

HOWARD MARKS

ovládněte tržní cykly

A ZVÝŠÍTE SVÉ INVESTIČNÍ ZISKY

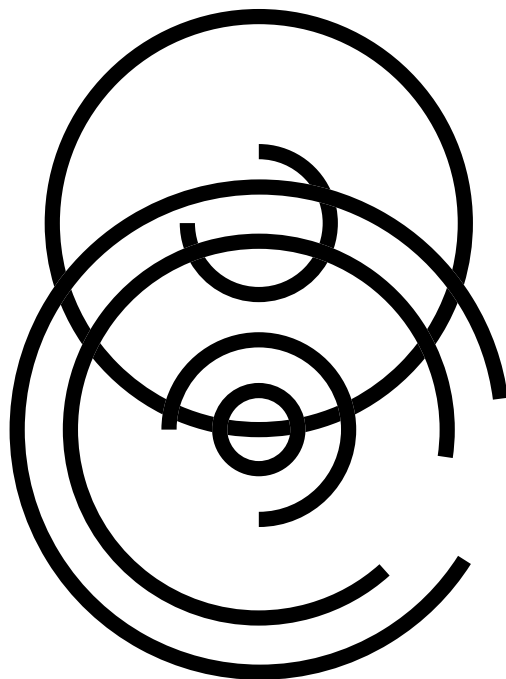
The
New York Times
Bestseller

S předmluvou Daniela Gladiše

**S láskou pro
Nancy
Jane, Justina, Rosie a Sama
Andrewa a Rachel**

ovládněte tržní cykly

A ZVÝŠÍTE SVÉ INVESTIČNÍ ZISKY



HOWARD MARKS

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude trestně stíháno.

Howard Marks

Ovládněte tržní cykly a zvýšíte své investiční zisky

Přeloženo z anglického originálu Mastering the market cycle: getting the odds on your side.

Copyright © 2018 by Howard Marks. All rights reserved.

Překlad Mgr. Daniela Vránová

Odborná spolupráce Ing. Petr Čermák a Ing. Daniel Gladiš, MBA, CFA

Vydala GRADA Publishing, a.s.

U Průhonu 22, Praha 7 jako svou 7 333. publikaci

Realizace obálky Tiptop studio, Písek

Sazba Jan Šístek

Odborná redaktorka Ing. Michaela Průšová

Počet stran 232

První vydání, Praha 2019

Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

© **GRADA Publishing, a.s., 2019**

ISBN 978-80-247-9027-5 (pdf)

ISBN 978-80-271-2500-5 (print)

GRADA Publishing: tel.: 234 264 401, fax 234 264 400, www.grada.cz

OBSAH

Předmluva	7
Úvod	9
I. Proč se zabývat cykly?	15
II. Povaha cyklů	25
III. Pravidelnost cyklů	37
IV. Ekonomický cyklus	43
V. Účast vlády na ekonomickém cyklu	57
VI. Cyklus zisku	61
VII. Kyvadlo psychologie investora	67
VIII. Cyklus v přístupech k riziku	79
IX. Úvěrový cyklus	103
X. Cyklus problémových dluhů	119
XI. Realitní cyklus	125
XII. Všechno spolu souvisí – tržní cyklus	135
XIII. Jak se vypořádat s tržními cykly	151
XIV. Cyklus a úprava portfolia	177

XV. Limity investování	189
XVI. Cyklus úspěchu	195
XVII. Budoucnost cyklů	205
XVIII. Podstata cyklů	211

PŘEDMLUVA

Když jsem se měl poprvé osobně setkat s Howardem Marksem, byl už pro mě legendou. Dvacet let jsem hlтал jeho slavná investiční mema, miloval jsem jeho knížky, a dokonce jsem byl i akcionářem v jeho společnosti Oaktree Capital Management. V mých očích byl velkou autoritou především v otázce rizika, kterému se věnuje i tato kniha.

Každá investice má totiž dva základní parametry: výnos a riziko. Zatímco výnos je zpravidla dobře měřitelný a každý si dokáže představit, jak vypadá výnos 50 %, pokud se začneme zabývat rizikem, narazíme hned na počátku na tři zásadní problémy:

1. Neexistuje objektivní definice rizika.
2. Neexistuje objektivní způsob, jak riziko měřit (a to ani zpětně).
3. To, co se někomu zdá již příliš riskantní, jinému může stále připadat v pořádku.

Finanční teorie přistupuje k problematice rizika tak, že ho definuje jako volatilitu a snaží se potom jeho velikost smrsknout do jednoho čísla. Tento přístup je však podle mého názoru nesprávný. Špatně definuje riziko, je založen na předpokladech, které ve skutečnosti neexistují, a především je pro běžného investora v praxi zcela nepoužitelný.

Mnohem bližší je mi postoj Benjamina Grahama, který v knize *Security Analysis* před více než sedmdesáti lety řekl: „Vztah mezi různými typy investic a rizikem ztráty je příliš neurčitý a příliš proměnlivý spolu s měnícími se podmínkami na to, aby ho bylo možno vyjádřit spolehlivým matematickým vzorcem.“

Do stejného myšlenkového tábora patří i Howard Marks. Méně počítá a více přemýšlí. Riziko definuje jako pravděpodobnost trvalé ztráty kapitálu a při vyhodnocování rizika používá spíše selský rozum než excelové tabulky. Za hlavní ukazatel míry rizika při investování považuje poměr mezi cenou a hodnotou. Cena je to, co za aktivum platíme, hodnota je to, co dostáváme zpátky. Pokud za nějaké aktivum platíme příliš mnoho, je riziko vysoké. Pokud za něho platíme výrazně méně, než jaká je jeho hodnota, je riziko nízké. To je vše.

Howard Marks dokáže o všech těchto mnohdy abstraktních pojmech psát a mluvit jednoduše, srozumitelně a běžným jazykem. Z jeho knih tak mohou těžit investoři

všech úrovních a zkušeností. Jak dlouholetí a zkušení profesionálové, tak právě začínající hobby investoři.

