrostu ruchu powietrznego, linie lotnicze przyniosły akcjonariuszom około 200 mln dolarów strat (w 1945 roku i 1961 roku także wykazywały straty). W okresie 1969-1970, ceny akcji tych spółek spadły bardziej niż ogólnie ceny giełdowe. Z zapisków archiwalnych wynika, że nawet wysoko opłacani, profesjonalni eksperci z funduszy inwestycyjnych, mylili się zupełnie w kwestii tej potężnej i dobrze rozpoznanej branży.

Z drugiej strony, chociaż fundusze inwestycyjne sporo zainwestowały w akcje IBM i sporo na nich zyskują, to wysoka cena i brak pewności w kwestii tempa ich wzrostu sprawiają, że fundusze utrzymują w swoich portfelach nie więcej niż, powiedzmy, 3% akcji tej znakomicie spisującej się firmy. Dlatego te, jak najbardziej trafnie wybrane akcje, nie mają znaczącego wpływu na ogólne wyniki funduszy. Co więcej wiele – jeśli nie większość – inwestycji w spółki komputerowe inne niż IBM, okazywało się niedochodowe. Z tych przykładów wyłaniają się dwie konkluzje:

1. Znakomite perspektywy rozwoju danej branży nie muszą przekładać się na zyski inwestorów.
2. Eksperci nie mają wiarygodnych metod na wybieranie najbardziej obiecujących spółek z najbardziej obiecujących branż.

Autor nie stosował takiego podejścia, gdy zarządzał funduszem i nie doradzi, ani nie zachęci w żaden sposób tych, którzy chcieliby wypróbować tę metodę.

A zatem, co chcemy osiągnąć za pośrednictwem tej książki? Naszym podstawowym celem będzie przeprowadzenie czytelnika przez tereny, na których mógłby popełnić poważne błędy, i opracowanie takiej polityki inwestycyjnej, z którą będzie czuł się bezpiecznie. Powiemy też nieco o psychologii inwestowania. Ponieważ głównym problemem – może nawet wrogiem – inwestora jest on sam („wina, drogi inwestorze, leży nie po stronie gwiazd ani akcji, ale po naszej...”). To jest szczególnie widoczne w ostatnich dziesięcioleciach, gdy konserwatywni inwestorzy stanęli przed koniecznością zakupu akcji i, chcąc nie chcąc, wystawili się na pokusy i emocje związane z giełdą papierów wartościowych. Za pomocą argumentów, przykładów i zachęt, mamy nadzieję pomóc naszym czytelnikom w przyjęciu odpowiedniego nastawienia umysłowego i emocjonalnego, wobec decyzji inwestycyjnych. Zwyczajni ludzie, z temperamentem odpowiednio dopasowanym do procesu inwestowania, na naszych oczach potrafili zarobić i nie stracić więcej pieniędzy niż ci, którym brakowało tej cechy, a posiadali ogromną wiedzę z dziedziny finansów, rachunkowości i giełdy papierów wartościowych.

Ponadto, mamy nadzieję zaszczepić czytelnikom skłonność do dokonywania rzetelnych ocen. W dziewięćdziesięciu dziewięciu przypadkach na sto, potrafiliśmy stwierdzić, że akcje są na tyle tanie, aby je kupić, i na tyle drogie, że warto je sprzedać. Dla inwestora nieoceniony jest nawyk zestawiania tego, ile trzeba zapłacić, z tym, co jest do zaoferowania. Wiele lat temu, w pewnym kobiecym czasopiśmie, radzono czytelniczkom, aby kupowały akcje nie jak perfumy, ale jak produkty spożywcze. W ostatnich latach (a także w podobnych sytuacjach wcześniej), doszło do wielu druzgocących strat na akcjach, ponieważ kupujący zapominali zapytać – „po ile?”.

W czerwcu 1970 roku rentowność wystawionych na sprzedaż wysokooprocentowanych obligacji państwowych wynosiła 9,40%. Teraz liczba ta spadła do 7,3%. Po co więc szukać innych sposobów, skoro można mieć pewny zysk na obligacjach? Ponieważ istnieją inne sposoby i trzeba je starannie rozważyć. Poza tym powtarzamy,

że i my, i nasi czytelnicy, musimy być z wyprzedzeniem przygotowani na to, że w latach, powiedzmy, 1973-1977 będzie zupełnie inna sytuacja.

Dlatego dość szczegółowo zaprezentujemy korzystny program inwestowania w akcje zwykłe. Część mogą realizować oba typy inwestorów, a część jest przeznaczona wyłącznie dla inwestorów przedsiębiorczych. Jest dość dziwne, że jedyny wymóg, jaki tutaj stawiamy, jest taki, aby nasi czytelnicy ograniczyli się do walorów sprzedawanych niewiele ponad wartość aktywów materialnych spółki.¹¹ Chociaż to rada nieco staroświecka, przydaje się pod względem praktycznym i psychologicznym. Doświadczenie nauczyło nas, że choć istnieje wiele dobrze rozwijających się przedsiębiorstw, wartych kilka razy więcej niż ich aktywa netto, inwestor kupujący ich akcje za bardzo uzależnia się od giełdowych kaprysów i wahań. Natomiast osoba inwestująca w, dajmy na to, przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, wyceniane niewiele ponad poziom wartości aktywów netto, zawsze może uważać się za posiadacza akcji solidnej, rozwijającej się firmy, zakupionych po rozsądnej cenie – niezależnie, co na ten temat sądzi giełda. Taka konserwatywna polityka, ostatecznie przynosi większe korzyści, niż ekscytujące przygody z akcjami spółek z ponętnych i niebezpiecznych branż rokujących wzrost.

Sztuka inwestowania ma jedną, powszechnie niedocenianą, cechę. Rzetelne, choć mało spektakularne wyniki, może osiągać inwestor-laik przy minimum wysiłku i umiejętności, ale aby wznieść się ponad tę łatwą do osiągnięcia przeciętność, trzeba bardziej się przyłożyć i zdobyć większą wiedzę. Jeżeli do swojego programu inwestycyjnego wniesiesz tylko trochę nowej wiedzy i mądrości, to może się okazać, że zamiast osiągnąć nieco lepsze rezultaty, pogorszyłeś swoją sytuację.

Skoro każdy, kupując i trzymając akcje reprezentatywnych spółek, może osiągać wyniki równe średnim giełdowym, to „wybicie się ponad przeciętność” wydawałoby się zadaniem stosunkowo łatwym. W rzeczywistości jednak, zaskakująco duży odsetek mądrych ludzi próbuje to osiągnąć bezskutecznie. Nawet większość funduszy inwestycyjnych, gdzie zatrudnieni są doświadczeni pracownicy, na prze-

strzeni wielu lat nie osiąga wyników dorównujących średnim giełdowym. Za taką sytuację odpowiadają, m.in. publikacje prognoz giełdowych sporządzanych przez domy maklerskie; mamy solidne dowody na to, że na ich kalkulacjach można polegać tak samo, jak na rzucaniu monetą.

Pisząc tę książkę, staraliśmy się pamiętać o tej pułapce. Podkreślaliśmy już zalety prowadzenia prostej polityki zawartości portfela – kupować wysokooprocentowane obligacje i zdywersyfikowane akcje wiodących spółek – z którą, przy niewielkiej pomocy eksperta, poradzi sobie każdy inwestor. Wypadki poza tę strefę bezpieczeństwa i stabilności, wydają się pełne niebezpieczeństw i trudności, zwłaszcza wynikających z temperamentu inwestora. Przed zdecydowaniem się na taką przygodę, inwestor powinien sam czuć się pewnie i być pewny swoich doradców, a szczególnie tego, czy dokładnie zdają sobie sprawę z różnicy między inwestowaniem a spekulacjami, a także między ceną giełdową a wartością.

Twarde podejście do inwestowania, mocno oparte na zasadzie „marginesu bezpieczeństwa”, może owocować znacznymi zyskami. Ale jeśli ktoś, zamiast postawić na pewne zyski z inwestowania defensywnego, postanawia sięgnąć po te dodatkowe dochody, musi koniecznie dokonać najpierw rzetelnej samooceny.

I na koniec wspomnienie. Kiedy autor, jako młody człowiek, w czerwcu 1914 roku pojawił się na Wall Street, nikt nie miał pojęcia, co będzie się dziać przez następne pół wieku (nie podejrzewano nawet, że dwa miesiące później wybuchnie wojna światowa, a New York Stock Exchange zostanie zamknięta). Teraz, w 1972 roku, okazujemy się najbogatszym i najpotężniejszym krajem świata, ale dręczonym przez poważne problemy i patrzącym w przyszłość z obawami i niepewnością. Jednak, jeśli przeanalizujemy nasze amerykańskie doświadczenia inwestycyjne, to zauważymy, że od 57 lat panuje względny spokój. Chociaż warunki na giełdach są nieprzewidywalne jak trzęsienia ziemi, jest prawdą niezmienną, że solidne zasady inwestycyjne przynoszą solidne zyski. I musimy przyjąć założenie, że nadal będą przynosiły.

Uwaga do czytelnika. Książka ta nie dotyczy ogólnej polityki finansowej ludzi oszczędzających i inwestorów. Odnosi się tylko do tej części ich finansów, którą zdecydowali się przeznaczyć na zakup, pozostających w obrocie giełdowym, papierów wartościowych czyli obligacji i akcji. Dlatego nie omawiamy tutaj tak ważnych instrumentów, jak konta oszczędnościowe, lokaty terminowe, rachunki w towarzystwach oszczędnościowo-kredytowych, ubezpieczenia na życie, ubezpieczenia emerytalne, kredyty hipoteczne. Czytelnik powinien pamiętać również, że gdy znajdzie w tekście słowo „obecnie” lub inne podobne słowa, odnoszą się one do końca roku 1971 i początku roku 1972.

KOMENTARZ DO WPROWADZENIA

Jeśli zbudowałeś zamki na piasku, twoja praca nie musi pójść na marne. One właśnie tam powinny stać. Teraz połóż pod nie fundamenty.

Henry David Thoreau, Walden

Zwróć uwagę, że Graham już na samym początku stawia sprawę jasno – książka nie instruuje, w jaki sposób podbić giełdę. Tego nie jest w stanie uczynić żadna godna zaufania lektura.

Ale dzieło Grahama zawiera trzy ważne lekcje:

- w jaki sposób minimalizować prawdopodobieństwo poniesienia nieodwracalnych strat,
 - w jaki sposób maksymalizować szanse na rzetelne zyski,
 - w jaki sposób panować nad autodestrukcyjnymi zachowaniami,
- z powodu których większość inwestorów nie jest w stanie wykorzystać w pełni swego potencjału.

Na początku boomu lat dziewięćdziesiątych XX wieku, gdy wydawało się, że akcje spółek technologicznych z dnia na dzień podwajają swoją wartość, przestroga o możliwości utraty niemal wszystkich pieniędzy wydawała się absurdalna. Ale pod koniec 2002 roku, wiele dotcomów i spółek telekomunikacyjnych straciło 95% i więcej swojej wartości. A gdy tracisz 95% swoich pieniędzy, to żeby wrócić do punktu wyjścia, musisz osiągnąć 1900% zysku.¹² Podejmowanie niemądrego ryzyka może tak głęboko wciągnąć w przepaść, że dosłownie nie ma już drogi wyjścia. Właśnie dlatego, Graham stale podkreśla, jak ważne jest unikanie strat – nie tylko w Rozdziałach 6., 14. i 20., ponieważ ostrzeżenia na ten temat wplecione zostały w cały tekst.

Choćbyśmy jednak byli nie wiadomo jak ostrożni, od czasu do czasu wartość inwestycji musi spaść. Tego ryzyka nikt nie jest w sta-

nie wyeliminować, ale Graham pokazuje, w jaki sposób sobie z nim radzić, i jak kontrolować swoje lęki.

Czy jesteś inteligentnym inwestorem?

Odpowiedzmy sobie teraz na niezwykle ważne pytanie. Co właściwie Graham rozumie pod pojęciem „inteligentny” inwestor? Definiuje ten termin w pierwszym wydaniu książki i jasno daje do zrozumienia, że tego rodzaju inteligencja nie ma nic wspólnego z wynikami IQ albo SAT. Oznacza po prostu cierpliwość, zdyscyplinowanie i gotowość do nauki. Inteligentny inwestor musi także panować nad swoimi emocjami i myśleć o sobie. Graham wyjaśnia, że ten rodzaj inteligencji „odnosi się raczej do charakteru niż rozumu”.¹³

Wysoki wynik IQ oraz wyższe wykształcenie, nie świadczą o inteligencji inwestora. W 1998 roku Long-Term Capital Management L.P., fundusz wysokiego ryzyka prowadzony przez zespół matematyków, informatyków i dwóch zdobywców Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii, przez kilka tygodni stracił 2 mld dolarów. Zainwestowali oni dużo, z założeniem, że rynek obligacji „wróci do normy”. Ale rynek obligacji wykazywał coraz więcej i więcej odchyleń od normy, a LTCM pożyczył tyle pieniędzy, że jego upadek zatrzęsł globalnym systemem finansowym.

W 1720 roku Sir Izaak Newton miał akcje South Sea Company, najlepiej rokującej spółki w Anglii. Wyczuwając, że giełda wymyka mu się spod kontroli, ten wielki fizyk stwierdził, że może „obliczać ruchy ciał niebieskich, ale nie jest w stanie skalkulować ludzkiego szaleństwa”. Sprzedał swoje akcje ze stuprocentowym zyskiem za 7000 funtów. Ale kilka miesięcy później, na fali szalonego entuzjazmu giełdowego kupił je ponownie i... stracił 20 000 (ponad 3 mln dolarów, przeliczając na współczesne pieniądze). Do końca życia zabraniał wymawiać w swojej obecności słów „South Sea”.¹⁴

Sir Izaak Newton zaliczał się do najinteligentniejszych ludzi, jacy kiedykolwiek żyli na świecie – w takim pojęciu inteligencji, jak ją rozumie większość z nas. Ale według Grahama, Newtonowi wiele brakowało do miana inteligentnego inwestora. Największy na świe-

cie uczony pozwolił, aby szal tłumy wpłynął na jego osąd i zachował się jak głupiec.

Mówiąc krótko, jeśli do tej pory ponosiłeś porażki inwestycyjne, to nie znaczy, że jesteś głupi. Raczej tak jak Izaak Newton, nie wypracowałeś dyscypliny, której wymagają sukcesy inwestycyjne. W Rozdziale 8. Graham opisuje, w jaki sposób doskonalić swoją inteligencję, panując nad emocjami i racjonalnie patrząc na giełdę. Dzięki temu nauczysz się, że bycie inteligentnym inwestorem to sprawa charakteru, a nie umysłu.

Kronika nieszczÓcfł

Przyjrzyjmy się teraz najważniejszym wydarzeniom finansowym ostatnich kilku lat.

1. Między marcem roku 2000, a październikiem roku 2002 – największy krach giełdowy od czasów wielkiej recesji. Amerykańskie akcje straciły 50,2% wartości, czyli 7,4 tryliony.

2. Znacznie większe spadki cen akcji spółek, które w latach dziewięćdziesiątych uchodziły za najbardziej rokujące: AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent i Qualcomm. A do tego spadki wartości setek innych firm internetowych.

3. Oskarżenia o defraudacje na masową skalę w największych i najszacowniejszych korporacjach amerykańskich, m.in. w Enronie, Tyco i Xeroxie.

4. Bankructwa wzorowych niegdyś firm typu Consecro, Global Crossing i WorldCom.

5. Stawiane firmom rachunkowym zarzuty o fałszowanie ksiąg, a nawet niszczenie akt, aby pomóc klientom we wprowadzeniu w błąd inwestorów.

6. Oskarżanie prezesów wiodących firm o wyprowadzanie milionów dolarów do własnej kieszeni.

7. Udowodnienie analitykom z Wall Street, że publicznie chwalili pewne akcje, a prywatnie uważali je za śmieci.

8. Przekonanie ekspertów, że mimo ogromnych spadków, ceny giełdowe są zawyżone i czekają je dalsze obniżki.

9. Bezlitosny spadek stóp procentowych, który zamknął przed inwestorami alternatywę inwestowania w akcje.

10. Niepokojna sytuacja finansowa spowodowana zagrożeniem światowym terroryzmem i wojną na Bliskim Wschodzie.

Inwestorzy, którzy nauczyli się, i przestrzegają, reguł Grahama, mogą uniknąć (i unikają) większości problemów spowodowanych tymi nieszczęściami.

Jak mówił Graham: „O ile gdzie indziej entuzjazm bywa niezbędny do wielkich osiągnięć, o tyle na Wall Street niemal nieuchronnie prowadzi do katastrofy”. Wielu ludzi dało się zwieść akcjom spółek internetowych, „pewniakom” i ogólnie akcjom, popełniając taki sam niemądry błąd jak Izaak Newton. Pozwolili, aby na ich osąd wpłynęły opinie innych inwestorów. Zignorowali ostrzeżenie Grahama, że „do wielu druzgocących strat” dochodzi zawsze, gdy inwestorzy zominają zapytać „po ile?”. A co najgorsze, ludzie ci, tracąc panowanie nad sobą wtedy, gdy jest ono najbardziej potrzebne, potwierdzili tezę Grahama, że „głównym problemem – może nawet wrogiem – inwestora jest on sam”.

Pewny interes, kt..rego nie było

Wiele osób dało się zwieść akcjom spółek technologicznych i internetowych, bo uwierzyli, że w każdym następnym roku, a może nawet już zawsze, w branży zaawansowanych technologii nadal będzie panował boom:

- W połowie 1999 roku, po osiągnięciu 117,3% zysku za pierwszych pięć miesięcy, Alexander Cheung, menedżer Monument Internet Fund, prognozował, że przez najbliższe trzy do pięciu lat, jego fundusz będzie osiągał 50% rocznego zysku, a średnia zwrotu za 20 lat wyniesie 35%.¹⁵

- Po tym, jak w 1999 roku, wartość jednostek funduszu Amerindo Technology Fund wzrosła niewiarygodnie aż o 248,9%, menedżer portfela Alberto Vilar wyśmiewał każdego, kto ośmielił się wątpić, że Internet to niezniszczalna maszyna do robienia pieniędzy. „Jeśli

nie wchodzisz w ten sektor, to nie osiągasz maksymalnych zysków. Jedziesz bryczką zaprzęzoną w konia, a ja pędzę porsche. Rezygnujesz z szansy na dziesięciokrotny wzrost? To zwróć się do kogoś innego.”¹⁶

- W lutym 2000 roku menager zarządzający funduszem, James J. Cramer, oznajmił, że „nie warto mieć w posiadaniu” innych akcji niż akcje spółek powiązanych z Internetem. Nazwał je „zwycięzcami nowego świata”. Twierdził, że „będą zwyżkować zarówno w dobrych, jak i w złych czasach”. Cramer wbił nawet szpilkę Grahama: „Trzeba pozbyć się wszystkich schematów, formuł i przepisów istniejących przed epoką sieci... Gdybyśmy stosowali się do nauk Grahama i Dodda, nie zarobiliśmy złamanego grosza.”¹⁷

Wszyscy ci pseudoeksperci zignorowali rozsądne słowa Grahama: „Znakomite perspektywy rozwoju danej branży, nie muszą przekładać się na zyski inwestorów.” Dość łatwo przewidzieć, które branże będą się najszybciej rozwijać, ale takie prognozy nie mają żadnego znaczenia, jeśli wszyscy inwestorzy spodziewają się tego samego. Gdy wszyscy uznają, że najlepiej inwestować w daną branżę, to ceny akcji będą podbijane tak wysoko, że w przyszłości mogą już tylko spadać.

