

The Intelligent Investor

by Benjamin Graham · Language: FR

Summary by booksummaryai.com — <https://booksummaryai.com/country/fr/the-intelligent-investor-resume>

Summary

En 60 secondes

Benjamin Graham, le professeur de Columbia qui a survécu au krach de 1929, a écrit le manuel de référence pour acheter des actions en dessous de leur valeur réelle. Il répartit les investisseurs en deux camps — défensif et entreprenant — et donne à chacun des règles concrètes, des allocations d'actions de 25 à 75 % aux sept critères de sélection. Son invention la plus célèbre est M. le Marché, un associé d'affaires cyclothymique dont les offres de prix quotidiennes vous êtes libre d'ignorer. Tout le livre se résume en trois mots : la marge de sécurité.

Pourquoi le lire

C'est le livre que Warren Buffett qualifie de meilleur ouvrage sur l'investissement jamais écrit, et il fonctionne toujours parce qu'il vise le véritable ennemi : vos propres émotions. Graham vous donne des listes de contrôle, des formules et une armure psychologique contre les paniques de marché. Lisez-le si vous détenez des actions, un plan d'épargne retraite ou un fonds — surtout si vous avez déjà vendu dans la panique ou couru après un « bon tuyau ».

Les idées clés

Investir ou spéculer : sachez ce que vous faites

Graham définit une opération d'investissement comme celle « qui, après analyse approfondie, promet la sécurité du capital et un rendement adéquat. » Tout ce qui échoue à ce test est de la spéculation — un point c'est tout. Graham avertit que la plupart des gens qui se croient investisseurs spéculent en réalité, et déplore l'estompage de cette distinction : « La distinction entre investissement et spéculation est une distinction utile, et sa disparition est une source de préoccupation. » Et il borne les attentes par une dose d'humilité — l'investisseur intelligent ne doit attendre qu'« un rendement raisonnable », pas la richesse.

La définition paraît aride jusqu'à ce qu'on l'applique. Analyse approfondie, sécurité du capital, rendement adéquat — trois tests qui disqualifient la plupart de ce qui passe pour de l'investissement en marché haussier. La surprise, c'est le nombre d'achats qui survivent à l'examen : courir après le gagnant de l'an dernier, acheter sur un tuyau, parier sur un redressement qu'on n'a pas étudié. Graham n'est pas contre le risque ; il est contre le risque non examiné. Une fois qu'on accepte des objectifs modestes, la pression de jouer au casino s'évapore — et avec elle, la plupart des façons dont les portefeuilles meurent.

À essayer: Avant votre prochain achat, notez par écrit votre analyse, votre pire scénario de perte et votre rendement cible. Si vous ne pouvez pas remplir les trois, vous spéculiez — passez votre chemin.

Les actions seules n'arrêteront pas l'inflation

Graham examine l'érosion du pouvoir d'achat par l'inflation sur la période 1915–1970. Le taux d'inflation annuel moyen sur cet intervalle a tourné autour de 2,5 % — assez lent pour paraître inoffensif, mais suffisant pour diviser votre pouvoir d'achat par deux en environ 28 ans. Puis il porte le coup contre-intuitif : de 1965 à 1970, l'inflation a atteint en moyenne environ 4,5 % par an tandis que le Dow Jones Industrial Average déclinait. L'hypothèse confortable selon laquelle les actions vous protègent automatiquement de la hausse des prix échoue précisément au moment où vous en avez le plus besoin. Les actions ordinaires, prévient-il, ne sont pas une protection garantie contre l'inflation.

Tout le monde « sait » que les actions battent l'inflation, donc personne ne vérifie. Graham a vérifié, et a constaté que la protection fuit. Sur des décennies, les actions ont dépassé la hausse des prix ; sur les courtes périodes où les gens prennent réellement leurs décisions, elles peuvent nettement traîner pendant que l'inflation compose. La conséquence pratique, c'est l'équilibre : un peu d'actions, un peu d'obligations, et aucune croyance qu'une classe d'actifs, quelle qu'elle soit, soit une promesse. L'inflation est une lente fuite, pas un krach — et les lentes fuites sont celles que les investisseurs ne réparent jamais.