Před naším setkáním jsem byl trochu nervózní. Byl jsem si vědom toho, že si Howarda Markse možná až příliš idealizuji, a nevěděl jsem, zda mé představy zůstanou tváří v tvář realitě nedotčeny. Zůstaly. V reálu je Howard Marks ještě lepší než na dálku. Milý, přátelský, skoro až nenápadně působící muž. Ač drobnějšího vzrůstu, v mých očích zůstává velikánem.

Mám velkou radost z toho, že jeho nejnovější kniha teď přichází v českém překladu, a bude tak snadno dostupná široké české investiční komunitě. Každý by si ji měl přečíst. Nejlépe každých pár let znovu a znovu. Myšlenky v ní obsažené zůstanou v platnosti i za 10, 20, 30 a více let. Investování vlastně zůstává pořád stejné. Howard Marks investorům, kteří o to mají zájem, naznačuje, kterou cestou by se měli vydat.

Daniel Gladiš, Vltava Fund

ÚVOD

Před sedmi lety jsem napsal knihu nazvanou *To nejdůležitější v investování: Nekonvenční uvažování pro přemýšlivého investora* o tom, kam by měli investoři nejvíce zaměřit svou pozornost. V ní jsem uvedl: „Tím nejdůležitějším v investování je věnovat pozornost cyklům.“ Pravdou však je, že označení „to nejdůležitější“ jsem v knize použil i pro devatenáct dalších věcí. Při investování totiž neexistuje jediná nejdůležitější věc. Každá z dvaceti věcí, o nichž jsem psal, je naprosto nezbytná pro každého, kdo chce být úspěšným investorem.

Vince Lombardi, legendární trenér Greena Baye Packerse je známý svým výrokem: „Vítězství není všechno, ale je nejdůležitější.“ Nikdy jsem nedokázal přijít na to, co Lombardi tímto tvrzením opravdu myslí, ale je nepochybné, že vítězství považoval za to nejdůležitější. Stejně tak nemůžu říct, že chápání cyklů představuje v investování všechno nebo to jediné, ale pro mě určitě stojí hned na začátku seznamu.

Většina velkých investorů, se kterými jsem v průběhu let seznámil, má výjimečný smysl pro to, jak cykly fungují obecně a kde se nacházíme v tom stávajícím. Tento smysl jim umožňuje skvěle upravovat svá portfolia podle toho, co leží před nimi. Dobré načasování cyklu – v kombinaci s účinným investičním přístupem a zapojením výjimečných lidí – má na svědomí obrovskou část úspěchu mé firmy Oaktree Capital Management.

Z tohoto důvodu – a protože mě na kolísání cyklů něco fascinuje – a protože to, kde se v rámci cyklu nacházíme, je jednou z věcí, na kterou se moji klienti ptají nejčastěji – a v neposlední řadě proto, že o základní povaze cyklů bylo napsáno tak málo – jsem se rozhodl, že po knize *To nejdůležitější v investování* věnuji samostatnou knihu výhradně zkoumání cyklů. Doufám, že vám bude k užítku.



Některé vzorce a události se v našem prostředí pravidelně opakují a ovlivňují naše chování a životy. V zimě je chladněji a víc sněží než v létě a ve dne je víc světla než v noci. Proto si plánujeme lyžování na zimu a plachtění na lodi na léto, přes den pracujeme a odpočíváme a v noci spíme. Rozsvěcujeme světla, když se blíží večer, a vypínáme

je, když jdeme spát. Vytahujeme ze skříně teplé kabáty s blížící se zimou a plavky s přicházejícím létem. I když se někteří lidé jen tak koupou v oceánu v zimě a někteří se rozhodnou pracovat na noční směny, aby měli ve dne volno, drtivá většina z nás se řídí normálními denními vzorci, které nám každodenní život usnadňují.

My, lidé, využíváme svou schopnost rozeznat vzorce a porozumět jim, abychom si usnadnili naše rozhodování, zvýšili výhody a vyhnuli se problémům. Důležité je, že vycházíme z našich znalostí opakujících se vzorců, takže nemusíme přehodnocovat každé rozhodnutí od nuly. Víme, že hurikány jsou pravděpodobnější v září, takže se v této roční době vyhýbáme Karibiku. My Newyorčané plánujeme návštěvy v Miami a Phoenixu na zimní měsíce, kdy je teplota nad nulou, ne pod ní. A v lednu se nemusíme každé ráno probouzet a znovu se rozhodovat, zda se obléknout na teplo, nebo zimu.

Ekonomika, společnosti a trhy také fungují podle vzorců. Některé z těchto vzorců se běžně nazývají cykly. Vyplývají z přirozeně se vyskytujících jevů, ale především z výkyvů lidské psychologie a výsledného lidského chování. Protože lidská psychologie a chování hrají při jejich tvorbě tak velkou roli, tyto cykly nejsou tak pravidelné jako cykly hodin nebo kalendář, ale přesto i u nich vznikají lepší a horší období pro určité činnosti. Mohou mít také hluboký vliv na investory. Pokud věnujeme pozornost cyklům, můžeme uspět. Když se zabýváme minulými cykly, chápeme jejich původ a význam a jsme připraveni na další, nemusíme objevovat Ameriku, abychom hned pochopili, co se odehrává v různých investičních prostředích. A je tu menší šance, že nás události zaslepí. Můžeme ovládnout tyto opakující se vzorce a zlepšit svůj výkon.



Mým hlavním poselstvím je, že bychom měli věnovat pozornost cyklům. Možná bych měl říct „naslouchat jim“. Slovník dictionary.com uvádí dvě úzce související, ale odlišné definice pro slovo „naslouchat“. První je „dávat dobrý pozor za účelem slyšení“ a druhá je „dbát“. Obě definice jsou relevantní pro to, o čem píšu.