Teraz nikt już nie ma tyle tupetu, aby twierdzić, że branża technologiczna będzie nadal przeżywać największy rozwój na świecie. Ale nie należy zapominać, że ludzie, którzy dziś twierdzą, że kolejnym pewniakiem będzie opieka zdrowotna, energetyka, nieruchomości albo złoto, mają tyle samo racji co ci, którzy robili wiele szumu wokół zaawansowanych technologii.

Iskierka nadziei

O ile w latach 90. wydawało się, że dla cen akcji nie istnieje górny pułap, o tyle teraz, w 2003 roku, mają one taki poziom, że chyba już nie mogą spaść niżej. Wahadło, co Graham zawsze przewidywał, odchyliło się w drugą stronę – od nadmiernego optymizmu do nieuzasadnionego pesymizmu. W 2002 roku inwestorzy wycofali z fun-

duszy akcji 27 mld dolarów, a ankieta przeprowadzona przez Securities Industry Association wykazała, że jeden na 10 inwestorów wycofał swoje fundusze ze stratą co najmniej 25%. Ci sami ludzie, którzy chętnie kupowali akcje pod koniec lat 90. – gdy ceny rosły, a zatem akcje drożały – sprzedawali swoje udziały, gdy ceny spadały, czyli z definicji akcje taniały.

Jak błyskotliwie wykazał Graham w Rozdziale 8. jest to właściwe działanie wstecz. Inteligentny inwestor zdaje sobie sprawę, że gdy ceny rosną, akcje stają się bardziej ryzykowne, a gdy ceny spadają, ryzyko maleje. Inteligentny inwestor obawia się hossy, bo wtedy za akcje trzeba płacić więcej. I odwrotnie (póki masz w garści gotówkę, która zaspokoi twoje potrzeby), powinieneś cieszyć się z bessy, ponieważ wtedy następuje wyprzedaż akcji.¹⁸ Zapamiętaj więc: koniec hossy to nie jest, jak wszyscy uważają, zła wiadomość. Dzięki spadkom cen akcji, gromadzenie majątku staje się bezpieczniejsze. Czytaj dalej, a Graham podpowie ci, jak to zrobić.

ROZDZIAŁ 1

Inwestycje a spekulacje i wyniki, których spodziewa się inteligentny inwestor

Rozdział ten przedstawia w sposób ogólny poglądy, które bliżej zostaną zaprezentowane w dalszej części książki. Na początku chcemy przede wszystkim określić naszą koncepcję polityki portfelowej, dostosowanej do prywatnego, nieprofesjonalnego inwestora.

Inwestycja a spekulacja

Co rozumiemy pod słowem „inwestor”? W książce jest ono używane jako przeciwstawne do określenia „spekulant”. Już w roku 1934, w naszym podręczniku *Security Analysis*¹ podjęliśmy następującą próbę precyzyjnego określenia różnicy między inwestorem a spekulantem: „Operacja inwestycyjna to taka, która dzięki starannej analizie, obiecuje bezpieczeństwo oraz zadowalającą rentowność zaangażowanej kwoty. Operacje nie spełniające tych wymogów są spekulacjami”.

Choć w ciągu kolejnych 38 lat twardo trzymaliśmy się tej definicji, warto wspomnieć o znacznych zmianach, jakie przez ten czas nastąpiły, jeśli chodzi o używanie terminu „inwestor”. Po wielkim krachu giełdowym w latach 1929-1932, wszystkie akcje zwyczajne uznawano powszechnie za instrumenty z gruntu spekulacyjne (wybitny autorytet stwierdzał kategorycznie, że aby inwestować, trzeba kupować tylko obligacje).²

Obecnie spotykamy się ze zjawiskiem odwrotnym. Przestrzegamy naszych czytelników przed przyjmowaniem potocznego żargonu, w

którym termin „inwestor” oznacza wszystkich prowadzących operacje na giełdzie. W poprzednim wydaniu cytowaliśmy następujący tytuł artykułu, który w czerwcu 1962 roku pojawił się na pierwszej stronie pewnego ważnego dziennika finansowego:

MALI INWESTORZY NASTAWIAJĄ SIĘ NA BESSE, SPRZEDAJĄ KRÓTKO ZDEKOMPLETOWANE PAKIETY

W październiku 1970 roku, w tym samym dzienniku, w artykule redakcyjnym, krytykowano tak zwanych „inwestorów niefrasobliwych”, którzy wówczas przerzucili się na kupno.

Cytaty te bardzo dobrze ilustrują zamieszanie, jakie od wielu lat towarzyszy użyciu słów: „inwestycja” i „spekulacja”. Przemyślny przedstawioną powyżej definicję inwestycji i zastanówmy się, czy można nazwać inwestorem niedoświadczoną osobę, która nawet nie posiada tego, co sprzedaje, i ma jakieś, przeważnie emocjonalne, przeczucie, że zdoła to odkupić po znacznie niższej cenie (warto zwrócić uwagę, że kiedy ukazał się artykuł z roku 1962, giełda miała za sobą poważny spadek i właśnie przygotowywała się do większego wzrostu. Był to chyba najgorszy moment na przyjmowanie krótkiej pozycji). W ogólniejszym sensie, sformułowanie z drugiego artykułu „inwestorzy niefrasobliwi”, można uznać za wewnętrznie sprzeczne i zabawne – coś w rodzaju „rozrzutnych nędzarzy” – gdyby takie wypaczenie językowe nie przynosiło tyle szkód.

Gazeta użyła słowa „inwestor”, ponieważ w potocznym języku na Wall Street każdy, kto kupuje lub sprzedaje walory, staje się inwestorem – niezależnie od tego, co kupuje, w jakim celu, po jakiej cenie, za gotówkę czy na kredyt. Porównajmy to z podejściem szerokiej opinii publicznej w roku 1948, kiedy ponad 90% ankietowanych wyrażało niechęć wobec kupna akcji.³ Połowa jako przyczynę podawała: „brak bezpieczeństwa, hazard”, a druga stwierdzała: „nie znam się na tym”¹⁹. O ironio (choć nie ma w tym nic dziwnego), kupno wszelkiego rodzaju akcji niemal powszechnie uchodziło za wysoce spekulacyjne lub ryzykowne, chociaż w tamtym czasie można było kupować po najbardziej atrakcyjnych cenach, które wkrótce miały rozpocząć swój wzrost, największy w historii. I przeciwnie:

sam fakt, że ceny wzrosły do poziomów niebezpiecznych – jak je później oceniano – uczynił z tych operacji „inwestycje”, a ze wszystkich, którzy kupowali akcje, zrobił „inwestorów”.

Rozróżnienie między inwestycją a spekulacją akcjami zawsze było potrzebne, jego zanik obecnie, budzi niepokój. Często twierdziliśmy, że Wall Street jako instytucja, powinna wrócić do tego rozróżnienia i promować je we wszystkich kontaktach z opinią publiczną. W przeciwnym razie, któregoś dnia giełdy zostaną obarczone winą za poważne straty spekulacyjne, poniesione przez ludzi, którzy nie zostali stosownie ostrzeżeni. I znów – jak na ironię – wiele niedawnych kłopotów niektórych firm związanych z giełdą wynikało stąd, że do funduszy kapitałowych włączały akcje spekulacyjne. Wierzymy, że czytelnik tej książki jasno zda sobie sprawę z ryzyka, jakie nieodłącznie towarzyszy zaangażowaniu pieniędzy w akcje. Ryzyka tego nie da się oddzielić od rysujących się szans na zysk, i inwestorzy muszą je uwzględniać w swoich kalkulacjach.

Z tego, co dotąd powiedzieliśmy, wynika, że być może przestanie istnieć coś takiego jak polityka inwestycyjna oparta na akcjach – w tym sensie, że zawsze można zaczekać, aby kupić je po cenie nie wiążącej się z ryzykiem poniesienia rynkowej czy „papierowej” straty na tyle dużej, aby wywołała większy niepokój. Inwestor musi być świadom, że prawie zawsze jego portfel akcji zawiera pewien element spekulacyjny. Rzecz w tym, aby utrzymać ten element w wąskim zakresie i finansowo oraz psychicznie nastawiać się, że w dalszej lub bliższej perspektywie, pojawią się okresy mniej korzystne.

Należy tu dodać jeszcze dwie uwagi na temat samej spekulacji, która różni się od czynnika spekulacyjnego, obecnego w większości akcji reprezentatywnych. Jawna spekulacja nie jest ani nielegalna, ani niemoralna, ani (w większości przypadków) nie wypycha nikomu portfela. Pewien poziom spekulacji jest wręcz konieczny i nieunikniony, ponieważ w wielu sytuacjach przy zakupie akcji, trzeba liczyć się z możliwościami zarówno zysków, jak i strat. I trzeba pogodzić się z tym ryzykiem²⁰. Podobnie, jak inteligentne inwestowanie, istnieje także inteligentna spekulacja. Ale z wielu przyczyn może być też nieinteligentna. Do najważniejszych z nich należą: ktoś

spekuluje, a myśli, że inwestuje; ktoś spekuluje poważnie, a nie tylko amatorsko, chociaż brakuje mu odpowiedniej wiedzy i umiejętności; ktoś spekuluje, wystawiając na ryzyko więcej pieniędzy, niż może stracić.

W naszym konserwatywnym ujęciu każdy nieprofesjonalista, który prowadzi operacje na kredyt²¹, powinien zdawać sobie sprawę, że de facto spekuluje, a jego makler ma obowiązek mu to uświadomić. Natomiast każdy, kto kupuje tak zwane „pewne” akcje lub prowadzi podobne operacje – albo spekuluje, albo uprawia hazard. Spekulacja zawsze jest fascynująca, i traktowana jak zabawa, przynosi wiele radości. Jeśli chcesz spróbować szczęścia, wyodrębnij część kapitału – im mniejszą, tym lepiej – tworząc osobny fundusz przeznaczony na ten cel. Nigdy nie powiększaj tego konta tylko dlatego, że ceny giełdowe idą w górę i zyski rosną (jest to odpowiedni moment, aby zastanowić się nad wycofaniem pieniędzy z funduszu spekulacyjnego). Nigdy nie łącz operacji spekulacyjnych i inwestycyjnych na tym samym rachunku, ani nawet w myślach.

Wyniki, jakich może oczekiwać inwestor defensywny

Zdefiniowaliśmy już inwestora defensywnego jako osobę zainteresowaną głównie bezpieczeństwem i wolnością od zmartwień. Jaki kierunek postępowania powinien przyjąć i jakich zysków może oczekiwać w „typowych warunkach” (jeśli takie rzeczywiście istnieją)? Aby odpowiedzieć na te pytania, najpierw zastanowimy się, co na ten temat pisaliśmy siedem lat temu, a potem nad istotnymi zmianami, jakie od tego czasu nastąpiły w podstawowych czynnikach kierujących prognozowanymi zyskami z inwestycji, i wreszcie nad tym, co powinniśmy robić i czego oczekiwać w warunkach obecnych (początek 1972 roku).

1. Co mówiliśmy sześć lat temu

Zalecaliśmy, aby inwestor podzielił portfel na pierwszorzędne obligacje i czołowe akcje; aby udział obligacji nigdy nie był mniejszy niż 25%, ani większy niż 75% (to samo dotyczy udziału akcji w ca-

łym pakiecie inwestycyjnym); aby w najprostszym przypadku utrzymywał między oboma instrumentami proporcję pół na pół, a gdy wydarzenia na giełdzie spowodują odchylenie przekraczające na przykład 5%, dokonywał korekt przywracających równowagę. Alternatywną polityką mogłoby być zmniejszenie udziału akcji do 25% w okresach, „w których inwestor ma poczucie, że ceny giełdowe wzrosły niebezpiecznie wysoko”. I odwrotnie – podwyższanie udziału do maksymalnego pułapu 75% w okresach, „w których ma poczucie, że spadek cen akcji zwiększa ich atrakcyjność”.

W roku 1965 inwestor mógł uzyskać około $4\frac{1}{2}\%$ z pierwszorzędnych obligacji podlegających opodatkowaniu, oraz $3\frac{1}{4}\%$ z dobrych obligacji wolnych od podatku. Stopa zwrotu z dywidend czołowych akcji, przy wskaźniku DJIA równym 892 wynosił zaledwie 3,2%. Z tego powodu, a także z innych, należało zachować ostrożność. Sugerowaliśmy, że „w typowych warunkach” inwestor powinien uzyskać z akcji najpierw stopę zwrotu z dywidend w przedziale od $3\frac{1}{2}\%$ do $4\frac{1}{2}\%$, a następnie stały wzrost wartości (w postaci „zwykłej ceny rynkowej”), o mniej więcej taki sam wskaźnik. Oznaczałoby to łączny zysk z dywidendy i aprecjacji akcji rzędu $7\frac{1}{2}\%$ rocznie. W przypadku równego podziału portfela między obligacje i akcje, dawałoby to około 6% zysku przed obłożeniem podatkiem dochodowym. Dodawaliśmy, że akcje wchodzące w skład portfela, powinny być starannie zabezpieczane przed spadkiem siły nabywczej, powodowanym wysoką inflacją.

Powyższe rachunki wskazywały, że oczekiwaliśmy na giełdzie znacznie mniejszego tempa wzrostu, niż faktycznie został odnotowany w latach 1949-1964. W tym okresie, średnie tempo wzrostu notowań ogółu notowanych akcji, znacznie przekraczało 10% i zapanaowała powszechna opinia, że jest to gwarancja równie zadowalających wyników w przyszłości. Tylko nieliczni brali pod uwagę ewentualność, że wysokie tempo wzrostu w minionym okresie oznacza, że ceny akcji „obecnie są za wysokie” i dlatego „znakomite wyniki osiągnięte od roku 1949 sugerują, że w przyszłości wcale nie będą dobre tylko złe.”⁴

2. Co wydarzyło się od 1964 roku?

Od roku 1964 najważniejszą zmianą był wzrost oprocentowania najlepszych obligacji do rekordowo wysokich poziomów, chociaż nastąpił już istotny odwrót od najniższych cen z roku 1970. Możliwy do uzyskania zysk z dobrych obligacji spółek, wynosi obecnie około $7\frac{1}{2}\%$, a nawet więcej – dla porównania w roku 1964 wynosił $4\frac{1}{2}\%$. Tymczasem z dywidendy dla akcji z DJIA, zysk rósł również w okresie załamania rynkowego w latach 1969–1970. Jednak w chwili pisania tych słów (przy wskaźniku Dow Jones na poziomie 900) nie przekracza 3,5%, w porównaniu z 3,2% w roku 1964. Zmiana bieżących stóp procentowych doprowadziła w tym okresie do największego – o około 38% – załamania rynkowych cen obligacji średnioterminowych (powiedzmy, dwudziestoletnich).

Taki rozwój wydarzeń ma swój paradoksalny aspekt. W 1964 roku obszernie omawialiśmy ewentualność, że ceny akcji są zbyt wysokie i muszą znacznie spaść. Jednak nie zastanawialiśmy się (nic nam też nie wiadomo, aby robił to ktoś inny) nad możliwością takiego samego rozwoju wypadków w przypadku najlepszych obligacji. Ostrzegaliśmy (str. 90), że „w reakcji na zmiany stóp procentowych, ceny długoterminowych obligacji mogą ulegać poważnym wahaniom”. W świetle tego, co wydarzyło się od tamtej pory, uważamy, że to ostrzeżenie – poparte przykładami – nie zostało dostatecznie uwypuklone. Fakty bowiem są takie, że gdyby inwestor posiadał określoną sumę w akcjach z DJIA zakupionych po cenie zamknięcia z roku 1964, gdy wskaźnik DJIA wynosił 874, to pod koniec 1971 roku miałyby z nich marny zysk – jednak nawet przy najniższym poziomie DJIA (631) w roku 1970, straciłby mniej niż na dobrych obligacjach długoterminowych. Gdyby natomiast ograniczył inwestycje do obligacji rządowych, obligacji oszczędnościowych, krótkoterminowych obligacji spółek lub kont oszczędnościowych, nie odnotowałby w tym okresie żadnej straty w rynkowej wartości zainwestowanej kwoty, za to uzyskałby większe przychody niż z dobrych akcji. Okazało się zatem, że prawdziwe „ekwiwalenty gotówki” były w roku 1964 lepszymi inwestycjami niż akcje – mimo inflacji, z powodu której, teoretycznie, trzymanie akcji powinno być korzystniejsze niż trzy-

manie gotówki. Spadek wartości inwestycji w dobre, długoterminowe obligacje, wynikał ze zjawisk zachodzących na rynku pieniężnym, czyli w tej niejasnej sferze, która na ogół nie wywiera większego wpływu na politykę inwestycyjną.

Jest to po prostu kolejne doświadczenie, pokazujące, że nie da się przewidzieć przyszłości cen papierów wartościowych²². Ceny obligacji niemal zawsze podlegały znacznie mniejszym fluktuacjom niż ceny akcji, a inwestorzy mogli kupować dobre obligacje o dowolnym okresie wykupu i nie martwić się zmianą ich wartości rynkowej. Od tej reguły było kilka wyjątków, do których został zaliczony okres po roku 1964. Na temat zmian cen obligacji, powiemy więcej w jednym z następnych rozdziałów.

3. Oczekiwania i strategia pod koniec roku 1971 i na początku roku 1972 Pod koniec roku 1971 można było uzyskać 8% opodatkowanego dochodu z dobrych średnioterminowych obligacji spółek, oraz 5,7% wolnego od podatku dochodu z dobrych papierów rządowych i municypalnych. Z papierów o krótszych terminach wykupu, inwestor mógł osiągnąć około 6%, na przykład z obligacji rządu USA, do wykupienia w ciągu pięciu lat. W tym ostatnim przypadku, kupujący nie martwi się o potencjalną stratę wartości rynkowej, ponieważ ma gwarancję pełnej spłaty – plus 6% odsetek – pod koniec stosunkowo krótkiego okresu przechowywania obligacji. Akcje typu DJIA, przy wartości wskaźnika równym 900, w 1971 roku przynosiły zyski zaledwie 3,5%.