À essayer: Estimez ce que vos économies actuelles pourront acheter dans 28 ans avec une inflation de 2,5 % — puis demandez-vous si votre portefeuille, et pas seulement vos actions, est construit pour répondre à cette question.

Un siècle de fluctuations du marché en un seul graphique

Graham passe en revue cent ans de fluctuations du marché jusqu'au début de 1972, en retraçant l'histoire de la bourse américaine de 1871 à 1971 avec un graphique du Dow Jones Industrial Average de 1900 à 1970. La courbe grimpe sur le long terme — mais regardez de plus près. Le rapport cours/bénéfices du Dow a oscillé entre un plancher d'environ 5 fois les bénéfices en 1917 et un sommet d'environ 24 fois les bénéfices en 1961. Même indice, humeurs radicalement différentes. La leçon qu'il en tire : les investisseurs doivent respecter les cycles du marché.

Le graphique est séduisant — pointez n'importe quelle décennie et la tendance finit par se rétablir. C'est précisément le piège. La moyenne de long terme cache d'énormes fluctuations de valorisation, et le prix que vous payez détermine votre expérience du marché « même ». Un Dow à 5 fois les bénéfices et un Dow à 24 fois les bénéfices ne sont pas le même investissement. L'histoire ne se répète pas, mais le rythme de l'euphorie et du désespoir est assez régulier pour qu'on puisse s'y appuyer.

À essayer: Consultez le rapport cours/bénéfices actuel du marché et comparez-le à sa propre fourchette sur 20 ans avant d'ajouter de l'argent aux actions.

La règle 25-75 de l'investisseur défensif

Graham recommande à l'investisseur défensif de détenir un mélange d'obligations de premier ordre et d'actions ordinaires, la part d'actions ne représentant jamais moins de 25 % ni plus de 75 % du portefeuille total (l'inverse pour les obligations), avec une répartition 50-50 comme règle de base, ajustée selon les conditions du marché. Graham fixe quatre critères pour la sélection défensive d'actions : 1) une taille suffisante de l'entreprise, 2) une situation financière suffisamment solide, 3) le versement continu de dividendes au cours des vingt dernières années, et 4) une stabilité des bénéfices assortie d'un ratio cours-bénéfices modéré. Graham conseille à l'investisseur défensif de diversifier, en suggérant un minimum de 10 et un maximum de 30 valeurs différentes dans diverses industries.

Le génie, c'est que ces règles éliminent les jugements personnels précisément aux moments où le jugement est le plus mauvais — pendant l'euphorie et la panique. Les fourchettes 25-75 vous forcent à vendre des actions quand elles ont grossi jusqu'à 75 % et à en acheter quand elles ont fondu jusqu'à 25 %, soit exactement l'inverse de ce que vos émotions vous pousseront à faire. Les quatre critères de sélection écartent automatiquement les tickets de loterie. Vous renoncez à la perspective de gains spectaculaires pour rendre la ruine presque impossible.

À essayer: Fixez par écrit dès aujourd'hui vos propres fourchettes d'actions, et inscrivez à votre calendrier un rééquilibrage annuel ramenant votre portefeuille à la répartition cible.

L'investissement périodique : la superpuissance ennuyeuse

Graham aborde l'investissement périodique (« dollar-cost averaging »), qui consiste à investir un montant fixe en dollars dans des actions ordinaires à intervalles réguliers. Graham le présente comme une méthode simple et efficace pour réduire le risque d'acheter au mauvais moment. Elle achète discrètement plus de titres quand les prix sont bas et moins quand ils sont hauts, sans vous demander d'être courageux ni malin.

Cette méthode fonctionne parce qu'elle supprime les deux décisions où les investisseurs sont les plus mauvais : quand commencer et quand s'arrêter. Le market timing donne l'impression d'être un savoir-faire mais relève surtout du hasard ; un calendrier fixe transforme votre ignorance en avantage, puisque votre argent penche automatiquement vers les prix les plus bas. Le piège est psychologique : vous devez continuer à alimenter le plan pendant les baisses, quand les gros titres hurlent que le ciel va s'effondrer. C'est là toute la difficulté, et c'est pourquoi si peu de gens mènent le plan à son terme.