Aby investor uměl správně upravit portfolio ve vztahu k tomu, co se děje kolem něj – a k tomu, co to znamená s ohledem na budoucnost trhů –, musí být velice pozorný. Události se dějí stejně pro všechny, kdo pracují v daném prostředí. Ale ne každý jim naslouchá stejně ve smyslu věnování pozornosti, uvědomování si jich, a tedy potenciálnímu domýšlení jejich významu.

A rozhodně ne každý jich dbá stejně. Pod pojmem „dbát“ mám na mysli „dbejte, mějte na paměti, nechejte se vést nebo vezměte si k srdci“. Nebo jinými slovy „nechejte se poučit a udělejte, co máte“. Možná lépe vyjádřím toto „dbaní“ ve smyslu poslouchání, když vyjmenuji jeho antonyma: ignorovat, znevažovat, nebrat v úvahu, odmítnout, přehlížet, zanedbávat, vyhýbat se, opovrhovat, neposlouchat, přestat vnímat, nevyslyšet nebo být nepozorný k něčemu. Investoři, kteří neberou ohled na to, kde se v cyklu nachází, musí nést vážné důsledky.

Abyste z této knihy získali maximum – a co nejlépe se vypořádali s cykly – musíte se jako investoři naučit cykly poznat, posoudit je, hledat poučení, která naznačují, a udělat to, co říknou. (Viz autorova poznámka níže o mém používání mužských zájmen.) Pokud investor naslouchá v tomto smyslu, bude schopen změnit cykly z divoké, nekontrolovatelné síly, která způsobuje zmatek, na jevy, které lze pochopit a využít k dosažení nadprůměrných výnosů.



Úspěšnou investiční filozofii můžeme založit pouze na kombinaci několika základních prvků:

- Základem je vzdělání v účetnictví, financích a ekonomii: je nezbytné, ale zdaleka nestačí.
- Názor na to, jak trhy fungují, je důležitý – měli byste ho mít před tím, než se rozhodnete investovat, ale při svém postupu ho musíte vylepšovat, zpochybňovat, zdokonalovat a přepracovávat.
- Některé z vašich počátečních názorů vycházejí z toho, co jste si přečetli, takže čtení je nezbytným stavebním kamenem. Pokračujte v tom, zvýšíte tím efektivitu svého přístupu – naučíte se přijímat ty myšlenky, které považujete za přitažlivé, a zároveň nebudete brát v potaz ty, které vás neoslovují. Důležité je, abyste četli i literaturu mimo úzké hranice investování. Legendární investor Charlie Munger často poukazuje na výhody všeobecného rozhledu – historie a procesy v jiných oblastech mohou výrazně přispět k efektivním investičním přístupům a rozhodnutím.
- Výměna nápadů s ostatními investory může být neocenitelným zdrojem růstu. Vzhledem k nevědecké povaze investování vaše učení nikdy neskončí a žádný jednotlivec nemá monopol na chápání všeho. Investování může být osamělá činnost a myslím si, že ti, kdo jej praktikují v samotě, o hodně přicházejí, jak intelektuálně, tak interpersonálně.
- Nakonec bych chtěl říct, že skutečně nic nenahradí zkušenost. Každý rok vidím investice trochu jinak a každý cyklus, který jsem prožil, mě naučil něco o tom, jak se vypořádat s dalším. Doporučuji vám dlouhou kariéru a nevidím důvod, proč brzy přestat.

Psaní knih mi poskytuje vynikající příležitost, jak poděkovat lidem, kteří přispěli k mému investičnímu rozhledu a charakteru mého pracovního života.

- Hodně jsem získal čtením prací Petera Bernsteina, Johna Kennetha Galbraitha, Nassima Nicholase Taleba a Charlie Ellise.

- Dále jsem získal cenné podněty od všech, které jsem citoval v knize *To nejdůležitější v investování* a dalších. Patří mezi ně Seth Klarman, Charlie Munger, Warren Buffett, Bruce Newberg, Michael Milken, Jacob Rothschild, Todd Combs, Roger Altman, Joel Greenblatt, Peter Kaufman a Doug Kass. A protože jsme se s Nancy v roce 2013 přestěhovali do New Yorku za našimi dětmi, měl jsem štěstí, že k těmto přátelům přibyl i Oscar Schafer, Jim Tisch a Ajit Jain. Každý z nich mě obohatil způsobem, jakým vnímá svět.
- Nakonec chci poděkovat nejdůležitějším spolupracovníkům, mým spoluzakladatelům Oaktree. Jsou jimi Bruce Karsh, Sheldon Stone, Richard Masson a Larry Keele. Poctili mě přijetím mé filozofie jako základu investičního přístupu v Oaktree. Obratně ji použili (a získali za to uznání) a za těch více než třicet let naší spolupráce mi ji pomohli rozvinout. Jak je uvedeno v následujícím textu, téměř denně jsme si s Brucem vyměňovali názory a po celou dobu se navzájem podporovali. Naše vzájemná pomoc byla zvláště potřebná v těch nejtěžších dobách – sehrála nepostradatelnou roli v době, kdy jsme se učili, jak přistupovat k cyklům, o nichž je tato kniha.

Chtěl bych také poděkovat lidem, kteří hráli důležitou roli při tvorbě této knihy: talentovaný redaktor HMH, Rick Wolff; vynalézavý agent Jim Levine, který mě přivedl k Rickovi; má skvělá přítelkyně Karen Mack Goldsmith, která mě každou chvíli ponoukala, abych knihu napsal čtivěji; a má největší pomocnice a dlouhodobá asistentka Caroline Healdová. Zvláště chci vyjádřit vděk prof. Randymu Krosznerovi z Booth School z Chicagské univerzity, který mi pomohl tím, že si pročetl kapitoly o ekonomickém cyklu a vládních intervencích.