Założmy, że teraz, tak jak dawniej, najważniejsza decyzja dotyczy podziału środków między najlepsze obligacje (lub inne tak zwane „ekwiwalenty gotówki”) i czołowe akcje z DJIA. Jaki kierunek w obecnych warunkach powinien obrać inwestor, skoro nie mamy żadnych powodów, aby w bliskiej przyszłości przewidywać jakiś poważniejszy ruch cen w górę lub w dół? Przede wszystkim zwróćmy uwagę, że jeśli nie zajdzie żadna większa zmiana, w przypadku akcji inwestor defensywny może liczyć na 3,5% zysku z dywidendy oraz na przeciętną roczną aprecjację rzędu 4%. Później wyjaśnimy, że zasadniczo aprecjacja ta opiera się na corocznym reinwestowaniu przez

spółki odpowiednich kwot zysków, nie przeznaczonych do podziału. Tak więc, jego łączny zysk z akcji wyniesie przed opodatkowaniem średnio około 7,5%, czyli nieco mniej niż oprocentowanie najlepszych obligacji.²³ Przeciętna stopa zwrotu z akcji po opodatkowaniu wyniesie około 5,3%⁵ – mniej więcej tyle samo, ile można uzyskać z dobrych, nie opodatkowanych obligacji średnioterminowych.

Dla akcji, w porównaniu z obligacjami, są to oczekiwania znacznie mniej korzystne niż wynikało z naszej analizy z 1964 roku (wniosek ten wypływa z prostego faktu, że od roku 1964 zyski z obligacji wzrosły znacznie bardziej niż zyski z akcji). Nigdy nie wolno ignorować faktu, że w przypadku dobrych obligacji odsetki, oraz zasadnicza kwota, są znacznie bezpieczniejsze, a tym samym pewniejsze, niż dywidenda i aprecjacja cen akcji. Jesteśmy zatem zmuszeni wysunąć wniosek, że teraz, pod koniec roku 1971, inwestycje w obligacje wydają się znacznie bardziej atrakcyjne niż inwestycje w akcje. Gdybyśmy mieli pewność, że jest to wniosek słuszny, musielibyśmy doradzić defensywnemu inwestorowi, aby wszystkie pieniądze lokował w obligacjach, a żadnych w akcje, o ile obecne relacje rentowności nie zmieniają się wyraźnie na korzyść akcji.

Oczywiście nie ma pewności, że od dzisiaj obligacje będą pracować lepiej niż akcje. Czytelnik od razu pomyśli o czynniku inflacji, który stanowi potężny kontrargument. W następnym rozdziale będziemy przekonywać, że nasze przykre doświadczenia z inflacją w USA nie zachęcają, aby przy obecnej różnicy rentowności wybierać akcje, zamiast obligacji. Zawsze jednak istnieje możliwość – choć uważamy ją za odległą – przyspieszenia wzrostu inflacji, co w taki lub inny sposób zwiększyłoby atrakcyjność akcji, w porównaniu z obligacjami płatnymi w ustalonych, niezmiennych kwotach²⁴. Jest też inna możliwość, którą również uważamy za mało realną, że oto w ciągu kilku najbliższych lat, amerykański biznes stanie się tak rentowny, że nawet bez wzrostu inflacji będzie można prognozować duży wzrost wartości akcji. Istnieje wreszcie możliwość znacznie bardziej prawdopodobna, że będziemy świadkami kolejnego wzrostu spekulacyjnego, czyli nieuzasadnionego wzrostem wartości realnej. Każdy z tych powodów, a być może także inne, których nie wzięli-

śmy pod uwagę, może sprawić, że inwestor pożałuje decyzji o ograniczeniu się do obligacji, choćby nawet były najbardziej rentowne.

Zatem, po tym skrótowym omówieniu najważniejszych warunków, jeszcze raz proponujemy defensywnemu inwestorowi stosowanie polityki kompromisu – zawsze powinien mieć znaczną część środków w obligacjach i równie znaczną w akcjach. Może oczywiście zdecydować się na prosty podział pół na pół lub też wybrać – zależnie od własnej oceny – inną proporcję, w której każdy z instrumentów inwestycyjnych będzie stanowił od 25% do 75% całości portfela. Podejścia inwestycyjne przedstawiamy bliżej w jednym z dalszych rozdziałów.

Ponieważ obecnie, przewidywana ogólna rentowność akcji jest niemal taka sama jak obligacji, inwestor powinien osiągnąć mniej więcej podobne zyski (z uwzględnieniem wzrostu cen akcji), niezależnie od przyjętych proporcji. Jak wcześniej wyliczyliśmy, łączna dochodowość każdego z tych instrumentów powinna wynieść około 7,8% przed opodatkowaniem lub 5,5% dochodu wolnego od podatku (albo uwzględniającego podatek). Rentowność tego rzędu jest wyraźnie wyższa, niż osiągnięta w przeszłości przez typowego, konserwatywnego inwestora z inwestycji długoterminowych. W porównaniu z rentownością na poziomie 14% – a tyle mniej więcej przynosiły akcje w ciągu 20 lat ogólnej hossy po roku 1949 – może nie wydawać się zbyt atrakcyjna. Należy jednak pamiętać, że pomiędzy rokiem 1949 a 1969, ceny akcji z DJIA wzrosły ponad pięciokrotnie, podczas gdy dochody z zysku i dywidendy, mniej więcej się podwoiły. Tak więc, imponujące wyniki rynku w tym okresie, miały swe źródło raczej w zmianie nastawienia inwestorów i spekulantów, niż w rzeczywistych zmianach wartości spółek. W tym też zakresie można tu mówić o „samonakręcaniu się giełdy”.

Omawiając portfel akcji defensywnego inwestora, ograniczaliśmy się do czołowych papierów spośród 30. składających się na indeks DJIA. Uczyniliśmy tak tylko dla wygody i wcale nie oznacza to, że warto kupować wyłącznie te akcje. Istnieje wiele innych spółek, równie dobrych, a nawet lepszych, niż te z listy Dow Jonesa. Należy wymienić zwłaszcza wiele przedsiębiorstw użyteczności publicznej

(które mają swój osobny, reprezentatywny wskaźnik Dow Jonesa)²⁵. Najważniejsze, że obojętnie z jakiego indeksu wybierze akcje defensywny inwestor, jego ogólne wyniki nie będą się znacznie różnić, a ściślej biorąc – ani on sam, ani jego doradcy, nie będą w stanie z pewnością przewidzieć, jakie mogłyby być te różnice. To prawda, że sztuka umiejętnego inwestowania polega głównie na doborze akcji, które osiągną ponadprzeciętne wyniki. Generalnie jednak, z powodów, które przedstawimy w innym miejscu, sceptycznie oceniamy zdolność defensywnych inwestorów do osiągania zysków powyżej średniej – co w gruncie rzeczy oznaczałoby, że mieliby osiągać więcej, niż w rzeczywistości²⁶ (nasz sceptycyzm dotyczy również dużych funduszy zarządzanych przez ekspertów).

Zilustrujmy tę sprawę za pomocą przykładu, który na pierwszy rzut oka może dowodzić czegoś wręcz zgoła przeciwnego. Między grudniem roku 1960 a grudniem roku 1970, wskaźnik DJIA wzrósł z 616 do 839, czyli o 36%. Jednak w tym samym okresie, wskaźnik Standard & Poor's, obejmujący znacznie więcej, bo 500 akcji, wzrósł z 58,11 do 92,15 czyli o 58%. Ta druga grupa akcji okazała się oczywiście lepszym „zakupem” niż pierwsza. Ale kto byłby tak nieroztropny, aby w 1960 roku przewidywać, że coś, co wygląda na przypadkowy zbiór rozmaitych akcji, osiągnie wyniki bezsprzecznie lepsze niż arystokracja „trzydziestu tyranów” Dow Jonesa? Według nas jest to dowód, że rzadko można sformułować wiarygodne prognozy na temat wzrostu cen – czy to absolutnego, czy względnego.

Nie będziemy tu przeproszać za powtarzanie, że inwestor nie może spodziewać się zysków lepszych niż przeciętne, kupując akcje spółek debiutujących na giełdzie albo wszelkiego rodzaju akcje „gorące”, czyli takie, które mają przynieść szybki zysk²⁷. W dalszej perspektywie, niemal na pewno, dojdzie do czegoś odwrotnego. Defensywny inwestor musi ograniczać się do akcji poważnych spółek, mających za sobą wiele lat dochodowej działalności, oraz wykazujących bardzo dobrą kondycję finansową (ich listę potrafi sporządzić każdy kompetentny analityk papierów wartościowych). Inwestorzy agresywni mogą kupować inne rodzaje akcji, ale tylko wtedy, gdy ich atrakcyjność potwierdzona zostanie staranną analizą.

Na zakończenie tej części, omówmy w skrócie trzy dodatkowe koncepcje lub praktyki, które można zalecić defensywnemu inwestorowi. Pierwsza polega na tym, że zamiast tworzyć własny portfel, inwestor kupuje udziały w poważnych funduszach inwestycyjnych. Druga opiera się na wykorzystaniu „zwykłych funduszy powierniczych” lub „funduszy mieszanych”, działających w wielu stanach pod zarządem firm powierniczych i banków. Jeżeli inwestor dysponuje poważniejszymi środkami, może skorzystać z usług jakiejś uznanej firmy doradztwa inwestycyjnego, która zapewni mu profesjonalne, zgodne ze Standard & Poor's, zarządzanie programem inwestycyjnym. Trzecie rozwiązanie to technika „uśredniania ceny nabycia”, polegająca po prostu na inwestowaniu co miesiąc albo co kwartał takiej samej kwoty. Dzięki temu, inwestor kupuje więcej akcji, gdy ceny na rynku są niskie, a mniej, gdy są wysokie, co w efekcie powinno zapewnić mu portfel, w którym przeciętna cena zakupu akcji jest zadowalająca. Metoda ta jest szczególnym przypadkiem ogólniejszego podejścia inwestycyjnego, znanego jako „inwestowanie według przepisu”. Nawiażywaliśmy już do niej, gdy sugerowaliśmy inwestorowi, że może zmieniać udział akcji w swym portfelu inwestycyjnym w przedziale od 25% (minimum – przy maksymalnych cenach akcji) do 75% (maksimum – przy minimalnych cenach akcji). Pomysły te, z punktu widzenia defensywnego inwestora, mogą okazać się przydatne, toteż w dalszych rozdziałach omówimy je szerzej.²⁸

Wyniki, jakich może oczekiwać inwestor agresywny

Oczywiście, nasz przedsiębiorczy nabywca papierów wartościowych, pragnie i oczekuje lepszych wyników, niż jego defensywny – albo pasywny – kolega. Przede wszystkim jednak musi się postarać, aby nie okazały się gorsze. To żadna sztuka wnieść na Wall Street dużo energii, pracy analitycznej czy wrodzonych talentów, i w efekcie osiągnąć straty zamiast zysków. Wtedy te przymioty inwestora, jeśli są niewłaściwie wykorzystane, niczym się nie różnią od wad. Tak więc, dla przedsiębiorczego inwestora, najważniejsze jest jasne usta-

lenie od samego początku, które kierunki działania stwarzają szansę realnego sukcesu, a które nie.

Rozważmy najpierw kilka metod inwestycyjnych, stosowanych najczęściej przez inwestorów i spekulantów, pragnących osiągnąć ponadprzeciętne zyski:

1. TRANSAKCJE W REAKCJI NA SYTUACJĘ GIEŁDOWĄ. Oznacza to zwykle, że inwestor kupuje akcje, gdy rynek zaczyna zwyżkować, a sprzedaje je, gdy zaczyna spadać. Przeważnie wybiera akcje, które „zachowują się” lepiej niż średnia rynkowa. Pewna niewielka liczba profesjonalnych inwestorów często stosuje krótką sprzedaż. Polega to na sprzedaży akcji, których się nie posiada, lecz pożycza, według ustalonego mechanizmu giełdowego. Postępowanie to ma na celu wykorzystanie późniejszego spadku cen tych akcji, gdyż można je wtedy odkupić po cenie niższej, niż zostały sprzedane (jak dowiadujemy się z cytowanego na str. 19 artykułu z Wall Street Journal, czasem nawet „drobni inwestorzy” – precz z tym terminem! – próbują nieumiejętnie grać na krótką sprzedaż).

2. SELEKTYWNOŚĆ KRÓTKOTERMINOWA. Oznacza to kupowanie akcji spółek, które wykazują – lub można się spodziewać, że wykażą – zwiększone zyski. Albo istnieje szansa, że będą zachowywać się w inny korzystny sposób.

3. SELEKTYWNOŚĆ DŁUGOTERMINOWA. W tym wypadku bierze się pod uwagę znakomity dotychczasowy wzrost, który – zgodnie z założeniem – powinien utrzymać się w przyszłości. Czasami „inwestor” wybiera też spółki, których wyniki dotąd nie były imponujące, lecz z jakichś powodów mają ujawnić swój potencjał później (często chodzi tu o przedsiębiorstwa z branż zaawansowanych technologicznie, np. elektronicznej, farmakologicznej lub komputerowej – opracowujących nowe procesy czy produkty, które zapowiadają się szczególnie obiecująco).

Prezentowaliśmy już naszą negatywną opinię w sprawie ogólnych szans na sukces inwestora, podejmującego tego typu działania.

Pierwszej kategorii nie uznaliśmy za inwestowanie, zarówno ze względów teoretycznych, jak i praktycznych. Obrót akcjami nie jest operacją, „która dzięki starannej analizie obiecuje bezpieczeństwo zaangażowanej kwoty oraz zadowalającą rentowność”. Więcej na ten temat w jednym z dalszych rozdziałów²⁹.

Inwestor, starając się dobierać akcje najlepiej rokujące na bliższą lub dalszą przyszłość, napotyka dwa rodzaje przeszkód. Pierwsze dotyczą ludzkiej omyłności, a drugie natury konkurencji, w której bierze udział. Może się mylić co do przyszłości. A nawet jeśli się nie myli, to cena mogła dopasować się do jego oczekiwań już w danej chwili. Jeżeli chodzi o selektywność krótkoterminową, to na Wall Street wyniki firmy za rok bieżący są powszechnie znane, a wyniki przyszłoroczne, w tym zakresie, w jakim da się je przewidywać, również podlegają starannej analizie. Tak więc, zapewne, jeśli inwestor wybiera akcje głównie na podstawie świetnych wyników bieżących albo na podstawie wyników przyszłorocznych, które mają być znakomite, przekona się, że inni zrobili to samo, z tych samych powodów.

Z podobnymi problemami spotyka się, jeśli wybiera akcje z uwagi na perspektywy długoterminowe. Prezentowana na przykładzie linii lotniczych, przedstawiona na str. 18, możliwość popełnienia błędu w prognozach, jest niewątpliwie większa niż wtedy, gdy mamy do czynienia z zyskami krótkoterminowymi. Ponieważ w tego rodzaju przewidywaniach eksperci często popełniają błędy, teoretycznie istnieje szansa, że inwestor odniesie wielkie korzyści, jeśli jego własne przewidywania będą poprawne, a ogólne przewidywania na Wall Street okażą się mylne. Ale to tylko teoria. Bo ilu przedsiębiorczych inwestorów ma dar jasnowidzenia czy prorokowania, który pomoże im pokonać profesjonalnych analityków, w ich ulubionej grze w szacowanie długoterminowych zysków?

To prowadzi do logicznych, choć nieco kłopotliwych wniosków. Aby inwestor miał szanse na wyniki lepsze od przeciętnych, musi stosować politykę rzetelną i obiecującą, niepopularną na Wall Street.

Czy istnieje taka polityka? Z teoretycznego punktu widzenia odpowiedź znów będzie twierdząca. Są powody do przypuszczeń, że będzie twierdząca również w praktyce. Każdy wie, że czasami spekulacyjne ruchy odbiegają zbyt daleko w jednym, czy w drugim kierunku. Dotyczy to ogółu giełdy, ale także poszczególnych akcji. Co więcej, akcje jakiejś spółki mogą być niedowartościowane ze względu na brak zainteresowania lub jakiś panujący powszechnie nieuzasadniony przesąd. Możemy posunąć się dalej i stwierdzić, że zadziwiająco dużą część operacji na akcjach prowadzą ludzie – ogólnie mówiąc – nie znający się na rzeczy. W książce tej wskażemy liczne przykłady rozbieżności między ceną a wartością. Wydaje się zatem, że inteligentny człowiek, z głową do liczb, powinien na Wall Street obłowić się na głupocie innych ludzi. Ale to nie takie proste. Kupowanie lekceważonych, a tym samym niedowartościowanych akcji, w celu osiągnięcia zysku, jest na ogół długotrwałym przedsięwzięciem, które wystawia cierpliwość inwestora na poważną próbę. Natomiast gra na krótką sprzedaż akcjami zbyt popularnymi, i dlatego przewartościowanymi, może okazać się sprawdzianem nie tylko odwagi i wytrwałości, ale także zasobności portfela³⁰. Zasada jest zdrowa, możliwa do skutecznego zastosowania, ale z pewnością nie jest to sztuka łatwa do opanowania.

Istnieje również dość duża liczba „specyficznych sytuacji”, które pozwalają – przy minimalnym ryzyku ogólnym – liczyć na wiele lat przyzwoitych zysków rzędu 20% lub więcej, jeśli tylko inwestor dobrze orientuje się w danej kwestii. Chodzi tu o arbitraż między spółkami giełdowymi, wypłaty z okazji likwidacji spółki albo wprowadzanie różnego rodzaju asekuracji oraz gwarancji. Najbardziej typowym przypadkiem jest projekt fuzji lub przejęcia jednej spółki przez drugą. Wtedy można otrzymać za dane akcje znacznie więcej, niż wynosi ich cena, w dniu ogłoszenia operacji. W ostatnich latach liczba takich transakcji znacznie wzrosła, toteż dla wtajemniczonych był to zapewne okres bardzo dużych zysków. Ale wzrastająca liczba ogłaszanych fuzji powoduje coraz więcej utrudnień stawianych takim operacjom, a zatem, w efekcie, często nie dochodzą one do skutku. Tak więc, te niegdyś pewne transakcje, wielu osobom przy-

niosły straty. Być może również ogólna stopa osiągniętych z nich zysków zmniejszyła się, z powodu zbyt dużej konkurencji³¹.