À essayer: Automatisez un virement mensuel fixe vers un fonds d'actions diversifié, afin que le calendrier s'exécute sans avoir besoin de votre permission hebdomadaire.

Ce que l'investisseur entreprenant doit refuser

Pour l'investisseur prêt à travailler davantage, Graham commence par une liste de refus. Graham met en garde contre la plupart des émissions nouvelles (y compris les nouvelles actions « en

vogue »). Graham met en garde contre les obligations étrangères, les actions de préférence et les obligations spéculatives à haut rendement ou sujettes au défaut. Graham met en garde contre le suivi des tuyaux et des rumeurs, recommandant à l'investisseur de fonder ses décisions sur sa propre analyse plutôt que sur les conseils d'autrui. Le chapitre se lit comme les règles du videur d'un club où la plupart des investisseurs se précipitent pour entrer — et la discipline du refus, suggère Graham, est ce qui distingue l'entrepreneur du simplement actif.

Remarquez que la première compétence de l'investisseur entrepreneur est de savoir dire non. Les émissions nouvelles sont généralement lancées quand les vendeurs ont l'avantage ; les actions de préférence et les obligations pourries offrent l'espoir d'une sécurité d'obligation avec des risques d'action. Les tuyaux sont gratuits précisément parce qu'ils ne valent rien pour celui qui les reçoit. Ce qui surprend, c'est la part du rendement qui vient de la soustraction : en évitant les perdants certains, il ne vous reste que des positions que vous comprenez réellement, et c'est là que l'analyse peut payer.

À essayer: Rédigez une liste d'une ligne « ne jamais acheter » — introductions en Bourse à la mode, achats sur tuyaux — et vérifiez chaque candidat par rapport à elle avant toute autre recherche.

Là où l'investisseur entrepreneur chasse : les occasions et les net-nets

Graham décrit les domaines éprouvés pour l'investisseur entrepreneur : les grandes sociétés relativement impopulaires (à bas prix, moins prisées), les valeurs à bas cours, les situations spéciales (telles que fusions, réorganisations, liquidations et arbitrages), et les sociétés secondaires ou peu connues satisfaisant à des critères quantitatifs plus stricts. Il décrit aussi l'approche « net-net », qui consiste à acheter des actions se vendant en dessous de leur valeur d'actif net circulant (actif circulant moins total du passif), en notant que cette stratégie s'est révélée rentable selon son expérience. Il explique son évolution vers les lots : « Ce que j'ai souligné dans mon propre travail ces dernières années, c'est l'approche par groupe » — acheter « des groupes d'actions répondant à un critère simple de sous-évaluation -- sans égard au secteur et avec très peu d'attention à la société individuelle ». Les résultats, dit-il, « furent très bons pendant 50 ans. Ils firent certainement deux fois mieux que le Dow Jones. »

Le passage de l'analyse approfondie des sociétés au filtrage par groupe est la révolution silencieuse du livre. Au lieu de parier sur votre capacité à dénicher l'unique gagnant, vous pariez sur un avantage statistique répété sur de nombreuses actions bon marché — certaines décevront, mais le lot surperforme. C'est l'ancêtre de l'investissement indiciel, mais orienté vers la sous-évaluation plutôt que vers l'ensemble du marché. Le net-net montre la logique à son extrême : quand le seul actif circulant d'une société dépasse son prix total, le marché a cessé de faire ses calculs.

À essayer: Testez un filtre simple cette semaine — disons, un prix bas par rapport à la valeur comptable sur 20 actions — et suivez le groupe, pas un choix isolé.

M. Marché : le partenaire maniaque qui fixe les prix chaque jour

Graham introduit « M. Marché », un associé hypothétique qui propose chaque jour d'acheter la part de l'investisseur ou de vendre la sienne à un prix différent, fluctuant follement selon son humeur, souvent irrationnelle. L'investisseur est libre d'accepter ou d'ignorer ses offres. La parabole enseigne que les fluctuations de prix sont l'amie de l'investisseur plutôt qu'un risque. Graham conseille que l'attitude de l'investisseur face aux fluctuations du marché soit d'en tirer parti : « acheter quand les prix sont bas et vendre quand ils sont hauts ». Comme Graham le dit : « L'investisseur intelligent est un réaliste qui vend aux optimistes et achète aux pessimistes. »

La parabole transforme la volatilité d'ennemie en opportunité. Les sautes d'humeur de M. Marché ne changent pas ce que vos entreprises gagnent ; elles changent seulement le prix auquel vous pouvez négocier. La plupart des investisseurs font le contraire — ils achètent à l'optimiste au sommet et vendent au pessimiste au creux, laissant le partenaire maniaque dicter leurs actions. La discipline consiste à traiter les cotations comme des offres, non comme des verdicts. Vous êtes le propriétaire ; lui, le vendeur.