Protože znalosti jsou kumulativní, ale nikdy nevíme všechno, těším se na další vzdělávání v následujících letech. Při investování neexistuje nic, co funguje vždy, protože prostředí se neustále mění a úsilí investorů reagovat na něj jej proměňuje ještě víc. Doufám tedy, že v budoucnu budu vědět věci, které nevím, a těším se na jejich sdílení v poznámkách a knihách, které teprve přijdou.

Poznámky autora:

1. Stejně jako v případě knihy *To nejdůležitější v investování* se chci předem omluvit za důsledné používání zájmen mužského rodu. Je to asi síla zvyku autora, který začal psát před více než šedesáti lety. Považuji za mnohem jednodušší a atraktivnější psát „on“ než „on/ona“. Střídání mezi „on“ a „ona“ nepůsobí přirozeně. A nemám rád použití „oni“, když je předmětem jediná osoba. Výjimečné ženy, s nimiž jsem měl

- v průběhu své kariéry tu čest, vědí, že jsem naprosto přesvědčen, že každá z nich je stejnou profesionálkou a investorkou jako jejich mužské protějšky.
2. Stejně jako v případě knihy *To nejdůležitější v investování* budu také čerpat z memorand, které jsem psal svým klientům v průběhu let počínaje rokem 1990. Také budu citovat ze své první knihy. Mohlo by se mi stát, že začnu objevovat Ameriku a tomu se chci vyhnout. Místo toho ze své knihy a memorand vyberu klíčové pasáže, o kterých si myslím, že daný názor jasně podporují. Doufám, že čtenáři této knihy nebudou mít pocit, že v knize dostali méně, než kolik za ni zaplatili.

Abych posílil účel této knihy, občas do pasáží, které cituji, přidám několik slov nebo z nich několik slov odstraním, nebo uvedu odstavce v jiném pořadí, než v jakém se objevily v originále. Protože je to mé dílo, myslím, že je v pořádku provést to takto, aniž bych to v každém případě zmiňoval. Dělán to jen proto, abych zvýšil užitečnost těchto citátů, ne, abych měnil jejich význam nebo je vylepšoval při zpětném pohledu.

 3. A konečně, jako v případě knihy *To nejdůležitější v investování*, se budu zabývat tématem, které – jako investování obecně – je složité a zahrnuje překrývající se prvky, které nelze úhledně rozdělit do samostatných kapitol. Protože o některých z nich se zmiňuji na několika místech, najdete zde také několik příkladů opakování, kdy uvádím pozoruhodné citace jiných autorů nebo citace z mé knihy a memorand, u kterých nedokážu odolat nepoužít je víckrát.
 4. Vezměte prosím na vědomí, že když hovořím o „investování“, předpokládám, že investor kupuje, drží nebo, jak se říká „drží dlouhou pozici“ s očekáváním, že určitá aktiva se zhodnotí. To je rozdíl oproti prodeji cenných papírů na krátko, které nevlastníme, v naději, že poklesnou. Investoři nutně nepreferují dlouhé pozice před krátkými, avšak většinu času tomu tak je. Počet lidí, kteří prodávají akcie na krátko nebo kteří mají „čisté krátké“ pozice, to znamená, jejichž pozice mají celkovou hodnotu převyšující hodnotu akcií, které vlastní, je ve srovnání s ostatními malý. V této knize tedy budu hovořit výhradně o investování do věcí, u kterých se očekává růst, nikoli o prodeji aktiv na krátko v naději, že klesnou.
 5. Závěrem chci říct, že i když jsem tuto knihu začal psát s tím, že bude výhradně o cyklech, při jejím psaní ke mně přicházely nápady na spoustu dalších témat, jako je výběr aktiv a „chytání padajících nožů“. Než bych je vymazal, přidal jsem je sem také. Doufám, že si je rádi přečtete, berte je prosím spíše jako takový bonus než odklon od tématu knihy.

I. PROČ SE ZABÝVAT CYKLY?

Akciové kurzy a s nimi naše šance na úspěch se mění s tím, jak se mění naše pozice v rámci jednotlivých cyklů. Pokud neupravíme své investiční postoje s ohledem na probíhající změny, zůstaneme v rámci cyklů pasivní. Jinými slovy řečeno – propásneme příležitost naklonit si šance ve svůj prospěch. Když však budeme mít o cyklech povědomí, můžeme ve chvíli, kdy hrají šance v náš prospěch, navýšit své sázky v agresivnějších investicích, a naopak, když jsou šance proti nám, můžeme peníze shrábnout ze stolu a zvolit defenzivnější přístup.

Investování je otázkou toho, jak se připravujeme na finanční budoucnost. Tento úkol si můžeme snadno definovat: v přítomnosti si vytváříme portfolia a doufáme, že budeme profitovat z událostí, ke kterým dojde až v následujících letech.

Úspěch profesionálních investorů spočívá v tom, že umějí výše uvedené lépe než průměrní investoři, nebo že lépe předčí přiřazené tržní benchmark (jež určuje aktivita všech ostatních investorů). Ale docílit tohoto typu úspěchu není malou výzvou: i když je docela snadné dosáhnout průměrné investiční výkonnosti, dostat se nad průměr už je dost obtížné.

Jedním z nejdůležitějších základních prvků mé investiční filozofie je přesvědčení, že nemůžeme vědět, co na nás chystá „makroekonomická budoucnost“, co se týče ekonomiky, trhů a geopolitiky. Nebo přesněji řečeno, jen málo lidí se i po celkovém zvážení všech okolností dokáže vyznat v globální ekonomické budoucnosti víc než ostatní. Ale jen když budeme vědět víc než ostatní (ať už máme lepší informace nebo je umíme výborně interpretovat, nebo víme, jaké kroky na základě naší analýzy podniknout, nebo máme vůbec odvahu je provést), můžou naše předpovědi vést k lepším výsledkům než u ostatních.