Malejąca dochodowość tych specyficznych sytuacji wydaje się przejawem pewnego rodzaju autodestruktywnego procesu – związanego z prawem malejących zysków – który ujawnił się po wydaniu tej książki. W 1949 roku mogliśmy przedstawić analizę fluktuacji giełdy z 75 minionych lat. Taka analiza pozwoliła wypracować, oparty na zyskach i bieżących stopach odsetkowych, wzór na ustalenie poziomu cen zakupu akcji z DJIA (poniżej wartości „średniej”), oraz sprzedaży (powyżej tej wartości). Mogliśmy zastosować słynną maksymę Rothschildów: „kupuj tanio, sprzedawaj drogo”³². Ma ona tę zaletę, że odwołuje inwestora od zgubnego, choć powszechnego na Wall Street, powiedzenia, w myśl którego trzeba kupować akcje, ponieważ drożeją, a sprzedawać, ponieważ tanieją. Niestety, po roku 1949, reguła ta przestała się sprawdzać. Drugą ilustrację tego autodestruktywnego procesu stanowi słynna, dotycząca ruchów giełdowych „Teoria Dowa”, która znakomicie sprawdzała się w latach 1897-1933, ale od 1934 jej skuteczność budzi wiele wątpliwości.

I wreszcie trzeci przykład wspaniałych możliwości, które ostatnio przestały istnieć. Spora część naszych operacji na Wall Street polegała na zakupach okazji, które łatwo było zidentyfikować, ponieważ sprzedawano je poniżej wartości aktywów bieżących (kapitału obrotowego), nie licząc środków trwałych oraz innych aktywów, i po potrąceniu wszystkich zobowiązań. Było jasne, że sprzedawano te akcje po cenie niższej od wartości spółki, która przecież była przedsiębiorstwem prywatnym. Żaden właściciel, ani większościowy udziałowiec, nawet nie powinien myśleć o sprzedawaniu własności po tak śmiesznie niskiej cenie. Ale, o dziwo, nietrudno było znaleźć podobne okazje. W 1957 roku opublikowano listę niemal 200 takich akcji, dostępnych na rynku. Wszystkie te okazje były, w ten czy inny sposób zyskowne, i osiągały lepsze średnie wyniki roczne niż większość innych inwestycji. Ale w kolejnym dziesięcioleciu również i one praktycznie zniknęły z giełdy, a wraz z nimi pole do popisu dla przebiegłego i skutecznego inwestora. Jednak, przy niskich cenach

1970 roku, znów pojawiła się wyraźna liczba akcji wycenianych poniżej kapitału obrotowego. I pod koniec roku, mimo znacznej poprawy koniunktury rynkowej, było ich jeszcze na tyle dużo, aby można z nich utworzyć pełnowymiarowy portfel.

W dzisiejszych warunkach przedsiębiorczy inwestor nadal ma szanse na osiągnięcie wyników wyższych niż przeciętne. Ogromna lista zbywalnych papierów wartościowych musi zawierać sporo takich, które według logicznych i godnych zaufania Standard & Poor's, można ocenić jako niedowartościowane. Powinny one przynieść, średnio, bardziej zadowalające zyski niż akcje z DJIA, czy inne reprezentatywne papiery. Jednak, naszym zdaniem, wysiłek wkładany przez inwestora w ich poszukiwanie, opłaca się tylko wtedy, gdy istnieje nadzieja na zwiększenie przeciętnej rocznej stopy zwrotu zawartej w portfelu akcji o około 5% przed opodatkowaniem. Na użytek aktywnego inwestora spróbujemy wypracować kilka metod doboru takich akcji.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 1

Wszystkie ludzkie nieszczęścia biorą się z jednego powodu – z nieumiejętności spokojnego usiedzenia we własnym pokoju.

Blaise Pascal

Jak myślisz, dlaczego maklerzy na parkiecie New York Stock Exchange, niezależnie od sytuacji giełdowej zawsze cieszą się dzwonkiem kończącym sesję? Ponieważ, gdy ty prowadzisz operacje, oni zarabiają pieniądze – niezależnie od tego, czy ty zarabiasz, czy tracisz. Jeśli spekulujesz zamiast inwestować, ograniczasz swoje szanse na zgromadzenie bogactwa.

Nie może być precyzyjniejszej definicji inwestowania niż ta, którą podał Graham: „Operacja inwestycyjna to taka, która dzięki starannej analizie obiecuje bezpieczeństwo oraz zadowalającą rentowność zaangażowanej kwoty. Operacje nie spełniające tych wymogów są spekulacjami”.³³ Zwróćmy uwagę, że według Grahama, na inwestowanie składają się trzy równie ważne czynniki:

- zanim kupisz akcje, musisz starannie przeanalizować firmę i zbadać solidność prowadzonej przez nią działalności,
- musisz świadomie zabezpieczać się przed poważnymi stratami,
- musisz starać się o uzyskiwanie „zadowalających” a nie nadzwyczajnych wyników.

Inwestor kalkuluje wartość akcji na podstawie prowadzonej przez spółkę działalności gospodarczej. Natomiast spekulant zakłada, że cena akcji pójdzie w górę, bo ktoś inny będzie chciał za nie więcej zapłacić. Jak kiedyś stwierdził Graham, inwestor ocenia cenę rynkową „zgodnie z ustalonymi standardami bezpieczeństwa i wyceny”, a spekulant „opiera swoje standardy wartości na cenie rynkowej”.³⁴ Spekulant traktuje bezustanny napływ notowań jak tlen – umiera,

jeśli jest go pozbawiony. Dla inwestora, jak twierdzi Graham, „notowania” liczą się mniej. Graham nalega, aby inwestować w akcje tylko wtedy, jeśli czujesz się w ich posiadaniu dobrze, nawet gdy nie znasz ich bieżącej ceny.³⁵

Spekulacje giełdowe, podobnie jak gra w kasynie albo na wyścigach konnych, bywają ekscytujące i mogą przynosić dochody (jeśli akurat dopisze ci szczęście). Ale jest to najgorszy ze sposobów gromadzenia bogactwa, ponieważ na Wall Street – jak w Las Vegas albo na wyścigach konnych – szanse są tak skalkulowane, że w ostatecznym rezultacie gracz zawsze przegrywa.

Z kolei inwestowanie, to specyficzny rodzaj kasyna, w którym nie możesz przegrać, póki grasz zgodnie z regułami, działającymi na twoją korzyść. Ludzie, którzy inwestują, zarabiają pieniądze dla siebie. Ludzie, którzy spekulują, zarabiają pieniądze dla maklerów. I właśnie dlatego, Wall Street od zawsze lekceważy cnotę cierpliwości, a nagłaśnia atrakcyjność spekulacji.

Niebezpieczeństwo wysokiego tempa

Graham ostrzega, że mieszanie spekulacji z inwestowaniem jest błędem. W latach 90., ten błąd doprowadził do masowej zagłady. Wydawało się, że niemal wszyscy stracili cierpliwość w jednej chwili, Ameryka stała się krajem spekulantów, zamieszkałym przez graczy, którzy skaczą z akcji na akcje niczym koniki polne w sierpniu na łące.

Ludzie uwierzyli, że technika inwestycyjna jest skuteczna, jeśli po prostu „działa”. Chwalili się, że mają rację, gdy udawało im się osiągać ponadprzeciętne wyniki, niezależnie od niebezpieczeństwa lub głupoty zastosowanej taktyki. Ale inteligentnego inwestora nie interesuje chwilowe postawienie na swoim. Aby osiągać długoterminowe cele finansowe, trzeba mieć rację stabilną i długotrwałą. Modne w latach 90. techniki – inwestowanie jednoseryjne, ignorowanie dywersyfikacji, rzucanie się na modne fundusze, chwytanie się „systemów” doboru akcji – sprawiały wrażenie skutecznych.

Ale na dłuższą metę nie miały szansy przetrwać, ponieważ nie spełniały trzech przedstawianych przez Grahama kryteriów inwestowania.

Aby lepiej zrozumieć, dlaczego wysokie zyski niczego nie dowodzą, wyobraź sobie dwa miejsca oddalone od siebie o 180 kilometrów. Jeśli będę przestrzegał ograniczenia prędkości do 90 km/h, pokonam ten dystans w dwie godziny. Ale jeśli będę jechał 180 km/h, dojadę z miejsca na miejsce w godzinę. Jeżeli uda mi się nie zabić, to czy „postąpiłem słusznie”? Czy ty powinienesz też tak spróbować, ponieważ ja ci mówię, że to „działa”? Modne sztuczki pozwalające wygrywać na giełdzie działają podobnie – gdy dopisze ci szczęście, sprawdzają się na krótką metę. Ale na dłuższą stanowią śmiertelne niebezpieczeństwo.

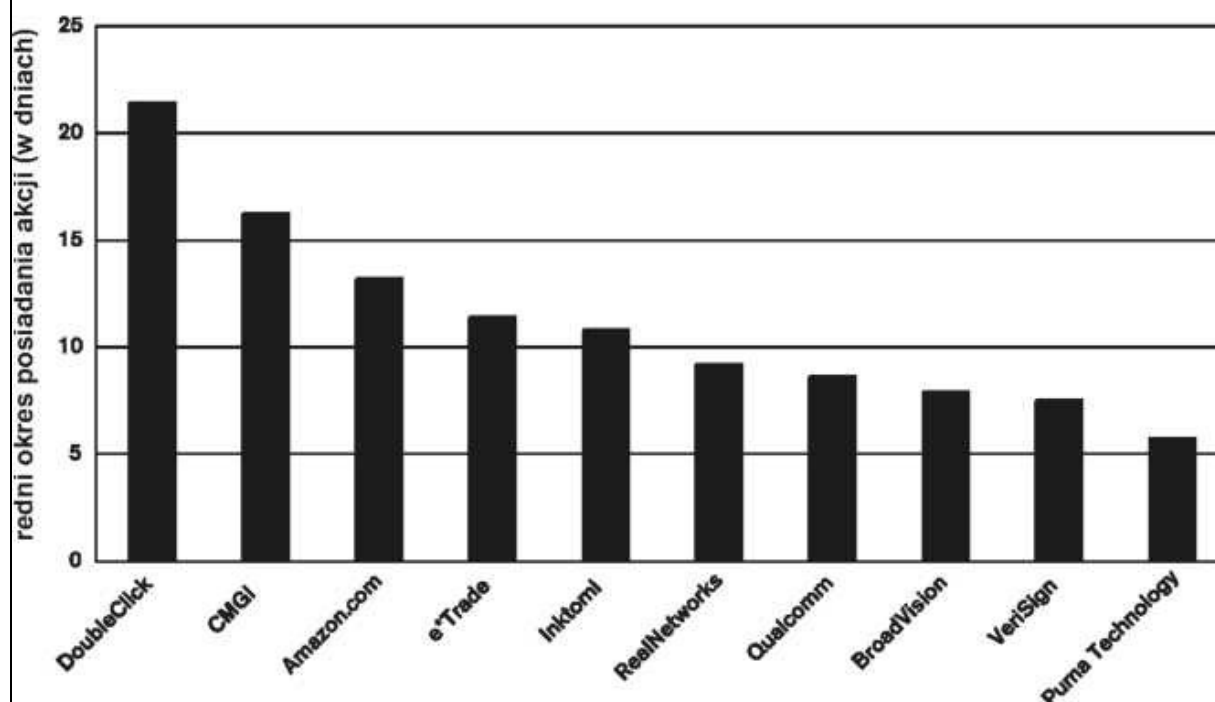
W 1973 roku, gdy Graham po raz ostatni poprawiał Inteligentnego inwestora, średnia roczna stopa obrotu na NYSE wynosiła 20%, co oznacza, że zanim przeciętny udziałowiec sprzedał akcje, trzymał je przez pięć lat. W 2002 roku, wskaźnik ten osiągnął 105%, czyli okres przetrzymywania akcji skurczył się do 11,4 miesiąca. W 1973 roku, przeciętny fundusz powierniczy trzymał akcje przez prawie trzy lata. W 2002 roku, okres ten skurczył się do 10,9 miesiąca. Zupełnie jakby menedżerowie portfela trzymali akcje tylko tak długo, aby zorientować się, że niepotrzebnie je kupili, a potem sprzedawali je i zaczynali od początku.

Nawet najbardziej szacowne firmy zarządzające pieniędzmi, dały się ponieść emocjom. W 1995 roku, Jeffrey Vinik, menedżer Fidelity Magellan (wówczas największego na świecie funduszu powierniczego), 42,5% swoich aktywów ulokował w akcjach spółek zaawansowanej technologii. Twierdził, że większość jego udziałowców „zainwestowała w fundusz, licząc na realizację celów w perspektywie wielu lat [...]”. Wydaje mi się, że stawiają sobie ten sam cel co ja, i że tak samo jak ja wierzą, że najlepsze jest podejście perspektywiczne”. Ale pół roku po napisaniu tych słów, sprzedał prawie wszystkie akcje spółek technologicznych, w osiem miesięcy pozbywając się walerów o wartości 19 mld dolarów. To tyle na temat „podejścia perspektywicznego”! A w 1999 roku, dyskontowy oddział maklerski Fidelity, zgodnie z nowym sloganem „liczy się każda sekunda”, za-

chęcał klientów do prowadzenia transakcji z każdego miejsca i w każdym czasie za pomocą palmtopów.

Na giełdzie NASDAQ, jak pokazuje wykres 1.1., obroty osiągnęły szalone tempo.³⁶

Ilustracja 1.1. Szybkie akcje



Na przykład w 1999 roku, akcje Puma Technology zmieniały właściciela średnio co 5,7 dnia. Wbrew szumnemu motto NASDAQ „giełda na najbliższych sto lat”, wielu jej klientów ma kłopoty z utrzymaniem akcji przez 100 dni.

Wideo gry finansowe

Operacje online na Wall Street, sprawiają wrażenie znakomitej metody robienia pieniędzy. Internetowy oddział szacownej Morgan Stanley, Discover Brokerage, emituje reklamę, w której kierowca wielkiej ciężarówki zabiera jadącego autostopem mężczyznę wyglądającego na dobrze prosperującego dyrektora. Na widok zdjęcia bungalowu w tropikach, przyklejonego do deski rozdzielczej, dyrek-

tor pyta: „Z wakacji?” A kierowca na to: „Prawdę mówiąc, to mój dom”. Facet w garniturze, zdziwiony, mówi: „Wygląda to tak, jakby cała wyspa należała do pana”. Kierowca z odrobiną satysfakcji w głosie: „Formalnie jest to cały kraj”.

Propaganda potrafi posunąć się nawet dalej. Inwestowanie online nie wymaga ani pracy, ani myślenia. Telewizyjna reklama Ameritrade, internetowego biura maklerskiego, pokazuje dwie gospodynie domowe, które wracają z joggingu. Jedna z nich włącza komputer, klika myszką i oznajmia: „Chyba właśnie zarobiłam 1700 dolarów!”. W telewizyjnej reklamówce firmy maklerskiej Waterhouse, ktoś zadaje pytanie trenerowi koszykówki Philowi Jacksonowi: „Zna się pan trochę na inwestowaniu?” A on odpowiada: „Zaraz się poznam”. (Ile meczów wygrałyby w NBA drużyny Jacksona, gdyby stosował taką filozofię na boisku? Trudno liczyć, że mistrzostwo zdobędzie ktoś, kto na pytanie, czy zna drużynę przeciwnika, odpowiada: „Zaraz ją poznam.”).

W 1999 roku, operacje giełdowe online, prowadziło co najmniej sześć milionów ludzi, z których jedna dziesiąta celowała w transakcjach jednoseesyjnych, kupując i sprzedając za pośrednictwem Internetu z prędkością światła. Od gwiazdy showbiznesu Barbry Streisand po Nicholasa Bribasa, dwudziestopięcioletniego kelnera z nowojorskiej Queens, wszyscy zonglowali akcjami jak rozżarzonymi węgielkami. „Zanim jeszcze zainwestowałem na dłuższy termin” – drwił Bribas – „skapowałem, że to głupota”. Obecnie Bribas obraca akcjami 10 razy dziennie i zamierza w tym roku zarobić 100 000 dolarów: „Nie znoszę czerwonych pozycji w moim zestawieniu zysków i strat”. W wywiadzie dla Fortune Streisand żartowała: „Jestem spod znaku byka, więc reaguję na czerwień. Gdy widzę ten kolor, szybko sprzedaję akcje.”³⁷

Dane giełdowe trafiły do barów, salonów fryzjerskich, bufetów, kuchni, taksówek i zajazdów ciężarówek, a witryny i telewizje finansowe zamieniły giełdę w ogólnokrajową grę wideo. Społeczeństwo czuje się bardziej niż dawniej doinformowane w kwestiach giełdowych. Niestety, do ludzi docierają dane, ale nie wiedza. Akcje są rozpatrywane w kompletnym oderwaniu od spółek, które je wy-

emitowały, stały się czystą abstrakcją, oznaczeniem wyświetlanym na telewizyjnym albo komputerowym ekranie. Oznaczenia się zmieniają i to wszystko.

20 grudnia 1999 roku, Juno Online Services wprowadził w życie bezprecedensowy plan biznesowy. Chodziło o to, aby celowo stracić tak dużo pieniędzy, jak się da. Juno ogłosił, że od teraz wszystkie usługi oferuje za darmo – konta e-mailowe, dostęp do Internetu – i że w najbliższym roku wyda na reklamę miliony dolarów. Po tym biznesowym harakiri, w przeciągu dwóch dni, akcje Juno skoczyły z 16,375 na 66,75 dolara.³⁸

Po co zawracać sobie głowę dowiadywaniem się, czy działalność jest dochodowa, jakie firma wytwarza produkty lub usługi, kto zasiada w zarządzie, a nawet, jaka jest nazwa firmy? Wystarczy znać skrócone oznaczenie:

CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN.³⁹ W ten sposób można kupić je jeszcze szybciej, nie tracąc dwóch nudnych sekund na wpisywanie ich do wyszukiwarki internetowej. Po koniec 1998 roku, akcje małej, rzadko kupowanej i sprzedawanej spółki Temco Services, w ciągu kilku minut prawie potroiły swoją cenę, osiągając przy tym rekordowe obroty. Dlaczego? Tysiące inwestorów ogarniętych dziwną dysleksją pomyliło symbol TMCO z TMCS, Ticketmaster Online, internetowym ulubieńcem, którego akcje tego dnia po raz pierwszy pojawiły się w publicznym obrocie.⁴⁰

Oskar Wilde cynicznie żartował, że „ludzie znają dziś cenę wszystkiego, nie znając wartości niczego”. W myśl tej koncepcji, giełda zawsze jest cyniczna, ale pod koniec lat 90. nawet Oskar Wilde byłby zszokowany. Jedna wypowiedziana mimochodem uwaga mogła podwoić cenę akcji spółki, nawet jeśli jej wartość pozostawała całkowicie niesprawdzona. Pod koniec 1998 roku, Henry Blodget, analityk z CIBC Oppenheimer, ostrzegał, że „w przypadku wszystkich spółek internetowych wycena jest raczej sztuką niż nauką”. Potem, twierdząc, że w przyszłości jedyną ewentualnością jest wzrost, zasugerował, że ceny Amazon.com skoczą z 150 do 400 dolarów na raz. Tego dnia akcje Amazon.com wzrosły o 19% i - mimo protestów Blodgeta, że jego prognoza dotyczyła jednego roku – przez trzy ty-

godnie przekroczyły 400 dolarów. Rok później, Walter Piecyk, analityk z PaineWebber, prognozował, że w ciągu 12 miesięcy akcje Qualcomm osiągną cenę 1000 dolarów. Tego dnia, akcje podrożały o 31% do poziomu 659 dolarów, a do końca roku osiągnęły całkowicie 1,842% zysku.