À essayer: Quand une position chute fortement, notez ce qui a réellement changé dans l'entreprise avant de vous autoriser la moindre opération.

Fonds, courtiers et les limites du conseil

Sur la période de dix ans 1961–1970, le fonds moyen a sous-performé l'indice S&P 500, avec un rendement annuel moyen d'environ 6,7 % contre 7,5 % pour l'indice. Graham note que les fonds fermés se vendent souvent à un escompte de leur valeur nette d'actif. L'investisseur ne doit pas s'attendre à ce que la performance des fonds batte le marché de façon constante. Graham avertit que les maisons de courtage et les services d'investissement ont des conflits d'intérêts inhérents (les courtiers sont avant tout des vendeurs), et que l'investisseur doit en dernière analyse assumer la responsabilité de ses propres décisions. L'investisseur « qui se laisse paniquer ou inquiéter démesurément par des baisses de marché injustifiées de ses titres transforme perversement son avantage fondamental en désavantage fondamental. »

Deux industries vendent de la confiance ; Graham la mesure et la trouve défailante. Les frais et l'effet de foule entraînent la plupart des fonds sous l'indice qu'ils prétendent battre, et l'incitation du vendeur, ce sont les transactions, pas votre résultat. Le point le plus profond concerne votre propre avantage : le véritable atout du particulier est la liberté de ne rien faire pendant les baisses. La panique abandonne cet avantage aux institutions qui n'en ont aucun. Le conseil, d'accord — l'abdication, non.

À essayer: Vérifiez le ratio de frais et le palmarès sur dix ans de chaque fonds que vous détenez face à un fonds indiciel ordinaire avant votre prochain versement.

Lisez les bénéfices comme un auditeur, pas comme un fan

Graham expose un cadre simplifié pour analyser les valeurs mobilières, en décrivant les trois éléments principaux de l'analyse financière : 1) le descriptif, 2) le critique et 3) le sélectif — en se concentrant sur les bénéfices, les dividendes et les valeurs d'actifs sur une période de plusieurs années plutôt que sur des prévisions détaillées des perspectives de chaque entreprise. Il note que le ratio P/E moyen du Dow Jones Industrial Average sur plusieurs décennies était d'environ 15, et suggère qu'acheter à des ratios P/E supérieurs à 20 produira probablement des résultats à long terme décevants. Graham met en garde les investisseurs contre la crédulité envers les bénéfices par action publiés, notant que les choix comptables et les éléments exceptionnels peuvent induire en erreur ; il déconseille d'accorder une « grande importance aux bénéfices par action publiés » pour une seule année, recommandant plutôt de moyenner sur « pas moins de cinq ans, de préférence sept ou dix ans » afin de lisser le cycle économique et d'obtenir une image plus fiable de la capacité bénéficiaire.

Deux défenses opèrent ici : un plafond de valorisation et un plancher de bénéfices. Le plafond de P/E vous empêche de trop payer pour des histoires ; la moyenne pluriannuelle vous empêche d'être trompé par une seule année flatteuse ou désastreuse. Ensemble, elles remplacent la prévision — dans laquelle même les professionnels échouent — par une arithmétique historique que n'importe qui peut vérifier. La surprise est la fréquence à laquelle une année spectaculaire, ou une dépréciation, n'est que du bruit. La moyenne est le détecteur de mensonges le moins cher de la finance.

À essayer: Pour toute action que vous détenez, calculez son bénéfice moyen par action sur les sept dernières années et divisez le prix du jour par ce chiffre.