Zkrátka, pokud máme stejné informace jako ostatní, analyzujeme je stejným způsobem, dosahujeme stejných závěrů, které stejně realizujeme, neměli bychom

očekávat, že dosáhneme mimořádných výsledků. Navíc je hodně těžké být neustále lepší z důvodu makroekonomického vývoje.

Proto si myslím, že snaha předpovědět, co přinese makroekonomická budoucnost, investorům k dosažení vyšší investiční výkonnosti moc nepomůže. Zním jen velmi málo investorů, kteří dosáhli vyšší výkonnosti díky makroekonomickým prognózám.

Warren Buffett mi jednou řekl, že pro něj dobrá informace znamená splnění dvou kritérií: musí být důležitá a taky poznatelná. Přestože „všichni vědí“, že makroekonomický vývoj dnes hraje dominantní roli v určování tržní výkonnosti, „makro investoři“ celkově vykazují spíš nevýrazné výsledky. Nechci říct, že by na makroekonomice nezáleželo, ale jde o to, že jen velmi málo lidí zvládne úspěšně makroekonomické prognózy. Pro většinu je budoucí vývoj prostě nepoznatelný (nebo nepoznatelný do té míry či v dostatečně konzistentní míře, aby díky němu dosáhli nadprůměrných výsledků).

Odmítám tedy, že makroekonomické prognózy jsou něčím, co by mohlo přinést velkému zástupu investorů úspěch při investování – a do této skupiny určitě zařadím i sebe. Co tedy zbývá? I když záleží na mnoha detailech a nuancích, myslím si, že nejvíc se nám vyplatí soustředit se na hlavní tři body:

- snažit se víc než ostatní získat to, co nazývám „poznatelnými“ informacemi: o fundamentálních ukazatelích průmyslu, firem a cenných papírů,
- být disciplinovaný vzhledem k odpovídající ceně za podíl na těchto fundamentech,
- a pochopit investiční prostředí, ve kterém se pohybujeme, a správně se rozhodovat o strategické úpravě našich portfolií.

O prvních dvou tématech toho bylo napsáno mnoho. Obě představují klíčové složky „analýzy cenných papírů“ a tzv. „hodnotového investování“ neboli posouzení toho, co je aktivum schopné vyprodukovat v budoucnu – obvykle z hlediska zisků nebo peněžních toků – a jak tyto vyhlídky ovlivňují současnou hodnotu aktiva.

Co dělají hodnotoví investoři? Snaží se využít nesouladu mezi „cenou“ a „hodnotou“. Aby v tom byli úspěšní, musí (a) stanovit vnitřní hodnotu aktiva a jak se asi bude v průběhu času měnit, a (b) srovnat aktuální tržní cenu s touto vnitřní hodnotou aktiva, jeho minulými cenami, cenami ostatních aktiv a „teoreticky spravedlivými“ cenami aktiv obecně.

Pak tyto informace použijí při sestavení portfolií. Většinou je jejich bezprostředním cílem držet investice, které nabízejí nejlepší dostupné hodnotové nabídky: aktiva s největším růstovým potenciálem a/nebo s nejlepším poměrem růstového potenciálu k riziku poklesu. Můžete namítnout, že při sestavení portfolia nejde o nic jiného než o to poznat aktiva s nejvyšší hodnotou a aktiva, jejichž hodnota je nejvíc podceněna. To může být pravda obecně a dlouhodobě, ale myslím si, že je užitečné, když do tohoto procesu vstoupí další prvek: dobře upravit portfolio vzhledem k tomu, co se pravděpodobně stane na trhu v nejbližších letech.

Podle mého názoru můžeme nejlépe optimalizovat úpravu portfolia v určitém čase, když dobře zvážíme, jaké rovnováhy mezi agresivním a defenzivním profilem chceme dosáhnout. Věřím také, že bychom tuto rovnováhu mezi agresivitou a defenzivou měli v průběhu času upravovat a reagovat na změny stavu investičního prostředí a to, v jaké části cyklu se nachází mnoho důležitých faktorů.

Klíčovým slovem je „vyvážení“. Jakou částku jste investovali, jak jste rozdělili kapitál mezi různé možnosti a nakolik rizikové jsou vaše akcie – to vše by na škále od agresivní až po defenzivní strategii mělo být vyvážené... Když získáme hodnotné aktivum levně, měli bychom investovat agresivně, když jej dostaneme draze, měli bychom se stáhnout. („Už zase?“, září 2017)

Tato kniha je vlastně skoro celá o tom, jak vyvážit portfolio.



Jedním z klíčových slov, které nám pomůže pochopit, proč se zabývat cykly, jsou „tendence“.

Pokud by se faktory ovlivňující investování pravidelně opakovaly a byly předvídatelné – například kdyby makroekonomické prognózy fungovaly – mohli bychom hovořit o tom, „co se stane“. A přesto skutečnost, že tomu tak není, neznamená, že jsme v úvahách o budoucnosti bezmocní. Můžeme vlastně mluvit o věcech, které se mohou nebo by se měly stát, a nakolik je pravděpodobné, že k nim dojde. Toto nazýváme tendencemi.

V investičním světě se neustále hovoří o riziku, ale nepanuje všeobecná shoda na tom, co riziko je nebo co by mělo naznačovat pro investory a jejich chování. Někteří lidé si myslí, že riziko je pravděpodobnost, že přijdete o peníze, jiní (včetně mnoha finančních akademiků) mají za to, že jde o volatilitu cen akcií nebo návratnost investice. Existuje mnoho dalších druhů rizika – příliš mnoho na to, abychom je zde uváděli.

Silně se přikláním k první definici: podle mého názoru je riziko především pravděpodobnost trvalé ztráty kapitálu. Ale existuje také něco jako riziko příležitosti: pravděpodobnost, že promeškáme potenciální zisk. Spojíme-li tyto dvě definice, zjistíme, že riziko je možnost vývoje situace jiným způsobem, než chceme.