Przepis na porażkę

Ale handlowanie, jakbyś siedział na rozżarzonych węglach, to nie jedyna forma spekulacji. W minionym dziesięcioleciu propagowano, popularyzowano, a potem odstawiano na bok niejedną metodę spekulacyjną. Wszystkie miały kilka cech wspólnych – łatwa, szybka i bezbolesna – i wszystkie łamały przynajmniej jedną podawaną przez Grahama zasadę odróżniającą inwestycje od spekulacji. Oto kilka modnych metod, które odeszły do lamusa:

- Gotówka w kalendarzu. Artykuły naukowe i popularne książki publikowane w latach osiemdziesiątych, szeroko promowały „efekt styczniowy”, czyli skłonność akcji małych spółek do generowania znacznych zysków na przełomie roku. Badania te wykazywały, że jeśli w drugiej połowie grudnia zainwestujesz w akcje małych spółek i przetrzymasz je do stycznia, osiągniesz 5 do 10 punktów zysku powyżej średniej giełdowej. To budziło zdziwienie wielu ekspertów. Bo skoro sprawa jest tak prosta, to każdy może spróbować, a jak tłumy zaczną korzystać z okazji, okazja zniknie.

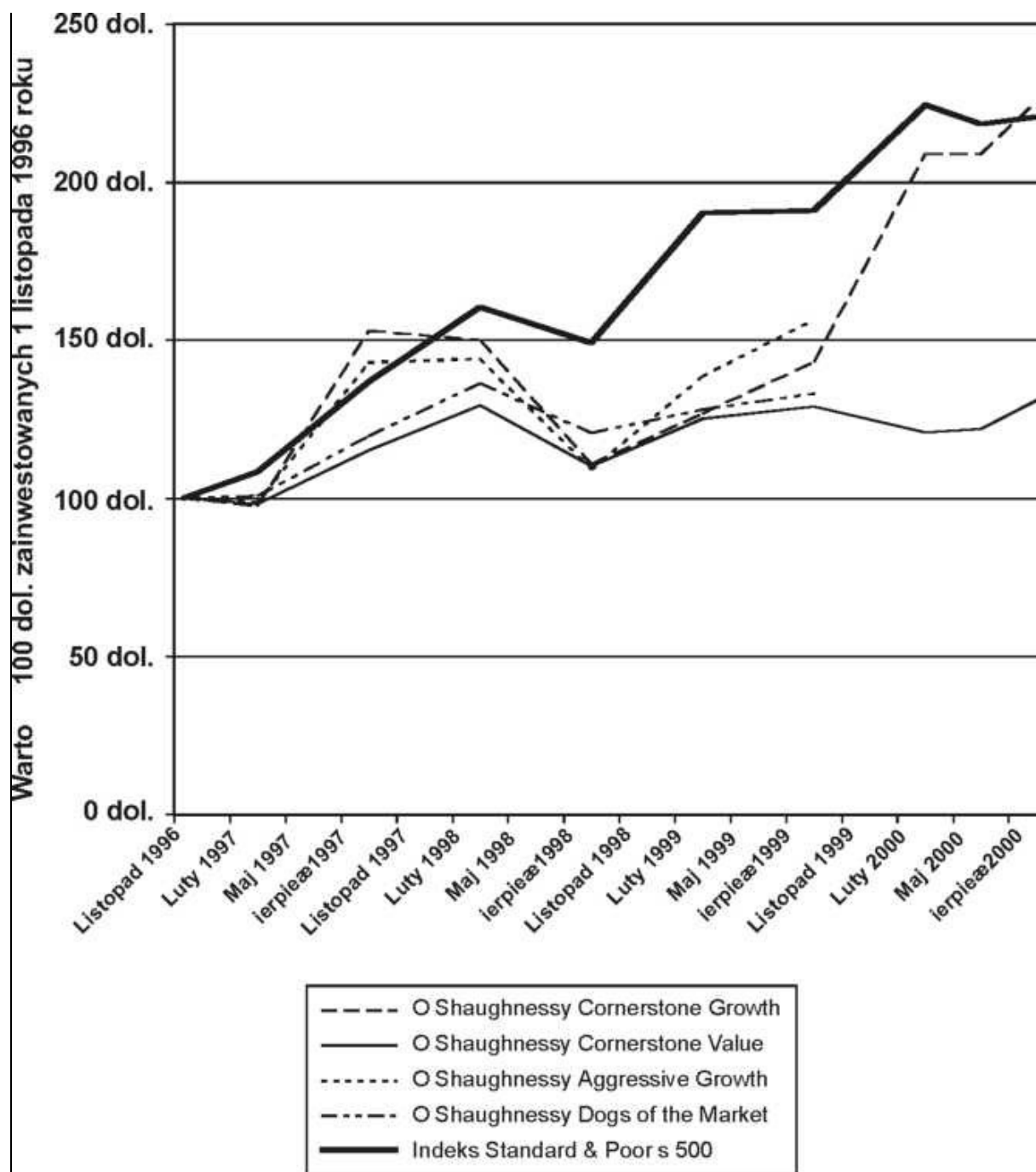
Co powodowało styczniowy skok? Po pierwsze, pod koniec roku wielu inwestorów sprzedawało słabe akcje, aby wykazać straty i obniżyć swoje podatki. Po drugie, gdy rok zbliżał się do końca, profesjonalni menedżerowie finansowi stawali się bardziej ostrożni, chcąc utrzymać swoje dobre wyniki (albo zminimalizować złe). Dlatego niechętnie kupowali (a nawet trzymali) taniejące akcje. A jeśli taniejące akcje należą do małej i nieznanej spółki, to menedżerowie tym bardziej nie chcą wykazywać ich pod koniec roku na liście posiadanych waleorów. Dzięki tym wszystkim czynnikom, akcje drobnych spółek stawały się chwilową okazją. Gdy w styczniu wyprzedaż mo-

tywowana ograniczeniem podatków spadała, ceny rosły z powrotem i generowały szybki i znaczny zysk.

Efekt stycznia nie znikł całkowicie, ale wyraźnie osłabł. Według profesora Williama Schwerta z University of Rochester, jeśli pod koniec grudnia kupowałeś akcje drobnych spółek i sprzedawałeś je na początku stycznia, to w latach 1962-1979 mogłeś osiągnąć zyski o 8,5 punktu procentowego wyższe od średniej giełdowej, w latach 1980-1989 o 4,4 punktu, a w latach 1990-2000 o 5,8 punktu.⁴¹

Im więcej ludzi dowiadywało się o „efekcie stycznia”, tym więcej inwestorów kupowało w grudniu akcje drobnych spółek i tym mniejsze zyski przynosiła taka okazja. Poza tym, efekt stycznia najbardziej ujawnia się wśród najmniejszych spółek, a według Plexus Group, autorytetu w dziedzinie prowizji maklerskich, koszty kupna i sprzedaży ich akcji mogą sięgnąć 8% całej inwestycji.⁴² Niestety, po opłaceniu firmy maklerskiej, zyski z efektu stycznia znacznie topnieją.

Ilustracja 1.2. Jak to kiedyś by¶o na Wall Street...



- Rób to, „co działa”. W 1996 roku, mało znany menedżer finansowy James O'Shaughnessy, opublikował książkę *What Works on Wall Street* (Co działa na Wall Street). Przekonywał w niej, że inwestorzy mogą „wznieść się wysoko ponad średnią giełdową”. Wysunął zdumiewające twierdzenie: od 1954 roku do 1994 roku, można było

uzyskać 8 074 504 dolarów z 10 000, ponad dziesięciokrotnie przekraczając średnią giełdową i osiągając roczną rentowność na poziomie 18,2%. W jaki sposób? Kupując koszyk 50 akcji o najwyższej rocznej rentowności spółek, które przez pięć lat powiększały swoje zyski, a cena ich akcji jest mniej niż 1,5 razy wyższa od dochodów.⁴³ Niczym Edison z Wall Street, O'Shaughnessy uzyskał patent (nr 5 978 778) na swój „automatyczną strategię” i założył cztery fundusze powiernicze, działające w oparciu o jego odkrycia. Do końca 1999 roku, fundusze te wyciągnęły od ludzi ponad 175 mln, a w dorocznym liście do udziałowców O'Shaughnessy napisał szumnie: „Jak zwykle mam nadzieję, że wspólnie trzymając się obranego kursu i trwając przy sprawdzonych strategiach inwestycyjnych, osiągniemy nasze długoterminowe cele”.

Ale to „co działa na Wall Street”, przestało działać, gdy zostało upublicznione. Jak pokazuje wykres na poprzedniej stronie, dwa z jego funduszy radziły sobie tak źle, że na początku 2000 roku musiały zaprzestać działalności, a średnia giełdowa (według indeksu S&P 500) przewyższała każdy z funduszy O'Shaughnessy'ego niemal non stop, przez cztery lata.

W czerwcu 2000 roku, O'Shaughnessy przybliżył się do swego „długoterminowego celu”, oddał fundusze nowemu menedżerowi i zostawił swoich klientów, aby sami bronili się przed „sprawdzonymi strategiami inwestycyjnymi”.⁴⁴ Udziałowcy byliby być może mniej rozwścieczeni, gdyby precyzyjniej zatytułował swoją książkę, na przykład „Co działało na Wall Street... zanim napisałem tę książkę”.

• Podążaj za „The Foolish Four”. W połowie lat 90., witryna Motley Fool (i kilka książek), nagłośniły technikę o nazwie „The Foolish Four”. Według Motley Fool, dzięki niej można „przeskoczyć średnią giełdową z ostatnich 25 lat” i „pobić fundusze inwestycyjne”, jeśli tylko poświęci się na planowanie inwestycji „15 minut rocznie”. A co najważniejsze, z techniką tą wiąże się „minimalne ryzyko”. Wystarczy:

1. Wybrać z indeksu Dow Jones Industrial Average pięć akcji o najniższych cenach i najwyższych dywidendach.
2. Odrzucić tę, która jest najtańsza.
3. 40% kapitału zainwestować w akcje, których cena jest druga od końca.
4. W akcje trzech pozostałych spółek zainwestować po 20%.
5. Po upływie roku wybrać akcje z DJIA w ten sam sposób i odświeżyć swój portfel zgodnie z punktami 1-4.
6. Powtarzać tę czynność aż do osiągnięcia bogactwa.

Motley Fool twierdziła, że w okresie 25 lat ta technika będzie wyprzedzać średnią giełdową o 10,1 punktu procentowego rocznie. Przekonywała, że stosując technikę „The Foolish Four” po 20 latach z 20 000 dolarów będzie można uzyskać 1 791 000 dolarów (witryna ta twierdziła także, że można zarobić jeszcze więcej, jeśli wybierze się pięć akcji z DJIA, z najwyższym stosunkiem dywidendy do pierwiastka kwadratowego ceny giełdowej, i odrzuci te z najwyższym wynikiem a kupi cztery pozostałe).

Zastanówmy się, czy taka „strategia” pasuje do definicji inwestycji według Grahama.

- Jaka „wnikliwa analiza” uzasadnia odrzucenie akcji o najbardziej atrakcyjnej cenie oraz dywidendzie i zatrzymanie czterech, które mają te wartości gorsze?

- Jak można mówić o „minimalnym ryzyku” inwestując 40% kapitału w akcje jednej spółki?

- W jaki sposób portfel złożony z akcji tylko czterech spółek, może być wystarczająco zdywersyfikowany, aby zapewnić zabezpieczenie?

Krótko mówiąc „The Foolish Four”, to jedna z bardziej idiotycznych metod doboru akcji, jakie kiedykolwiek wymyślono. Motley Fool popełniła ten sam błąd co O'Shaughnessy, bo gdy człowiek wystarczająco długo przegląda ogromne ilości danych, to zaczyna dostrzegać

w nich wiele prawidłowości, choćby przypadkowych. Firmy, których akcje radzą sobie lepiej niż średnia giełdowa, mogą mieć wiele wspólnego czystym przypadkiem. Ale za pomocą odkrytych w ten sposób prawidłowości, nie da się przewidzieć przyszłych zysków.

Żadna, z metod odkrywanych przez Motley Fool, przy takich fan-farach – odrzucanie akcji z najlepszym wynikiem, inwestowanie dwukrotnie więcej w akcję drugą od końca albo dzielenie dywidendy przez pierwiastek kwadratowy ceny – nie jest w stanie określić zachowania akcji w przyszłości. Magazyn Money ustalił, że portfel złożony z akcji spółek, w których nazwach nie powtarzają się litery, osiąga wyniki co najmniej tak samo dobre, jak portfel dobierany metodą „The Foolish Four”. I to z tego samego powodu – czystym przypadkiem.⁴⁵ Graham stale nam przypomina, że w przyszłości akcje będą sobie radzić dobrze albo źle, ponieważ spółki, do których należą, będą prowadzić działalność dobrze albo źle. I nic poza tym.

Oczywiście „The Foolish Four” zamiast przesłakiwać średnią giełdową, naciągnęło tysiące ludzi, którzy dali się nabrać na tę formę inwestowania. W samym roku 2000, „cztery fool” – Caterpillar, Eastman Kodak, SBC i General Motors – straciły 14%, a indeks Dow Jones spadł o tylko 4,7%.

Jak pokazują powyższe przykłady, podczas bessy na Wall Street jednej rzeczy nigdy nie zabraknie – głupich pomysłów. Każda z tych tak zwanych metod inwestycyjnych, ustępuje pola Prawu Grahama. Wszystkie mechaniczne przepisy na osiągnięcie lepszych wyników, to, „zgodnie z prawem topniejących zysków rodzaj autodestrukcji”. Nadzieje na zysk znikają z dwóch powodów. Jeśli metoda opiera się na przypadkowych statystykach (jak „cztery fool”), wystarczy upływ czasu, aby wykazać, że od początku nie miała sensu. Z kolei, jeśli jakaś metoda naprawdę sprawdzała się w przeszłości, to opublikowanie jej i upowszechnienie musi w przyszłości wyeliminować jej skuteczność.

Wszystko to potwierdza ostrzeżenie Grahama, że spekulacje trzeba traktować tak, jak weteran gier hazardowych traktuje swoje wypadki do kasyna:

- Nigdy nie wolno się łudzić, że inwestujesz, gdy spekulujesz.

- Od momentu, gdy zaczynasz traktować spekulowanie poważnie, staje się ono śmiertelnie niebezpieczne.
- Trzeba narzucać stanowcze ograniczenia na sumy, które możesz postawić.

Tak jak rozsądny hazardzista zabiera do kasyna, powiedzmy, 100 dolarów, a resztę zostawia w sejfie, tak inteligentny inwestor drobną część kapitału przeznaczają na „rachunek szaleństw”. Dla większości z nas 10% to absolutne maksimum, jakie można wystawić na ryzyko spekulacyjne. Nigdy nie łącz pieniędzy z kont spekulacyjnych z pieniędzmi na kontach inwestycyjnych. Nigdy nie pozwalaj, aby myślenie spekulacyjne wpływało na twoje myślenie inwestycyjne. I nigdy, niezależnie od tego, co się dzieje, nie wpłacaj na „rachunek szaleństw” więcej niż 10% swoich pieniędzy.

Instynkt gracza stanowi nieodłączną cechę ludzkiej natury, więc większość ludzi na próżno próbuje go tłumić. Trzeba jednak narzucić mu ramy. To najlepszy sposób, aby nigdy nie mieszać spekulacji z inwestycjami.

ROZDZIAŁ 2

Inwestor a inflacja

W ostatnich latach wiele uwagi pochłaniała inflacja i sposoby jej zwalczania. Spadek siły nabywczej dolara, a zwłaszcza obawa (albo nadzieja spekulantów), że w przyszłości będzie ona ciągle maleć, poważnie wpłynęły na sposób myślenia na Wall Street. Jest bowiem jasne, że gdy rosną koszty utrzymania, muszą ucierpieć na tym osoby o dochodach nominalnie stałych. Również stała, nominalnie zainwestowana kwota, traci na wartości. Posiadacze akcji mogą natomiast liczyć na to, że osłabienie siły nabywczej dolara, zostanie wyrównane przez dywidendy i wzrost cen akcji.

Na podstawie tych bezspornych faktów, wielu ekspertów finansowych doszło do wniosku, że obligacje są w zasadzie niemiłe widzianą formą inwestycji, a w konsekwencji, akcje z natury rzeczy, są bardziej pożądanymi instrumentami inwestycyjnymi. Słyszeliśmy na przykład, że pewnym instytucjom charytatywnym doradzano budowanie portfeli inwestycyjnych wyłącznie na bazie akcji⁴⁶. To całkowite odwrócenie sytuacji z przeszłości, kiedy to instytucje powiernicze, zgodnie z prawem, musiały ograniczać swoje inwestycje do najlepszych obligacji (i paru akcji uprzywilejowanych).

Nasi czytelnicy mają z pewnością dość inteligencji, aby zauważyć, że nawet wysokiej jakości akcje, nie mogą być lepszym zakupem inwestycyjnym niż obligacje, niezależnie od sytuacji - to znaczy bez względu na to, jak wysokie są ceny giełdowe, i jak niski jest bieżący zysk z dywidendy w porównaniu z zyskownością obligacji. Takie stwierdzenie byłoby równie absurdalne, jak często słyszane przed laty, że każda obligacja jest bezpieczniejsza niż akcja. W rozdziale

tym, spróbujemy rozpatrzyć różne miary czynnika inflacji, aby ustalić zakres, od którego inteligentny inwestor może uzależniać swe oczekiwania od wzrostu poziomu cen w przyszłości.