Quatre entreprises, quatre leçons de valorisation

Graham compare côte à côte quatre entreprises réelles — ELTRA Corporation (anciennement Electric Auto-Lite), Emerson Electric, Emery Air Freight et Emhart Corp. Il analyse leurs statistiques financières, notamment le prix, le bénéfice par action, l'historique des dividendes et les ratios de prix. L'exercice démontre les principes de valorisation et montre comment différentes combinaisons produisent différents résultats d'investissement. Pas de drame, pas de prédictions — juste quatre séries de chiffres qui montrent pourquoi deux « bonnes entreprises » peuvent être des investissements très différents selon ce que vous payez pour elles.

Le format côte à côte est l'essentiel. Des chiffres isolés ne signifient rien ; les comparaisons révèlent ce que vous payez réellement. Une entreprise peut offrir de la croissance à un multiple élevé, une autre de la stabilité à un multiple avantageux — aucune n'est « fausse », mais chacune convient à un investisseur différent et à un prix différent. L'exercice entraîne une habitude : n'évaluez jamais une action dans le vide. Le marché cote des prix ; seule la comparaison révèle s'ils sont bon marché ou chers.

À essayer: Construisez un tableau d'une page pour deux actions concurrentes que vous envisagez — prix, bénéfices, dividendes, P/E — et laissez les colonnes choisir, pas l'histoire.

Sept filtres pour l'investisseur défensif

Graham fournit une liste de contrôle concrète pour l'investisseur défensif avec sept critères : 1) une taille adéquate, 2) une situation financière solide (ratio de liquidité d'au moins 2:1), 3) la stabilité des bénéfices (aucune perte au cours des 10 dernières années), 4) l'historique des dividendes (ininterrompu depuis 20 ans), 5) la croissance des bénéfices (augmentation minimale de 33 % du bénéfice par action sur les 10 dernières années), 6) un ratio P/E modéré (pas plus de 15 fois les bénéfices moyens des 3 dernières années) et 7) un rapport prix/valeur comptable modéré (le produit du ratio P/E multiplié par le prix ne doit pas dépasser 22,5). Graham conseille que l'investisseur défensif ne devrait pas payer plus de 25 fois les bénéfices moyens des 7 dernières années, ni plus de 20 fois les bénéfices des 12 derniers mois.

La liste de contrôle est délibérément sans romantisme — pas de visions, pas de fondateurs, pas d'enthousiasme pour un produit. Chaque filtre élimine une manière spécifique de perdre de l'argent : bilans fragiles, pertes cycliques, réductions de dividendes, bénéfices stagnants, surpaiement. Le dernier critère est le plus malin, plafonnant le produit combiné P/E multiplié par le prix pour que vous ne puissiez pas payer cher à la fois les bénéfices et les actifs. Les actions qui passent seront ennuyeuses ; c'est voulu. L'ennui, c'est ce qui survit.

À essayer: Passez ce soir une de vos positions à travers les sept filtres et notez lesquels elle échoue — puis décidez si vous la détenez pour une raison ou pour une histoire.

Quand l'enthousiasme tue : Penn Central, LTV, AAA et National Student Marketing

Graham dissèque quatre désastres avec le calme d'une autopsie. Penn Central Railroad, dont l'action s'était vendue à un plus haut de 86 en 1968 alors que ses obligations rapportaient plus de 10 % (signal de détresse), s'est déclarée en faillite en 1970 et l'action est devenue sans valeur. Ling-Temco-Vought (LTV), qui, par des acquisitions agressives et un endettement élevé, a vu son action passer de 22 dollars en 1965 à 169 dollars en 1967, puis s'effondrer à 7 dollars en 1971. AAA Enterprises, introduite en bourse à 14 dollars par action en 1968, montée à 28 dollars, et déclarée en faillite en 1971 sans avoir jamais affiché le moindre bénéfice. National Student Marketing, une action « concept » en plein envol qui s'est effondrée après son introduction en bourse en 1969, lorsque des irrégularités comptables ont été révélées. L'enthousiasme, les artifices comptables et la psychologie de foule ont eu raison des quatre.

Chaque cadavre enseigne une défaillance différente : Penn Central montre que le marché obligataire savait avant le marché des actions ; LTV montre l'effet de levier transformant la croissance en bombe ; AAA montre qu'une action peut doubler sans une seule année bénéficiaire ; National Student Marketing montre des récits « concept » dépassant la réalité auditée. Le fil commun : l'enthousiasme sur les prix s'est substitué aux preuves. Les signaux étaient publics — rendements, niveaux d'endettement, bénéfices absents — simplement passés de mode à regarder.