Jak vzniká riziko? Jeden z mých oblíbených investičních filosofů, již zesnulý Peter Bernstein, uvedl v jednom čísle svého newsletteru *Ekonomiky a strategie a portfolia* článek s názvem „Je riziko měřitelné jediným číslem?“ (červen 2007):

Riziko nám v zásadě říká, že nevíme, co se stane... V každém momentu kráčíme do neznáma. Existuje celá řada výsledků a my nevíme, jaký [skutečný výsledek] na naší škále padne. Často ani neznáme onu škálu.

Níže uvádím několik myšlenek (jako stručný souhrn celé mé zprávy „Riziko v novém podání“ z června 2015), které podle mého názoru z uvedeného tvrzení Bernsteina přímo vyplývají. Mohou nám pomoci pochopit riziko a vyrovnat se s ním.

Jak prohlásil profesor Elroy Dimson z Londýnské obchodní školy: „Riziko znamená, že se může stát víc věcí, než se stane.“ Kdyby se při každé události, např. v ekonomii, průmyslu a na trzích mohla stát jen jedna věc (a kdyby mohl nastat jediný výsledek), který by byl předvídatelný, žádná nejistota ani riziko by samozřejmě neexistovaly. A bez této nejistoty ohledně toho, co se bude dít, bychom teoreticky mohli přesně vědět, jak upravit svá portfolia, abychom se vyhnuli ztrátám a dosáhli maximálního zisku. Ale v životě i v investování může nastat mnoho různých výsledků, a proto se nejistotě a riziku vyhnout nelze.

Z výše uvedeného důvodu bychom tedy budoucnost neměli vnímat jako jediný daný výsledek, který se má stát a je možné jej předvídat, ale jako řadu možností a – možná na základě pochopení jejich pravděpodobného výskytu – jako rozdělení pravděpodobnosti. Toto rozdělení vyjadřuje náš pohled na jednotlivé tendence.

Investoři – a všichni, kdo doufají, že se s budoucností úspěšně vypořádají – si musí vypracovat rozdělení pravděpodobnosti, ať už ve formální nebo neformální podobě. Pokud se jim to podaří, pomůže jim toto rozdělení stanovit, jak postupovat. I tehdy je však důležité mít na paměti, že pouhá znalost pravděpodobnosti nám neřekne, co se stane.

Výsledky v určité oblasti možná v dlouhodobém horizontu odpovídají rozdělení pravděpodobnosti, ale co se týče výsledku jedné konkrétní události, je to velmi nejisté. Může nastat kterýkoli výsledek uvedený v tomto rozložení, i když s různou mírou pravděpodobnosti, protože proces, který jej vygeneruje, bude ovlivněn nejen přínosem tohoto výsledku, ale i jeho částečnou nahodilostí. Abychom provedli inverzi Dimsonova prohlášení –, i když se může stát mnoho věcí, dojde jen k jedné. Asi tušíme, co můžeme očekávat „obecně“, což ale nemusí vůbec souviset s tím, co se skutečně stane.

Mám za to, že uspět v investování je jako vybrat výherce v loterii. O obou se rozhodne tak, že se z plné losovací mísy (celé škály možných výsledků) vytáhne jeden los (výsledek). V obou případech je z mnoha možností vybrán jeden výsledek.

Špičkoví investoři umí lépe odhadnout, jaké losy v míse jsou, a tedy i to, jestli stojí za to loterie se zúčastnit. Jinými slovy, i když tito investoři – stejně jako všichni ostatní – přesně nevědí, co přinese budoucnost, nadprůměrně rozumí budoucím tendencím.

Mám k tomu ještě malý dovětek. Většina lidí si myslí, že budoucnost vyřešíme tak, že si vytvoříme názor na to, co se bude dít, třeba pomocí rozdělení pravděpodobnosti. Mám za to, že ve skutečnosti jsou nutné dvě věci. Kromě názoru na možný vývoj by se lidé měli zamyslet nad pravděpodobností, s jakou se jejich stanovisko může ukázat jako správné. Některé události lze předvídat poměrně bezpečně (např. zda daný investiční dluhopis vynesie slibovaný úrok), jiné jsou nejisté (jestli bude Amazon i za deset let stále lídrem v internetovém maloobchodním prodeji) a další jsou zcela nepředvída-

telné (jestli bude akciový trh v příštím měsíci stoupat, nebo klesat). Chci tím říct, že ne u všech předpovědí je stejně pravděpodobné, že budou správné, a proto bychom se na ně neměli spoléhat stejnou měrou. Myslím si, že většina lidí si to dostatečně neuvědomuje.



Výše popsaného špičkového investora si můžeme představit jako někoho, kdo pochopil výše uvedené tendence, což mu pomáhá naklonit si šance v jeho prospěch.

Řekněme, že ve sklenici je sto černých a bílých kuliček. Jakou barvu byste si měli vsadit, že bude tažená?