W tym przypadku, podobnie jak w wielu innych kwestiach finansowych, politykę postępowania w przyszłości, musimy oprzeć na doświadczeniach z przeszłości. Czy dla naszego kraju inflacja jest czymś nowym, zwłaszcza w tak poważnej formie, jaką przybrała po roku 1965? Gdybyśmy mieli doświadczenia z inflacją porównywalną (lub większą), to jakie moglibyśmy wyciągnąć wnioski na temat zachowań w warunkach tej dzisiejszej? Zaczniemy od Tabeli 2.1., skondensowanego historycznego zestawienia, zawierającego wiele informacji na temat zmian ogólnego poziomu cen oraz towarzyszących im zmian zysków i wartości rynkowej akcji. Na początek wartości z 1915 roku – tabela obejmuje 55 lat w pięcioletnich odstępach (zamiast danych za rok 1945 podaliśmy dane za rok 1946, aby ominąć ostatni rok wojennej kontroli cen).

Od razu dostrzegamy, że inflację – i to dużą – już w przeszłości mieliśmy. Największa przypada na lata 1915-1920, kiedy koszty życia niemal się podwoiły. Rzuca to pewne światło na wzrost cen w latach 1965-1970, który wyniósł 15%. Między tymi dwoma pięcioletnimi mieliśmy trzy okresy spadku cen oraz sześć, w których rosły one w różnym tempie, czasem zupełnie niewielkim. Na podstawie tej tabeli, inwestor z całą pewnością ma prawo dopuścić możliwość utrzymywania lub powrotu inflacji.

Tabela 2.1. Ogólny poziom cen, zyski z akcji i ceny akcji w pięcioletnich okresach 1915-1970

Rok	Poziom cena		Indeks akcji S&P 500b		Procentowa zmiana w stosunku do poprzedniego poziomu			
	hurto- wych	konsu- menc- kich	zyski	cena	ceny hur- towe (%)	ceny konsu- menckie (%)	zyski z akcji (%)	ceny ak- cji (%)
1915	38,0	35,4		8,31				
1920	84,5	69,8		7,98	+ 96,0	+ 96,8		- 4,0
1925	56,6	61,1	1,24	11,15	- 33,4	- 12,4		+ 41,5
1930	47,3	58,2	0,97	21,63	- 16,5	- 4,7	- 21,9%	+ 88,0

1935	43,8	47,8	0,76	15,47	- 7,4	- 18,0	- 21,6	- 26,0
1940	43,0	48,8	1,05	11,02	- 0,2	+ 2,1	+ 33,1	- 28,8
1946C	66,1	68,0	1,06	17,08	+ 53,7	+ 40,0	+ 1,0	+ 55,0
1950	86,8	83,8	2,84	18,40	+ 31,5	+ 23,1	+ 168,0	+ 21,4
1955	97,2	93,3	3,62	40,49	+ 6,2	+ 11,4	+ 27,4	+ 121,0
1960	100,7	103,1	3,27	55,85	+ 9,2	+ 10,5	- 9,7	+ 38,0
1965	102,5	109,9	5,19	88,17	+ 1,8	+ 6,6	+ 58,8	+ 57,0
1970	117,5	134,0	5,36	92,15	+ 14,6	+ 21,9	+ 3,3	+ 4,4

a Średnie roczne. Poziom cen z 1957 w tabeli = 100. Według nowej podstawy 1967 = 100, średnia z 1970 wynosi 116,3% cen konsumenckich i 110,4% hurtowych ceny akcji z indeksu.

b średnia z 1941-1943 = 10.

c 1946 fl w celu uniknięcia kontroli cen.

Czy da się coś powiedzieć na temat prawdopodobnego tempa inflacji? Tabela nie podsuwa żadnej gotowej odpowiedzi w tej kwestii – pokazuje tylko różne ewentualności. Warto jednak poszukać wskaźników, w dość spójnych danych z ostatnich 20 lat. Przeciętny roczny wzrost poziomu cen detalicznych wyniósł w tym okresie 2,5%, w pięcioleciu 1965-1970 średnio 4,5%, a w samym 1970 roku 5,4%. Oficjalna polityka rządu stanowczo przeciwdziałała wysokiej inflacji, i istnieją powody by przypuszczać, że w przyszłości polityka Komisji Rezerw Federalnych, będzie pod tym względem skuteczniejsza niż w ostatnich latach⁴⁷. Naszym zdaniem, inwestor może przyjąć obecnie za podstawę analiz i decyzji prawdopodobną (choć dalece niepewną), stopę przyszłej inflacji na poziomie 3% rocznie. Dla porównania, średnia roczna stopa inflacji za cały okres 1915-1970 wyniosła 2¹/₂%.¹

Jakie byłyby konsekwencje takiego wzrostu cen? Z powodu wyższych kosztów utrzymania, pochłaniałyby około połowę dochodu, możliwego dziś do uzyskania z dobrych średnioterminowych, nie opodatkowanych obligacji (albo zakładanego przez nas opodatkowanego dochodu z najlepszych obligacji spółek). Byłby to uszczerbek poważny, ale nie ma co przesadzać. Nie oznaczałby jeszcze, że realna wartość, czyli siła nabywcza majątku inwestora, z upływem lat musiałaby spadać. Wydając połowę z dochodu odsetkowego po opo-

datkowaniu, utrzymywałby siłę nabywczą nietkniętą – nawet przy rocznej inflacji równej 3%.

Oczywiście nasuwa się pytanie: czy inwestor może mieć pewność, że postąpi lepiej, jeśli kupi i przetrzyma inne papiery niż pierwszorzędne obligacje, mimo ich niespotykanej stopy rentowności w latach 1970-1971? Czy nie należałoby raczej realizować programu inwestycyjnego, opartego wyłącznie na akcjach, zamiast budować portfel częściowo z akcji, częściowo z obligacji? Czy zabezpieczenie przed inflacją, nie jest nieodłącznym elementem inwestycji w akcje, i czy nie jest prawie pewne, że z upływem lat ich rentowność okaże się wyższa niż obligacji? Czy, zatem, w całym analizowanym przez nas okresie 55 lat, akcje nie rozpieszczały inwestora bardziej niż obligacje?

Odpowiedź na te pytania jest trochę skomplikowana. Kiedyś, na dłuższą metę, akcje rzeczywiście osiągały lepsze wyniki niż obligacje. Wzrost wskaźnika DJIA, od średnio 77 w roku 1915, do średnio 753 w roku 1970, oznacza roczną stopę wzrostu cen akcji bliską 4%, do czego można dodać kolejne 4% przeciętnego zysku z dywidendy (odpowiednie liczby dla akcji składających się na indeks Standard & Poor's, są niemal takie same). Łączny wynik, w wysokości 8% rocznie, jest oczywiście znacznie lepszy niż rentowność obligacji w tym samym okresie 55 lat. Nie przewyższa on jednak, rentowności oferowanej dzisiaj przez pierwszorzędne obligacje. To prowadzi do następnego logicznego pytania: czy jest jakiś argument przekonujący, że w przyszłości akcje powinny przynosić znacznie więcej, niż w ciągu minionych 55 lat?

Na to pytanie odpowiedzieć brzmi po prostu: nie. W przyszłości akcje mogą przynosić większy zysk niż w przeszłości, ale nie ma żadnej pewności, że tak właśnie się stanie. Trzeba zająć się tu dwiema kwestiami, wynikającymi z czasu, dotyczącymi wyników inwestycyjnych. Pierwsza dotyczy tego, co nastąpi prawdopodobnie w długim okresie, powiedzmy, w ciągu najbliższych 25 lat. Druga tego, co powinno przytrafić się inwestorowi pod względem finansowym i psychicznym, w terminach krótkich lub średnich, na przykład w ciągu pięciu lub mniej niż pięciu lat. O jego nadziejach, lękach, zadowoleniu i rozczarowaniu tym co osiągnął, a przede wszystkim o wy-

borach, jak postępować dalej, nie decyduje retrospektywna ocena wszystkich inwestycji z całego życia, lecz doświadczenia ostatniego roku.

Tu sprawa jest jednoznaczna. Nie ma ścisłego związku między inflacją (ani deflacją), a zmianami cen i rentownością akcji. Wyraźnie widać to w latach 1966-1970. Koszty utrzymania wzrosły w tym czasie o 22%, najwięcej od pięciolecia 1946-1950. Ale ogólna rentowność i ceny akcji w 1965 roku spadły. Podobne rozbieżności (w obie strony), można zaobserwować w danych z wcześniejszych okresów.

Inflacja i zyski spółek

Inne, bardzo ważne podejście do tego problemu, to analiza wykazywanej przez amerykańskie firmy, stopy zwrotu z kapitału. Oczywiście podlegała ona zmianom wraz ze zmianami ogólnego poziomu gospodarczego, ale nie wykazywała tendencji rosnącej wraz ze wzrostem cen hurtowych czy kosztów utrzymania. Właściwie, w ciągu ostatnich 20 lat znacznie spadła, mimo panującej w tym okresie inflacji – do pewnego stopnia spadek ten wynikał z bardziej liberalnych stawek amortyzacyjnych, zob. Tabela 2.2. Wnikliwe badania doprowadziły nas do wniosku, że inwestor nie może liczyć na zbyt wiele powyżej zysków spółek DJIA w ostatnich pięciu latach – około 10% w stosunku do aktywów trwałych (wartości księgowej), stojących za danymi akcjami.² Ponieważ wartość rynkowa tych akcji znacznie przekracza ich wartość księgową, na przykład w połowie 1971 roku stosunek ten wynosił 900 do 560 – stopa zysku w stosunku do bieżącej wartości rynkowej wynosiła już tylko około $6\frac{1}{4}\%$ (zazwyczaj podaje się tę relację odwrotnie, czyli ile razy cena przekracza zysk, na przykład cena spółek z DJIA, na poziomie 900, jest 18 razy większa od faktycznych zysków w okresie 12 miesięcy do czerwca 1971 roku).

Liczby te, potwierdzają sugestię wyrażoną w poprzednim rozdziale⁴⁸, że inwestor może zakładać przeciętną stopę zwrotu z dywidendy na poziomie 3,5% wartości rynkowej akcji plus aprecjację rzędu

4%, osiąganą z reinwestowania zysków (zakładamy tutaj, że każdy dolar dodany do wartości księgowej zwiększa cenę rynkową o około 1,60 dolara).

Czytelnik może w tym miejscu zgłosić zastrzeżenie, że nasze ostateczne kalkulacje nie uwzględniają wzrostu cen i rentowności akcji, jakie miałyby wynikać z przewidywanej przez nas inflacji na poziomie 3% rocznie. Tłumaczymy to brakiem jakichkolwiek przesłanek po temu, że w przeszłości podobna inflacja wywierała bezpośredni wpływ na wykazywane przez spółki zyski na akcję. Liczby pokazują, że w minionych 20 latach każdy znaczny wzrost spółek z DJIA, wynikał ze stosunkowo znacznego zwiększenia zainwestowanego kapitału, dzięki reinwestowaniu zysków. Gdyby inflacja była osobnym czynnikiem działającym na korzyść, pod jej wpływem rosłaby „wartość” dotychczasowego kapitału. To z kolei, zwiększyłoby stopę zysków ze starego kapitału, a tym samym z łącznej kwoty kapitału starego i nowego. Jednak w minionych 20 latach, poziom cen hurtowych wzrósł blisko o 40% (na zyski przedsiębiorstwa większy wpływ powinny mieć ceny hurtowe niż detaliczne), a nic takiego się nie działo. Inflacja może powiększyć wartość akcji tylko dzięki temu, że podniesie stopy zysków z inwestycji kapitałowych. Wydarzenia z przeszłości nie potwierdzają, aby to się zdarzyło.

Dawne cykle ekonomiczne przebiegały tak, że zdrowej sytuacji gospodarczej towarzyszył wzrost cen, a gorszym wynikiem spółek ich spadek.

Dlatego powszechnie uważało się, że „niewielka inflacja” korzystnie wpływa na zyski przedsiębiorstw. Pogląd ten potwierdza sytuacja z lat 1950-1970, kiedy to trwałej koniunkturze towarzyszył wzrost cen. Jednak dane pokazują, że wpływ tych procesów na potencjał zysków z akcji („kapitału akcyjnego”) był dość ograniczony. Właściwie nawet nie przyczyniły się do podtrzymania stopy zysków z inwestycji. Najwyraźniej zatem, przeciwdziałały im jakieś ważne czynniki, uniemożliwiające wyraźny wzrost realnej rentowności ogółu amerykańskich przedsiębiorstw. Być może do najważniejszych należały: wzrost płac, przekraczający wzrost wydajności, i olbrzymie zapotrzebowanie na kapitał, z którego to powodu malał stosunek sprzedaży do zaangażowanego kapitału.

Liczby z Tabeli 2.2. wskazują na to, że inflacja nie tylko nie przynosi korzyści amerykańskim spółkom i ich akcjonariuszom, ale oddziałuje wręcz przeciwnie. Najbardziej uderzają dane, ukazujące wzrost zadłużenia przedsiębiorstw w latach 1950-1969. To zdumiewające, jak mało uwagi poświęcają temu procesowi ekonomiści i Wall Street. Zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło niemal pięciokrotnie, a ich zyski przed opodatkowaniem zwiększyły się tylko nieco ponad dwa razy. Przy wielkim wzroście stóp odsetkowych, jaki nastąpił w tym okresie, łączne zadłużenie spółek jest niekorzystnym czynnikiem ekonomicznym, a dla poszczególnych przedsiębiorstw poważnym problemem (zwróćmy uwagę, że w roku 1950 zyski netto, po odliczeniu kosztów odsetkowych, a przed opodatkowaniem od dochodu, stanowiły około 30% długu przedsiębiorstw, natomiast w roku 1969 wyniosły zaledwie 13,2% zadłużenia. Dane dla roku 1970 były zapewne jeszcze mniej zadowalające). Generalnie można sądzić, że ogólna rentowność kapitału w wysokości 11%, jest osiągnięta w znacznej części kosztem zaciągania nowego, wysokiego długu, którego koszt wynosi 4%, a trochę mniej po uwzględnieniu ulg podatkowych. Gdyby nasze przedsiębiorstwa utrzymywały wskaźnik zadłużenia z roku 1950, ich stopa rentowności z kapitału akcyjnego spadłaby, mimo inflacji, jeszcze bardziej.

Tabela 2.2. Zadłużenie spółek, dochody i zyski na kapitał w latach 1950-1969

Lata	Zadłużenie spółki netto (mld dol.)	Dochód		Procent zysku z kapitału	
		przed opodatkowaniem (mln dol.)	po opodatkowaniu (mln dol.)	dane S&Pa (%)	inne dane (%)
1950	140,2	42,6	17,8	18,3	15,0
1955	212,1	48,6	27,0	18,3	12,9
1960	302,8	49,7	26,7	10,4	9,1
1965	453,3	77,8	46,5	10,8	11,8
1969	692,9	91,2	48,5	11,8	11,3

a Zyski spółek przemysłowych z indeksu Standard & Poor's podzielone przez wartość księgową w danym roku.

b Dane z 1950 i 1955 pochodzą z Cottle and Whitman; a z lat 1960-1969 z Fortune.

Na giełdzie uważano, że główną ofiarą inflacji padły zakłady użyteczności publicznej, które, z jednej strony, gnębił duży wzrost kosztu pożyczonych pieniędzy, a z drugiej, utrudnienia w podnoszeniu cen zgodnie z przepisami. Warto jednak zauważyć, że jednostkowe koszty prądu, gazu czy usług telefonicznych, wzrosły znacznie mniej niż ogólny wskaźnik cen, co daje tym firmom silną pozycję strategiczną na przyszłość.³ Zgodnie z prawem, mogą nakładać opłaty zapewniające odpowiednią rentowność zainwestowanego kapitału, co w przyszłości prawdopodobnie zapewni udziałowcom taką samą ochronę jak w czasach dawniejszej inflacji.

Z powyższych rozważań wynika taki oto wniosek, że inwestor nie ma żadnych uzasadnionych podstaw, by oczekiwać od akcji z DJIA, zakupionych po cenach z końca 1971 roku, przeciętnego ogólnego zysku wyższego niż około 8%. Jednak, nawet gdyby oczekiwania okazały się zaniżone, nie przemawia to za przyjęciem programu inwestycyjnego opartego wyłącznie na akcjach. Jeśli można coś pewnego powiedzieć o przyszłości, to tylko tyle, że zyski i przeciętna roczna wartość rynkowa portfela akcji nie będą rosły ani o 4%, ani o jakikolwiek inny równomierny wskaźnik. W myśl słów J. P. Morgana: „Ceny będą się wahać”.⁴⁹ Oznacza to przede wszystkim, że inwestor, kupujący akcje po dzisiejszych lub jutrzejszych cenach, ryzykuje, że w najbliższych latach nie osiągnie zadowalających wyników. Spółka General Electric (i sam wskaźnik DJIA), aby wrócić do siebie po katastrofalnych spadkach w latach 1929-1932, potrzebowały 25 lat. Poza tym, jeśli inwestor skupia się na akcjach, to wedle wszelkiego prawdopodobieństwa, optymistyczne wzrosty albo zniechęcające spadki zdeorientują go. Zwłaszcza w sytuacjach, w których jego rozumowanie opiera się ściśle na oczekiwaniach dalszej inflacji. Wtedy, gdy nadchodzi hossa, nie traktuje wzrostów cen jako niebezpiecznego sygnału nieuchronnych spadków, ani jako szansy na zrealizowanie sowitych zysków. Są dla niego potwierdzeniem hipotezy o inflacji oraz powodem kupna akcji bez względu na aktualnie wysoki poziom cen, czy niską dywidendę. To może doprowadzić do łez.

Zabezpieczenia przed inflacją”. Alternatywy do akcji

Na całym świecie, gdy ludzie przestawali ufać własnej walucie, postępowali według takiego samego schematu – kupowali i przechowywali złoto. Na szczęście dla obywateli amerykańskich, takie postępowanie od 1935 roku jest niezgodne z prawem. W ciągu minionych 35 lat, do początku 1972 roku, cena złota na wolnym rynku wzrosła z 35 do 48 dolarów za uncję, a więc zaledwie o 35%. Jednocześnie, w ciągu całego tego okresu, posiadacz złota nie uzyskiwał ze swego kapitału żadnego rocznego dochodu, a tylko ponosił pewne koszty przechowywania. Zrobiłby więc ze swych pieniędzy znacznie lepszy użytek, wpłacając je, mimo ogólnego wzrostu poziomu cen, na oprocentowane konto oszczędnościowe.

Złoto prawie w ogóle nie zabezpiecza przed spadkiem siły nabywczej dolara, i dlatego rodzą się poważne wątpliwości, czy lokowanie pieniędzy „w towarach” może uchronić zwyczajnego inwestora przed inflacją⁵⁰. Tylko niewiele z nich osiągnęło imponujący wzrost wartości rynkowej po upływie lat, na przykład: brylanty, obrazy wielkich mistrzów, pierwodruki książek, rzadkie znaczki pocztowe, monety itd. Jednak w wielu, a nawet w większości, wymienionych przykładów, ceny zawierają pewien element sztuczności, niepewności, a nawet fantazji. Trudno uznać, wyłożenie 67 500 dolarów za srebrnego dolara z 1804 roku (notabene wybitego w innym roku), za „operację inwestycyjną”.⁴ Przyznajemy jednak, że nie posiadamy głębszej wiedzy w tej dziedzinie.