À essayer: Avant d'acheter une action survenue, vérifiez son rendement obligataire ou son endettement et si elle a déjà affiché un bénéfice — notez ce que vous trouvez.

Marge de sécurité : tout le livre en trois mots

Graham écrit : « Confrontés au défi de distiller le secret d'un investissement sain en trois mots, nous osons la devise : MARGE DE SÉCURITÉ. » La marge de sécurité est la différence entre le prix que vous payez et la valeur que vous recevez. Acheter à un prix nettement inférieur à la valeur calculée procure un coussin pour que erreurs de jugement ou malchance ne puissent détruire l'investissement. Graham écrit : « La fonction de la marge de sécurité est, en essence, de rendre inutile une estimation exacte de l'avenir. » Graham utilise l'exemple de l'achat d'une obligation à rabais sur sa valeur nominale — la marge de sécurité étant la différence entre le prix d'achat et la valeur au pair — pour illustrer la marge de sécurité, montrant comment une obligation achetée sous le pair avec une couverture ample des intérêts pouvait rester rentable malgré un risque apparent. Le Post-scriptum raconte l'histoire d'un unique placement chanceux — la grosse position du partenariat de Graham dans une société en croissance achetée à bas prix — qui a produit plus de profit que toutes les autres analyses prudentes de la firme réunies ; Graham l'utilise pour illustrer le rôle du hasard dans les résultats d'investissement.

La marge de sécurité est l'humilité rendue mécanique. Puisque vous ne pouvez estimer exactement l'avenir, vous construisez des achats qui survivent à l'erreur : un large écart entre prix et valeur absorbe les erreurs, les récessions et la malchance. L'exemple de l'obligation montre que l'idée s'applique au-delà des actions — rabais plus couverture égale pardon. Le Post-scriptum ajoute la note honnête que la chance compte toujours, et c'est précisément pourquoi le coussin compte : vous ne contrôlez pas la fortune, seulement votre exposition à elle.

À essayer: Estimez une valeur prudente pour une action que vous surveillez, et fixez un prix d'achat au moins un tiers en dessous — puis attendez.

Les meilleures citations

- "L'investisseur intelligent est un réaliste qui vend aux optimistes et achète aux pessimistes." - Benjamin Graham

- "Confrontés au défi de résumer le secret d'un investissement sain en trois mots, nous osons la devise : MARGE DE SÉCURITÉ." - Benjamin Graham

- "Investir avec succès au cours d'une vie n'exige ni un QI stratosphérique, ni des intuitions d'affaires exceptionnelles, ni des informations privilégiées. Ce qu'il faut, c'est un cadre intellectuel solide pour prendre des décisions et la capacité d'empêcher les émotions de corroder ce cadre." - Warren Buffett

Limites

Les exemples du livre sont figés dans leur époque — chemins de fer des années 1970, fonds évalués sur les rendements de 1961-1970, règles fiscales qui ont nécessité un correctif en 2003.

Certains seuils précis, comme le ratio de liquidité de 2:1 ou le plafond de 22,5 multipliant le PER par la valeur comptable, ont été calibrés sur les marchés de Graham et peuvent écarter des entreprises modernes solides, notamment les sociétés technologiques sans actifs que Graham déclarait ouvertement hors de sa compétence. L'approche collective qu'il vantait a été testée sur des décennies qui n'existent plus. Les commentaires de Jason Zweig comblent l'écart, mais le texte original vous demande de traduire, pas seulement d'appliquer.

En une phrase

Achetez avec une marge de sécurité, obéissez à vos propres règles, et faites des humeurs de M. le Marché votre opportunité — non votre instruction.

Pour qui

Toute personne qui détient des actions ou des fonds et a déjà ressenti l'envie de vendre dans la panique ou de courir après un « bon tuyau ». Il est tout aussi précieux pour les débutants qui veulent des règles avant de risquer leur argent que pour les investisseurs expérimentés qui ont besoin d'un système pour contenir leur propre confiance.