- Pokud o obsahu sklenice nevíte nic, bude sázení jen otázkou hádání: spekulace bez informací. Situace bude podobná, když víte, že jich je padesát černých a padesát bílých. Bylo by stejně chytré vsadit na černou jako na bílou, ale touto volbou nezískáte víc než poloviční šanci, že se trefíte. Sázení se vám tedy nevyplatí, pokud nedostanete nabídku minimálně padesátiprocentní šance na výhru – a jestli se vám nepodaří vyhnout se poplatku za hru (při investování mluvíme o poplatku nebo bid-ask spreadu). Sázet na černou či bílou s vyrovnanými šancemi by nebylo příliš ziskové, pokud byste neměli štěstí, přičemž štěstí není něco, s čím můžete počítat. Sázení bez výhody bližších znalostí o obsahu sklenice by nebylo spolehlivě ziskové.
- Ale co když víte o obsahu sklenice něco navíc? Řekněme, že víte, že sedmdesát kuliček je černých a třicet bílých. To už byste mohli častěji vyhrát než prohrát. Pokud vsadíte deset dolarů na černou proti někomu, kdo vám dává padesátiprocentní šanci na výhru, můžete vyhrát deset dolarů v sedmdesáti procentech případů a přijít o deset dolarů jen ve třiceti procentech, a to při očekávaném zisku čtyřiceti dolarů za deset případů. (Poznámka: popisují průměrné výsledky při velkém počtu pokusů, které v krátkodobém horizontu významně závisí na náhodném kolísání.)
- Samozřejmě, že váš sázkařský protivník vám dá padesátiprocentní šanci na sázku na černou, (a) pouze jestliže neví, že sedmdesát procent kuliček je černých a třicet procent bílých, a (b) pokud neví, že vy to víte. Pokud by o obsahu sklenice věděl to, co vy, nabídl by vám kurz jen 30:70 na sázku na černou, takže tato sázka by pro vás byla zase prodělečná.
- Jinými slovy, aby bylo možné v této hře častěji vyhrát než prohrát, musíte mít znalostní výhodu. To je to, co má špičkový investor: ví o budoucích tendencích víc než ostatní.
- Je však důležité nezapomenout na to, co jsem již uvedl: i když znáte míru pravděpodobnosti – přestože tedy máte lepší přehled o tendencích – stále nevíte, co se stane. I když je poměr kuliček ve sklenici sedmdesát černých ku třiceti bílým, stejně nevíte, jaká barva padne v dalším tahu. Je sice pravděpodobnější, že to bude

černá, ale z třiceti procent to může být bílá. Jsou-li v nádobě bílé i černé kuličky, a hlavně když při výběru další kuličky zapracují náhodné vnější síly, nemůže být výsledek jistý.

- Nehledě na to, co bylo řečeno, tato sázka vám může stát za to i bez záruky jistoty. Pro dlouhodobý úspěch stačí mít znalostní výhodu o tendencích.



A to nás přivádí k přínosu, který pro nás bude mít pochopení cyklů. Průměrný investor o tom mnoho neví:

- nepochopil dostatečně povahu a význam cyklů,
- neinvestuje tak dlouho, aby zažil větší počet cyklů,
- nepřčetl si nic o finanční historii, aby se z minulých cyklů poučil,
- vnímá prostředí především z hlediska izolovaných událostí, místo toho, aby uvažoval o opakujících se vzorcích a důvodech, které k těmto událostem vedly,
- a to nejdůležitější je, že nerozumí významu cyklů a neví, jak mu mohou pomoci v jeho postupu.

Špičkový investor cykly pozorně sleduje. Všimá si, zda se minulé vzorce opakují, vnímá, v jaké fázi nejrůznějších důležitých cyklů se nacházíme, a uvědomuje si, že to všechno ovlivňuje jeho jednání. Díky tomu může cykly a svou pozici v nich lépe posoudit. Konkrétně se zamýšlí nad tím:

- jestli jsme na začátku vzestupu nebo v jeho konečné fázi,
- pokud určitý cyklus delší dobu stoupal, jestli už je tak daleko, že nám hrozí nebezpečí,
- zda je z chování investorů patrné, že je poháněna chamtivost nebo strach,
- jestli se pouštějí do rizika s přiměřenými obavami, nebo jsou vůči němu pošetile tolerantní,
- jestli je trh přehřátý (a předražený), nebo frigidní (a tedy levný) kvůli tomu, co se cyklicky odehrává,
- jestli, celkově vzato, naše současná pozice v cyklu naznačuje, že bychom měli být defenzivní, či agresivní.

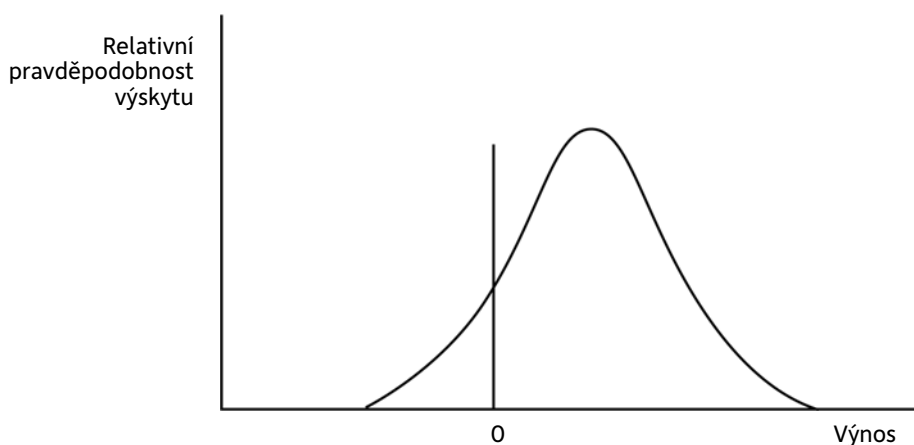
Pozornost k těmto aspektům dává špičkovému investorovi výhodu, díky níž může častěji získat než ztratit. Rozumí tendencím a svým šancím – ví tedy o barvě kuliček ve sklenici něco, o čem ostatní nemají ani ponětí. Dokáže vnímat, jestli šance na výhru převyšují šance na prohru, a proto umí investovat více, když jsou okolnosti příznivé, a méně v opačném případě. Důležité je, že to všechno můžeme posoudit na základě

sledování našich aktuálních podmínek. Jak uvidíme v dalších kapitolách, tyto postřehy nám ukážou, jak se připravit na budoucnost, aniž bychom ji museli umět předvídat.