Bardzo długo, za pewną inwestycję długoterminową, dobrze zabezpieczoną przed inflacją, uchodził zakup nieruchomości. Niestety, również ceny nieruchomości w dużym zakresie podlegają wahaniom. Można popełnić poważne błędy przy wyborze lokalizacji, ustalaniu ceny itp. Narażeni jesteśmy też na sztuczki sprzedawców. Poza tym, dywersyfikacja nie jest najlepszym wyjściem dla inwestora o skromnych środkach – nie licząc różnych form współwłasności i niebezpiecznego zakupu nowo emitowanych papierów (co niewiele różni się od posiadania zwykłych akcji). To również nie nasza dziedzina. Możemy powiedzieć inwestorowi tylko tyle: „Zanim w coś wejdiesz, przekonaj się, że to dla ciebie”.

Wniosek

Oczywiście wracamy do polityki zalecanej w poprzednim rozdziale. Z powodu niepewnej przyszłości, inwestor nie może pozwolić sobie na wkładanie wszystkich środków do jednego koszyka – ani do koszyka obligacji, mimo ostatnio ich bezprecedensowo wysokiego oprocentowania, ani do koszyka akcji, mimo perspektywy dalszej inflacji.

Im bardziej inwestor zależy od swego portfela i uzyskiwanych z niego dochodów, tym ważniejsze staje się dla niego zabezpieczenie przed tym, co nieoczekiwane i co może rozczarować. Konserwatywny inwestor zawsze dąży do minimalizacji ryzyka. Naszym zdaniem zakup obligacji spółki telefonicznej o rentowności bliskiej $7\frac{1}{2}\%$ nie-
sie znacznie mniejsze ryzyko, niż zakup akcji spółek z DJIA, przy wskaźniku równym 900 (lub z innej podobnej listy). Może oczywiście pojawić się inflacja na dużą skalę, przed którą inwestor też musi się jakoś zabezpieczyć. Nie ma żadnej pewności, że akcje wchodzące w skład portfela, w pełni go przed nią zabezpieczą, niemniej jednak, stanowią one lepsze zabezpieczenie niż obligacje.

W wydaniu z roku 1965 (str. 97) pisaliśmy na ten temat, a teraz powtarzamy:

Czytelnik musi wiedzieć, że akcje na tym poziomie cen (892 dla akcji z DJIA), nie budzą w nas żadnego entuzjazmu. Z wymienionych wcześniej powodów czujemy, że defensywny inwestor nie może sobie pozwolić na to, aby wyraźna część jego portfela nie składała się z akcji, nawet jeśli uważamy takie rozwiązanie tylko za mniejsze zło – większym ryzykiem byłoby gromadzenie samych obligacji.

KOMENTARZ DO ROZDZIAŁU 2

Amerykanie stają się coraz silniejsi. Dwadzieścia lat temu, aby podnieść zakupy za 20 dolarów, potrzeba było dwojga ludzi. Dziś udźwignie je pięciolatek.

Henny Youngman

Inflacja? A kto by się nią przejmował?

Przecież roczny wzrost cen towarów i usług w latach 1997-2002, oscylował poniżej 2,2%, a ekonomiści uważają nawet, że ten i tak niski wskaźnik, może być przesadzony⁵¹ (pomyślmy na przykład o spadających cenach komputerów i elektroniki domowego użytku, a także o wzroście jakości wielu towarów, który świadczy o tym, że konsumenci otrzymują za swoje pieniądze więcej wartości dodanej). W ostatnich latach, rzeczywisty wskaźnik inflacji w USA, wynosił prawdopodobnie około 1% rocznie, co jest wartością tak znikomą, że niektórzy specjaliści ogłosili nawet „śmierć inflacji”.⁵²

Iluzoryczne pieniądze

Istnieje jeszcze jeden powód, dla którego inwestorzy lekceważą inflację, a psychologowie nazywają ją „iluzorycznymi pieniędzmi”. Jeśli wzrost wynosi 2% w skali rocznej, przy inflacji na poziomie 4%, człowiek czuje się znacznie lepiej niż wtedy, gdy traci 2% przy inflacji zerowej. Ale w obu przypadkach, zmiana płac prowadzi do identycznej pozycji – straty 2% po

uwzględnieniu inflacji. Dopóki więc nominalna zmiana jest na lepsze, postrzegamy ją jako coś dobrego... nawet jeśli realnie (po uwzględnieniu inflacji), wychodzi na gorsze. Poza tym, każda zmiana dotycząca własnej pensji, jest wyraźniejsza niż ogólna zmiana cen w całej gospodarce.⁵³ Podobnie dzieje się z inwestorami. Byli zachwyceni, gdy zarobili w 1980 roku 11% na bankowych certyfikatach depozytowych, i gorzko zawiedzeni w 2003 roku, gdy ich za-

robki wyniosły około 2%, chociaż w pierwszym przypadku tracili pieniądze z powodu inflacji, a w drugim zyskiwali. Informacje o nominalnych zyskach banki publikują w ogłoszeniach i umieszczają w swoich witrynach okiennych, bo duże liczby wpływają na nas pozytywnie. Ale inflacja potajemnie je zaniża. Pozbawia nas bogactwa. Właśnie dlatego, tak łatwo ją przeoczyć. I dlatego też, jest tak ważnym miernikiem naszego sukcesu inwestycyjnego – liczy się nie tylko to, ile zarobiliśmy, ale także to, ile nam zostanie po uwzględnieniu inflacji.

Inteligentny inwestor musi więc strzec się niespodziewanych i lekceważonych aspektów inflacji. Z co najmniej trzech powodów nie wolno zakładać, że „inflacja umarła”:

- W latach 1973-1982 Stany Zjednoczone przeżyły, jeden z najdotkliwszych w dziejach, atak inflacji. Zgodnie z Indeksom Cen Detalicznych, ceny uległy wtedy podwojeniu, a roczna stopa wzrostu wynosiła prawie 9%. W samym 1979 roku inflacja szalała na poziomie 13,3%, paraliżując gospodarkę i prowadząc do tak zwanej „stagflacji”. Wielu komentatorów podważało zdolność Ameryki do konkurencji na globalnym rynku.⁵⁴ Towary i usługi wyceniane na początku 1973 roku na 100 dolarów, pod koniec 1982 roku kosztowały 230 dolarów, co skurczyło wartość dolara do 45 centów. Nikt, kto to przeżył, nie będzie drwił ze zubożenia. Nikt rozsądny nie zaniedba zabezpieczenia się przed ryzykiem, pamiętając, że znów może dojść do czegoś takiego.

- Od 1960 roku, 69% krajów z gospodarką rynkową, miało co najmniej jeden rok, kiedy stopa inflacji sięgnęła 25%. W tych okresach siła nabywcza inwestorów zmalała średnio o 53%.⁵⁵ Szaleństwem byłoby nie mieć nadziei, że Ameryka jest w pewien sposób uodporniona na takie katastrofy.

Ale jeszcze większym szaleństwem byłoby założenie, że tutaj nigdy do tego nie dojdzie.⁵⁶

- Podnoszenie cen pozwoliło spłacać Wujowi Samowi długi dolarowe, które dzięki inflacji potaniały. Zupełne zlikwidowanie inflacji, byłoby wbrew egoistycznym interesom każdego rządu, który przecież regularnie pożycza pieniądze.⁵⁷

Asekuracja poławiczna

Co zatem inteligentny inwestor może zrobić, aby bronić się przed inflacją? Typowa odpowiedź brzmiałaby: „kupować akcje”. Ale jak to zwykle z uniwersalnymi odpowiedziami bywa, nie do końca są prawdziwe.

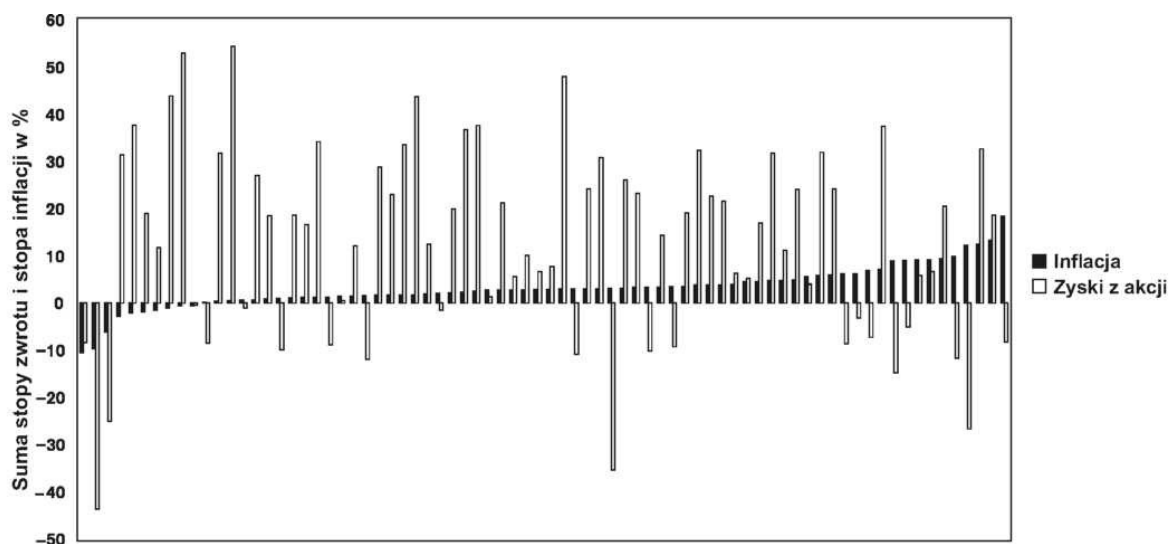
Ilustracja 2.1. prezentuje dane z lat 1926-2002 dotyczące relacji między inflacją a cenami akcji.

Jak widać, w latach spadku cen towarów konsumpcyjnych i usług, po lewej stronie wykresu, rentowność akcji była przerażająca – ich ceny traciły aż do 43% wartości.⁵⁸ Gdy inflacja wzrosła powyżej 6%, akcje również nie zachowywały się korzystnie. W sześciu z 14 lat, w których inflacja przekroczyła 6%, giełda papierów wartościowych przynosiła straty. Średnia rentowność w tych 14 latach wynosiła marne 2,6%.

Łagodna inflacja pozwala przedsiębiorstwom przerzucać na klientów rosnące koszty swoich surowców. Wysoka – sieje spustoszenie, zmuszając odbiorców do rezygnacji z części zakupów, i prowadząc do osłabienia całej gospodarki.

Dane historyczne jasno pokazują, że odkąd w 1926 roku zaczęto gromadzić dokładne dane na temat giełdy, były 64 okresy pięcioletnie (1926-1930,

Ilustracja 2.1. Jak fundusze asekuracyjne radz” sobie z inflacją?”



Wykres przedstawia inflację i stopó zwrotu akcji w każdym roku pomiędzy 1926 a 2002. Lata nie są ułożone chronologicznie, ale od najniższej rocznej stopy inflacji do najwyższej. Gdy inflacja jest niska (z lewej strony), akcje wypadają słabo. Gdy inflacja jest umiarkowana, jak przez większość lat w tym okresie, akcje miały się na ogół dobrze. Natomiast gdy inflacja szalała na bardzo wysokim poziomie (z prawej), akcje zachowywały się kapryśnie i czasami spadały przynajmniej o 10%.

Źródło: Ibbotson Associates.

1927-1931, 1928-1932 i tak dalej, aż do 1998-2002). W 50 z nich (czyli przez 78% czasu) ceny akcji rosły szybciej niż inflacja.⁵⁹ To wynik imponujący, ale nie doskonały. Oznacza bowiem, że w ciągu jednej piątej czasu, ceny akcji rosły wolniej niż inflacja.

Dwa skraty na ratunek

Na szczęście, przed inflacją można bronić się nie tylko przy pomocy akcji. Od czasów, kiedy Benjamin Graham po raz ostatni uzupełniał swój tekst, wśród inwestorów popularnością zaczęły cieszyć się dwa sposoby obrony przed inflacją:

REIT, Real Estate Investment Trusts, czyli powiernictwo nieruchomości. To przedsiębiorstwa, które posiadają na własność lokale użytkowe i mieszkalne, z których pobierają czynsz.⁶⁰ Zgromadzone w funduszach nieruchomości, znakomicie radzą sobie z przeciwdziałaniem inflacji. Najlepszy jest REIT Fund Index. Do innych, niezbyt kosztownych, należą: Cohen & Steers Realty Shares, Columbia Real Estate Equity Fund i Fidelity Real Estate Investment Fund.⁶¹ Choć REIT nie są idealnym sposobem na inflację, w dłuższej perspektywie powinny chronić przed kurczeniem siły nabywczej, bez znacznego uszczuplania ogólnych zysków.

TIPS, Treasury Inflation-Protected Securities, czyli papiery wartościowe chronione przed inflacją przez Skarb Państwa. Są to amerykańskie obligacje rządowe, po raz pierwszy wyemitowane w 1997 roku. Ich wartość rośnie automatycznie wraz z inflacją. Zakup obligacji skarbowych też nie wiąże się z ryzykiem nie wypłacenia należności, ponieważ stoi za nimi zaufanie do rządu USA. Ale TIPS gwarantują, że inflacja nie naruszy poczynionej inwestycji. Jeden pakiet zapewnia ochronę przed stratą finansową i ochronę przed stratą siły nabywczej.⁶²

Jest tu jednak pewien haczyk. Gdy wartość obligacji TIPS rośnie wraz z inflacją, urząd skarbowy uznaje wzrost wartości za dochód podlegający opodatkowaniu, choć przecież jest to wyłącznie zysk na papierze (o ile inwestor nie sprzedał obligacji po nowej, wyższej cenie). Dlaczego fiskus tak postępuje? Inteligentny inwestor powinien zapamiętać mądre słowa analityka finansowego Marka Schwebera: „Nigdy nie zadawaj biuromatom pytania: – Dlaczego?” Z powodu tych komplikacji podatkowych, TIPS najbardziej nadają się dla indywidualnych kont emerytalnych z opóźnionym terminem płatności podatku, na przykład IRA, Keogh lub 401(k), które nie zawyżają dochodu podlegającego opodatkowaniu.

TIPS można kupić bezpośrednio od rządu USA na stronie www.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.htm lub za pośrednictwem funduszu powierniczego, na przykład Vanguard Inflation-Protected Securities, lub Fidelity Inflation-Protected Bond Fund.⁶³ Obojętnie, czy TIPS kupuje się bezpośrednio, czy za pośrednictwem funduszy, są idealnym substytutem części funduszu emerytalnego, który w innym razie trzymany byłby w gotówce. Nie warto nimi obracać. Na krótką metę ich wartość może ulegać wahaniom, dlatego najlepiej sprawdzają się jako inwestycje długoterminowe. Dla większości inwestorów, mądrym wyjściem będzie ulokowanie przynajmniej 10% kapitału emerytalnego w TIPS, część pieniędzy będzie w ten sposób całkowicie bezpieczna i kompletnie poza zasięgiem niewidzialnych szponów inflacji.

ROZDZIAŁ 3

Sto lat dziejów giełdy. Poziom cen akcji na pocz”tku 1972 roku

Wypełniony akcjami portfel inwestora to zaledwie drobny wycinek olbrzymiej i niezwyklej instytucji, znanej pod nazwą giełda. Rozsądek podpowiada, że trzeba zdobyć pewne pojęcie na temat jej dziejów, zwłaszcza dotyczące historii wahań poziomów cen i różnych relacji między cenami a zyskami i dywidendami. Wiedza ta, umożliwia sformułowanie przydatnych ocen atrakcyjności rynku, na różnych historycznych poziomach, i związanych z nimi niebezpieczeństw. Tak się składa, że dokładne dane statystyczne na temat cen, zysków i dywidend dotyczą okresu sięgającego dokładnie 100 lat wstecz, do roku 1871 (materiał z pierwszej połowy tego okresu, choć nie tak wyczerpujący ani wiarygodny, jak dane z drugiego półwiecza, także jest przydatny). W tym rozdziale przedstawimy dane w sposób bardzo skondensowany, koncentrując się na dwóch sprawach. Po pierwsze, chcemy pokazać ogólnie, jak zmieniały się ceny na przestrzeni wielu cykli minionego stulecia. Po drugie, chcemy to zaprezentować na podstawie średnich z kolejnych dziesięcioleci – nie tylko pod kątem cen akcji, ale również zysków i dywidend – aby uwidocznć zmieniające się relacje między tymi trzema, jakże istotnymi, czynnikami. Dysponując takim bogactwem danych, będziemy mogli rozważać poziom cen z początku roku 1972.