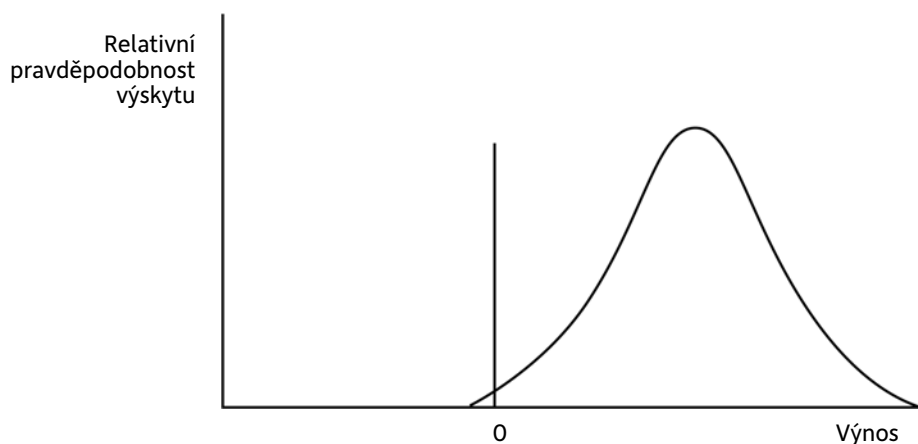
Pamatujte si, že místo, ve kterém se nacházíme v různých cyklech, silně ovlivňuje naše šance. Jak uvidíme v dalších kapitolách, příležitosti pro ziskové investice se zlepší, když například:

- ekonomika a zisky firem začnou spíše růst než klesat,
- z psychologického hlediska jsou investoři strážliví, a ne přesprávně optimističtí,
- investoři jsou si vědomi rizika, nebo – ještě lépe – jsou rizikem poměrně znepokojeni,
- a tržní ceny příliš nevzrostly.

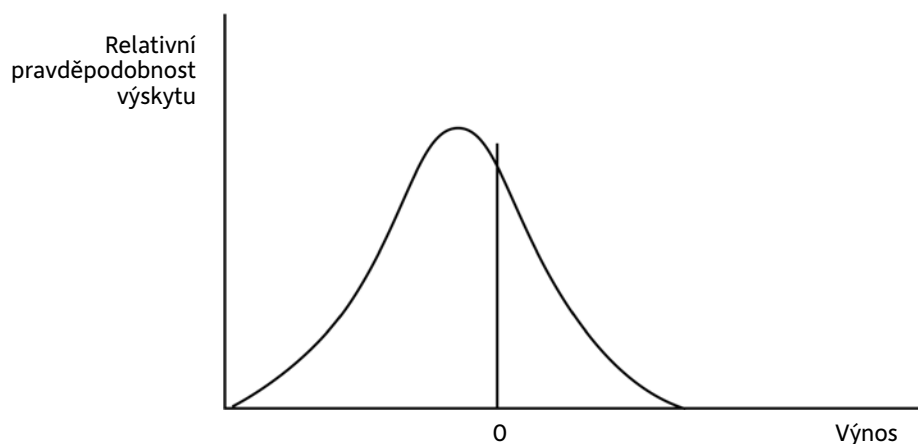
Všechny tyto okolnosti (a mnoho dalších) se vyvíjejí v rámci cyklů, a když víme, v které fázi se nacházíme, může pomoci naklonit šance v náš prospěch. Stručně řečeno, pohyb celým cyklem mění rozdělení pravděpodobnosti, které ovládá budoucí události. Možná bych to měl uvést na příkladu návratnosti investic: když je naše pozice v různých cyklech neutrální, výhled výnosu je „běžný“.



Když je pozice v cyklu příznivá, posouvá se rozdělení pravděpodobnosti doprava, takže výhled výnosu je nyní nakloněn v náš prospěch. Naše příznivá pozice v cyklech zvyšuje pravděpodobnost zisku a snižuje riziko ztráty.



Když se však nacházíme v nebezpečných extrémech cyklu, hraje šance v náš neprospěch, což znamená, že pravděpodobnost není tak dobrá. Máme menší šanci na zisk a větší možnost utrpět ztrátu.



Totéž platí, když se naše pozice změní v rámci jediného cyklu. Nehledě na to, co se děje v ekonomice a se ziskovostí firem (tedy, jak říkají akademici, *ceteris paribus* neboli „za jinak stejných podmínek“), výhled výnosu se lepší, když budou investoři deprimováni a v obavách (a umožní tím pokles cen aktiv), a horší při jejich euforickém a chamtivém chování (které vyžene ceny nahoru).

Naše šance se mění spolu se změnou naší pozice v rámci cyklů. Pokud podle tohoto vývoje neupravíme své investiční postoje, zůstaneme v rámci cyklů pasivní. Jinými slovy řečeno – propásneme příležitost naklonit si šance ve svůj prospěch. Když však budeme mít o cyklech povědomí, můžeme ve chvíli, kdy nám bude šance nakloněna,

zvýšit své vklady a umístit je do agresivnějších investic, a naopak, když nám šance není nakloněna, můžeme peníze shrábnout ze stolu a zvolit defenzivní přístup.

Ti, kdo se zabývají cykly, stoprocentně nevědí, co se bude dít dál – stejně jako člověk, který má informace o kuličkách ve sklenici, taky neví, jaká kulička padne v příštím tahu. Oba však mají znalostní výhodu, pokud jde o to, co je pravděpodobné. Povědomí o cyklech a pochopení toho, kde se v určitém okamžiku nacházíme, může být kýžetnou výhodou investora, který chce dosáhnout špičkových výsledků. Při losování kuliček má výhodu hráč, který zná jejich poměr 70:30. Stejnou výhodu má investor, který ví lépe než ostatní, ve které části cyklu se nacházíme. Účelem této knihy je pomoci vám stát se takovým člověkem.

Proto nyní popíšu řadu cyklických procesů, které jsem sledoval v reálném čase. Jejich oscilace mohou vypadat extrémně a asi takové i byly, protože pro doložení své teorie vycházím ze zkušeností za celé půlstoletí. Možná budete mít pocit, že události, kterými se zabývám, jsou časově kratší, zatímco ve skutečnosti se vyvíjely dlouhé měsíce i roky. Tyto příklady jsou však skutečné a já doufám, že budou dobře ilustrovat mou hlavní myšlenku.