Długoletnie dzieje giełdy zostały podsumowane w dwóch tabelach i na wykresie. Tabela 3.1. przedstawia minima i maksima 19 cykli bessy i hossy w minionych 100 latach. Odwołaliśmy się do dwóch indeksów giełdowych. Pierwszy, to połączenie wyników dawnych

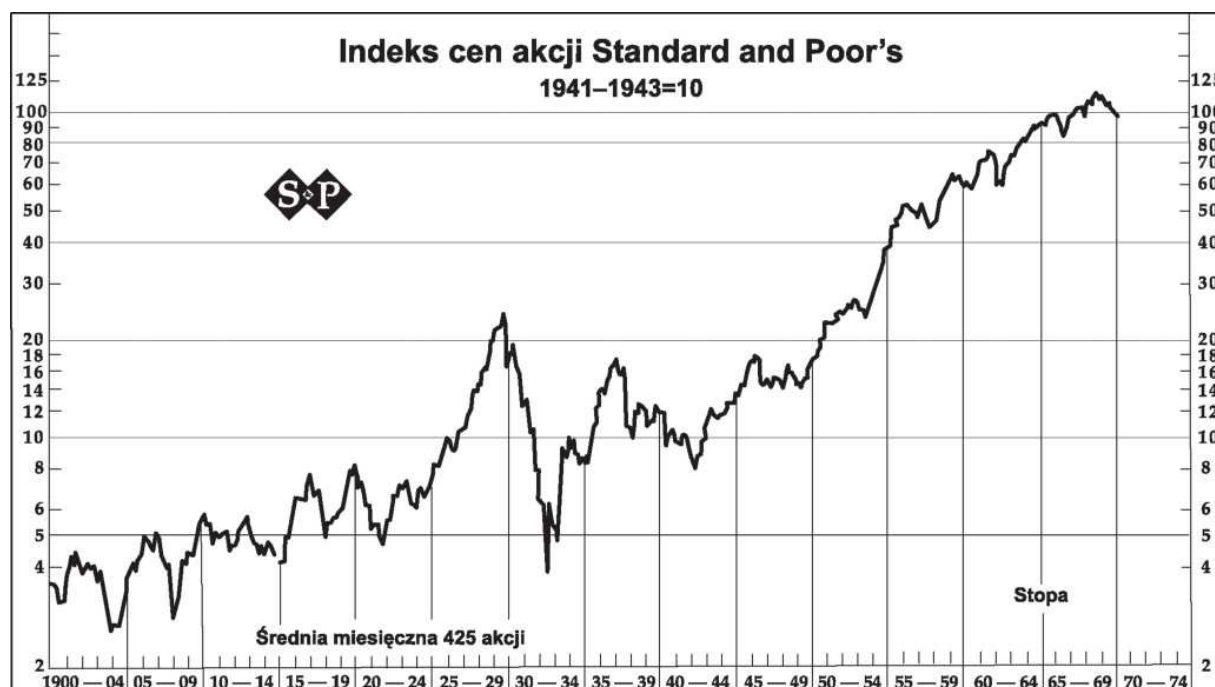
analiz Komisji Cowlesa, sięgających roku 1870, oraz ich kontynuacji, czyli słynnego indeksu Standard & Poor's 500. Drugi, to jeszcze słynniejszy wskaźnik wartości akcji spółek przemysłowych – DJIA (albo po prostu „Dow”), notowany od roku 1897. Obejmuje on 30 dużych przedsiębiorstw, m.in. American Telephone & Telegraph.¹

Tabela 3.1. Największe wahania cen akcji spółek giełdowych w okresie 1871-1971

Lata	Cowles-Standard 500 Composite			Dow-Jones Industrial Average		
	maksimum	minimum	spadek (%)	maksimum	minimum	spadek (%)
1871		4,64				
1881	6,58					
1885		4,24	28			
1887	5,90					
1893		4,08	31			
1897					38,85	
1899				77,6		
1900					53,5	31
1901	8,50			78,3		
1903		6,26	26		43,2	45
1906	10,03			103,0		
1907		6,25	38		53,0	48
1909	10,30			100,5		
1914		7,35	29		53,2	47
1916-18	10,21			110,2		
1917		6,80	33		73,4	33
1919	9,51			119,6		
1921		6,45	32		63,9	47
1929	31,92			381,0		
1932		4,40	86		41,2	89
1937	18,68			197,4		
1938		8,50	55		99,0	50
1939	13,23			158,0		

1942		7,47	44		92,9	41
1946	19,25			212,5		
1949		13,55	30		161,2	24
1952	26,60			292,0		
1952-53		22,70	15		256,0	13
1956	49,70			521,0		
1957		39,00	24		420,0	20
1961	76,70			735,0		
1962		54,80	29		536,0	27
1966-68	108,4			995,0		
1970		69,30	36		631,0	37
początek 1972	100		–	900		–

Wykres 1., publikowany dzięki uprzejmości Standard & Poor's, pokazuje rynkowe wahania wskaźnika cen 425 przedsiębiorstw przemysłowych, od roku 1900 do 1970 (podobny wykres dla DJIA wyglądałby niemal identycznie). Czytelnik zauważy trzy, dość odmienne prawidłowości, z których każ-



da dotyczy mniej więcej jednej trzeciej analizowanego siedemdziesięciolecia. Pierwszy okres przypada na lata 1900-1924 i składa się, przede wszystkim, z serii dość podobnych cykli rynkowych, trwających od trzech do pięciu lat. Roczny wzrost wskaźnika w tym okresie wynosił, średnio, około 3%. Następnie przechodzimy do hossy „nowej ery”, która osiągnęła kulminację w 1929 roku. Wkrótce jednak, nastąpiło straszne załamanie, a po nim nieregularne wahania aż do roku 1949. Jeśli porównać przeciętne poziomy z lat 1949 i 1924, stwierdzimy, że przeciętna roczna stopa wzrostu wynosiła zaledwie $1\frac{1}{2}\%$. A zatem, społeczeństwo odnosiło się do akcji bez entuzjazmu. Jednak zadziałała tu reguła przeciwieństw: nadszedł czas, aby rozpoczęła się największa hossa w naszej historii, przypadająca na ostatnią, trzecią część wykresu. Osiągnęła punkt kulminacyjny w grudniu 1968 roku, kiedy to wskaźnik Standard & Poor's dla 425 przedsiębiorstw przemysłowych wyniósł 118 (a dla 500 papierów wartościowych – 108). Jak pokazuje Tabela 3.1., między rokiem 1949 a 1968 występowały dość poważne spadki (szczególnie w latach 1956-1957 i 1961-1962), ale późniejsze ożywienia były tak szybkie, że spadki te trzeba nazwać, zgodnie z od dawna przyjmowaną terminologią, raczej recesjami w jednolitym okresie hossy niż odrębnymi cyklami rynkowymi. W ciągu 17 lat, między minimum wskaźnika Dow na poziomie 162 w połowie 1949 roku a maksimum z początku 1966 roku, wynoszącym 995, widzimy ponad sześciokrotny wzrost. To oznacza średnią stopę łącznego wzrostu cen równą 11% w skali rocznej, nie licząc dywidend rzędu $3\frac{1}{2}\%$ rocznie (wzrost indeksu łącznego Standard and Poor's 500 był nieco wyższy niż DJIA i wyniósł odpowiednio od 14 do 96).

Zyski rzędu 14% i więcej z roku 1963 oraz z lat późniejszych, zostały udokumentowane w powszechnie dostępnych badaniach^{64 2}. Z jednej strony, te znakomite wyniki wywołały na Wall Street naturalne zadowolenie. Z drugiej, doprowadziły do zupełnie nielogicznego i niebezpiecznego przekonania, że w przyszłości akcje będą osiągać równie wspaniałe wyniki. Mało kto zwracał uwagę na to, że sam zakres tego wzrostu może sugerować, że był on nadmierny. Późniejszy spadek, od maksimum z roku 1968, do minimum z roku 1970,

wyniósł 36% dla wskaźnika Standard & Poor's (a 37% dla DJIA). Był największy od czasów liczącego 44% spadku w latach 1939-1942, odzwierciedlającego zagrożenia i niepewność okresu po ataku na Pearl Harbor. Po minimum z maja 1970 roku nastąpiły, w spektakularny, charakterystyczny dla Wall Street sposób, potężne i szybkie wzrosty obu indeksów. Doprowadziły one z początkiem 1972 roku do ustanowienia przez wskaźnik Standard & Poor's dla przedsiębiorstw przemysłowych, nowego, historycznego maksimum. Roczne tempo wzrostu cen w latach 1949-1970 wyniosło przeciętnie około 9% dla wskaźnika łącznego S&P. Było to oczywiście znacznie więcej, niż w jakimkolwiek analogicznym okresie przed rokiem 1950 (jednak w ostatniej dekadzie tempo wzrostu było znacznie niższe – $5\frac{1}{4}\%$ dla indeksu łącznego S&P i dobrze kiedyś znane, zaledwie 3%, dla DJIA).

Aby pokazać pełen obraz tego, co przez 100 lat działo się w amerykańskiej gospodarce, dane na temat zmian cen trzeba uzupełnić o dane na temat zysków i dywidend. W Tabeli 3.2. przedstawiamy je w skrócie. Nie oczekujemy, że czytelnicy z uwagą przestudiują te informacje, ale mamy nadzieję, że dla niektórych będą one ciekawe i pouczające.

Tabela 3.2. Wyniki giełdy papier..w wartościowych 1871-1970a

Okres	Średnia cena	Średnie zyski	Średni wskaźnik c/z	Średnia dywidenda	Średnia stopa rentowności (%)	Średnie wypłaty (%)	Roczna stopa wzrostu b	
							zyski (%)	dywidendy (%)
1871-1880	3,58	0,32	11,3	0,21	6,0	67	-	-
1881-1890	5,00	0,32	15,6	0,24	4,7	75	- 0,64	- 0,66
1891-1900	4,65	0,30	15,5	0,19	4,0	64	- 1,04	- 2,23
1901-1910	8,32	0,63	13,1	0,35	4,2	58	+ 6,91	+ 5,33
1911-1920	8,62	0,86	10,0	0,50	5,8	58	+ 3,85	+ 3,94

1921-1930	13,89	1,05	13,3	0,71	5,1	68	+ 2,84	+ 2,29
1931-1940	11,55	0,68	17,0	0,78	5,1	85	- 2,15	- 0,23
1941-1950	13,90	1,46	9,5	0,87	6,3	60	+ 10,60	+ 3,25
1951-1960	39,20	3,00	13,1	1,63	4,2	54	+ 6,74	+ 5,90
1961-1970	82,50	4,83	17,1	2,68	3,2	55	+ 5,80c	+ 5,40c
1954-1956	38,19	2,56	15,1	1,64	4,3	65	+ 2,40d	+ 7,80d
1961-1963	66,10	3,66	18,1	2,14	3,2	58	+ 5,15d	+ 4,42d
1968-1970	93,25	5,60	16,7	3,13	3,3	56	+ 6,30d	+ 5,60d

a Przedstawione dane opierają się głównie na liczbach zamieszczonych w artykule N. Molodovsky'ego, *Stock Values and Stock Prices*, *Financial Analysts Journal*, maj 1960. A te z kolei pochodzą z książki Komisji Cowlesa *Common Stock Indexes* za okres sprzed 1926 roku oraz z danych ze *Standard & Poor's 500* sprzed 1926.

b Roczne stopy wzrostu to kompilacje Molodovsky'ego obejmujące 21-letnie okresy począwszy od 1890, 1900 itd.

c Stopa wzrostu 1968-1970 a stopa wzrostu 1958-1960.

d Stopy wzrostu 1954-1956 a 1947-1949, 1961-1963 a 1954-1956 oraz 1968-1970 a 1958-1960.

Skomentujemy je następująco. Dane za pełne dziesięciolecia, częściowo wygładzają wahania z poszczególnych lat, i prezentują ogólny obraz stałego wzrostu. Nie licząc pierwszego dziesięciolecia, tylko dwa inne przedstawiają spadek zysków i przeciętnych cen (1891-1900 i 1931-1940). Po 1900 roku nie było dziesięciolecia, w którym nastąpił spadek przeciętnych dywidend. Jednak we wszystkich trzech kategoriach, widzimy dość równomierne tempo. Generalnie, wyniki po drugiej wojnie światowej były lepsze niż wcześniejsze, ale wzrost w latach 60. był mniej wyrazisty niż w latach 50. Na podstawie tych danych, dzisiejszy inwestor nie może określić, jakiej procentowej poprawy dywidend i cen, w ciągu kolejnych 10 lat, powinien się spodziewać. Ale dane te zachęcają do konsekwentnej polityki inwestowania w akcje.

Należy jednak zwrócić uwagę na pewien fakt, którego nie da się wyczytać z tabeli. Rok 1970 charakteryzował się zdecydowanym pogorszeniem ogólnej zyskowności spółek. Stopa rentowności zainwestowanego kapitału, spadła do poziomu najniższego po drugiej wojnie światowej. Uderza również to, że sporo firm wykazało w tym roku stratę netto, wiele odnotowało „kłopoty finansowe” i po raz pierwszy od trzech dziesięcioleci, doszło do kilku poważnych bankructw. Te i inne fakty potwierdzają opinię⁶⁵, że w latach 1969-1970 nastąpił koniec wielkiej ery hossy.

W Tabeli 3.2. widać zmianę wskaźników cena/zysk, jaka nastąpiła od czasów drugiej wojny światowej⁶⁶. W czerwcu 1949 roku, indeks łączny S&P wskazywał, że akcje sprzedają się po cenie zaledwie 6,3 razy przekraczającej zyski danej spółki, za minionych 12 miesięcy. W marcu 1961 roku, wskaźnik ten wynosił 22,9. Podobnie zysk z dywidendy dla spółek uwzględnianych przez indeks S&P spadł z ponad 7% w roku 1949 do tylko 3% w roku 1961. Różnice te uwydatniają się tym bardziej, że oprocentowanie najlepszych obligacji wzrosło w tym czasie z 2,6% do 4,5%. Świadczy to dobitnie, o największej w dziejach, zmianie podejścia społeczeństwa do giełdy.

Ludzie doświadczeni i ostrożni zdają sobie jednak sprawę, że przejście od jednego ekstremum do drugiego, jest poważnym sygnałem ostrzegającym o kłopotach. Nie potrafią bez lęku myśleć o hosie z lat 1926-1929 i jej tragicznych następstwach. Jednak wydarzenia, które potem nastąpiły, nie potwierdziły tych obaw. Owszem, ceny spółek DJIA na zamknięciu w roku 1972 były takie same jak sześć i pół roku wcześniej, a ogłaszany wszem i wobec „wzlot lat 60.” okazał się przede wszystkim wędrówką w górę i w dół, po pagórkowatym terenie. Jednak ani z gospodarką, ani z cenami akcji nie stało się nic porównywalnego z bessą i depresją lat 1929-1932.

Poziom rynku na pocz”tku 1972 roku

Spróbujmy, na podstawie stuletniego zarysu zachowań cen akcji, zysków i dywidend, wyciągnąć wnioski na temat obecnego poziomu

indeksów rynkowych – 900 dla DJIA i 100 dla złożonego S&P w styczniu 1972 roku.

W poprzednich wydaniach omawialiśmy rynek na poziomie, jaki osiągał w chwili opisywania go, usiłując odpowiedzieć na pytanie, czy nie jest zbyt wysoki dla inwestora konserwatywnego. Przyjrzenie się konkluzjom, do których wtedy doszliśmy, może być pouczające. I nie chodzi tu tylko o to, że chcemy posypywać sobie głowę popiołem. Zamierzamy raczej dostarczyć czytelnikowi czegoś w rodzaju tkanki łącznej, która wiąże różne etapy rozwoju giełdy w minionych 20 latach, i przedstawić rzeczywisty obraz trudności, jakie napotyka każdy, kto stara się sformułować kompetentną i krytyczną ocenę aktualnego poziomu rynku. Zaczniemy od powtórzenia streszczenia analiz, dotyczących lat 1948, 1953 i 1959, które przedstawiliśmy w wydaniu z roku 1965:

W roku 1948 przyłożyliśmy konserwatywne standardy do poziomu wskaźnika Dow Jones równego 180, i łatwo wyciągnęliśmy wniosek, że „nie jest on zbyt wysoki w stosunku do wartości księgowych”. Kiedy podejmowaliśmy ten sam problem w roku 1953, roczny poziom rynku sięgał średnio 275, co oznaczało wzrost o ponad 50% w ciągu pięciu lat. Postawiliśmy sobie to samo pytanie: „Czy naszym zdaniem wskaźnik spółek przemysłowych Dow Jones na poziomie 275 jest zbyt wysoki, aby bezpiecznie inwestować?”. W świetle późniejszego, spektakularnego wzrostu, dość dziwne może się wydać wyznanie, że sformułowanie stanowczych wniosków na temat atrakcyjności cen z roku 1953, nie było dla nas łatwe. Dość jasno stwierdziliśmy, że: „Z punktu widzenia wskaźników wartości – stanowiących naszą główną wskazówkę inwestycyjną – konkluzja w sprawie cen akcji z roku 1953 musi być dla nich korzystna”. Niepokoił nas natomiast fakt, że w roku 1953 średnie wartości miały za sobą dłuższy okres wzrostu niż w większości minionych okresów hossy, a ich absolutny poziom był najwyższy w historii giełdy. Zestawiając te dane z naszą pozytywną oceną, radziliśmy stosowanie polityki kompromisu i ostrożności. Rada ta okazała się niezbyt błyskotliwa. Dobry prognostyk przewidywałby, że w ciągu następnych pięciu lat poziom rynku wzrośnie o dalsze 100%. Na naszą obronę możemy powiedzieć tyle, że tylko nieliczni analitycy zajmujący się profesjonalnym, w odróżnieniu od nas, prognozowaniem zmian cen, przewidzieli trochę lepszą przyszłość.

Na początku 1959 roku wskaźnik DJIA osiągnął nowe, historyczne maksimum – 584. Nasze obszernie analizy, prowadzone ze wszystkich możliwych punktów widzenia, można streścić w następujących zdaniach (od str. 59 w wydaniu z 1959 roku): „Reasumując, czujemy się zmuszeni do wysunięcia wniosku, że aktualny poziom cen akcji jest niebezpieczny. Zagrożenie wynika już z samego, o wiele za wysokiego, poziomu cen. Ale nawet gdyby było inaczej, to rynek osiągnął tak ogromną bezwładność, że nieuchronnie wzniesie ceny na nieuzasadnione wyżyny. Prawdę mówiąc, nie potrafimy

wyobrazić sobie w przyszłości rynku, na którym nigdy nie dochodziłoby do poważnych strat, a każdy nowicjusz miałby zagwarantowane wielkie zyski z zakupionych akcji”.

Rozwój wypadków uzasadnił naszą przestrogę z 1959 roku nieco dobitniej, niż podobne ostrzeżenia z 1954 roku. Daleko tu jednak do pełnego potwierdzenia. Wskaźnik DJIA rósł aż do 685 w roku 1961, a następnie, w tym samym roku, spadł nieco poniżej obecnego poziomu 584 (do 566). Później, do końca 1961 znów rósł do 735 i wreszcie, w maju 1962 roku – niemal w panice – spadł do 536, co oznaczało stratę 27% w krótkim okresie sześciu miesięcy. W tym samym czasie, znacznie poważniejszego uszczerbku doznały najpopularniejsze „akcje wzrostowe”, czego przykładem jest uderzający spadek bezdyskusyjnego lidera, International Business Machines (IBM), od maksimum 607 w grudniu 1961 roku, do minimum 300 w czerwcu 1962 roku.

W tym okresie nastąpił spadek akcji mnóstwa nowo wprowadzonych na giełdę małych przedsiębiorstw, tzw. „gorących waleńców”, które oferowano po śmiesznie wysokich cenach. Następnie, na skutek nadmiernej spekulacji, wypchnięto je na jeszcze wyższe, zupełnie szalone poziomy. Wiele z tych akcji, w ciągu zaledwie kilku miesięcy, straciło w notowaniach 90% i więcej.

Załamanie z pierwszej połowy 1962 roku było niepokojące, jeśli nie katastrofalne, dla wielu świadomych spekulantów i być może dla wielu mniej rozsądnych spośród tych, którzy określają się mianem inwestorów. Ale w drugiej połowie tego roku, nastąpił równie niespodziewany przez finansistów zwrot. Średnie giełdowe znów zaczęły rosnąć, co dało następującą sekwencję:

	DJIA	Standard & Poor's 500
Grudzień 1961	735	72,64
Czerwiec 1962	536	52,32